



Stimulanser bäddar mjukt

Inbromsningen i den globala tillväxten, som inleddes i slutet av 2017 förstärktes under förra året. Visserligen ser vi en tillfällig utplaning i början av 2019, men vi räknar med en fortsatt avmattning under resten av året. Framför allt har Europa och Kina bromsat in, men även USA visar tydliga tecken på svagare konjunktur, särskilt för industrin. Det är främst svagare investeringar som förklarar den fortsatta inbromsningen i världsekonomin. Vi ser ett historiskt mönster, där investeringarna agerar swingfaktor och driver konjunkturcykeln. Med svagare investeringar följer lägre produktions- och sysselsättningstillväxt. Ett förlopp som kommer märkas allt tydligare i flertalet länderområden under 2019. Teknikföretagen räknar med att den globala tillväxten i år växlar ned till 2,5 procent och vänder långsamt under nästa år, till 2,6 procent.

Tack vare ökade finanspolitiska stimulanser och att centralbanker tar paus i sin tidigare flaggning för räntehöjningar, motverkas en djupare nedgång för den globala tillväxten. Federal Reserve har gått försiktigt fram med sina räntehöjningar i ett historiskt perspektiv, tack vare en långsam uppgång för inflationen. Andra betydande centralbanker som ECB, Bank of Japan (och även Riksbanken) har valt en ännu försiktigare strategi de senaste åren och bibehållit all den monetära stimulans som sattes in i samband med och efter finanskrisen.

Världsmarknadsröntorna föll brant hösten 2018, i samband med att det stod klart att den globala konjunkturen var på väg att snabbt försämrats. Sedan dess har såväl Federal Reserve som ECB och Kinas centralbank *de facto* stimulerat världsekonomin. Kinas centralbank har sänkt reservkraven för banksystemet i syfte av få fart på kreditgivningen. ECB och Federal Reserve har ändrat retorik de senaste månaderna och skjutit upp eventuell penningpolitisk åtstramning på en obestämd framtid.

Sedan 2018 har industri- & investeringskonjunkturen mattats påtagligt inom OECD-länderna. I slutet av 2018 och början av 2019 har OECD snabbt trillat ner i något som verkar vara en regelrätt recession i tillverkningsindustrin, vilket talar för fortsatt lägre investeringar i år och nästa år. Det var ett uppsving för investeringar inom inte minst tillverkningsindustri, som drog upp den globala tillväxten under 2017-2018. Nu ligger de bakom oss, och tyder på ett normalt cykliskt förlopp, där investeringarna ersatt föråldrat produktionskapital. Nu inverkar återigen den svagare produktivitetstillväxten på näringslivets lönsamhet, som i sin tur kommer att hålla nere investeringarna framöver.

I OECD inleddes ett kraftigt fall i näringslivets produktivitetstillväxt i slutet av 2017 - mer än en halvering under 2018 - vilket i sin tur utlöste en snabb inbromsning i näringslivets investeringar. Krympande produktivitetstillväxt leder till ökade kostnader per producerad enhet,

INNEHÅLL

Internationellt

Sammanfattning.....	1
Internationellt.....	4
USA.....	17
Eurozonen.....	29
Kina.....	35
Japan.....	38
Tillväxtländer.....	40
Storbritannien.....	42
Finland.....	45
Norge.....	46

Sverige

Sverige (övergripande).....	48
Tjänstesektorn.....	56
Teknikindustri.....	64
Valutor.....	69

Tabeller

Nyckeltal Sverige.....	71
Nyckeltal internationellt.....	72
Finansiella nyckeltal.....	72

vilket också bidrar till vikande investeringar. Denna utveckling tar normalt tid att vända, och det finns inget som talar för en snabb vändning för investeringarna redan i år.

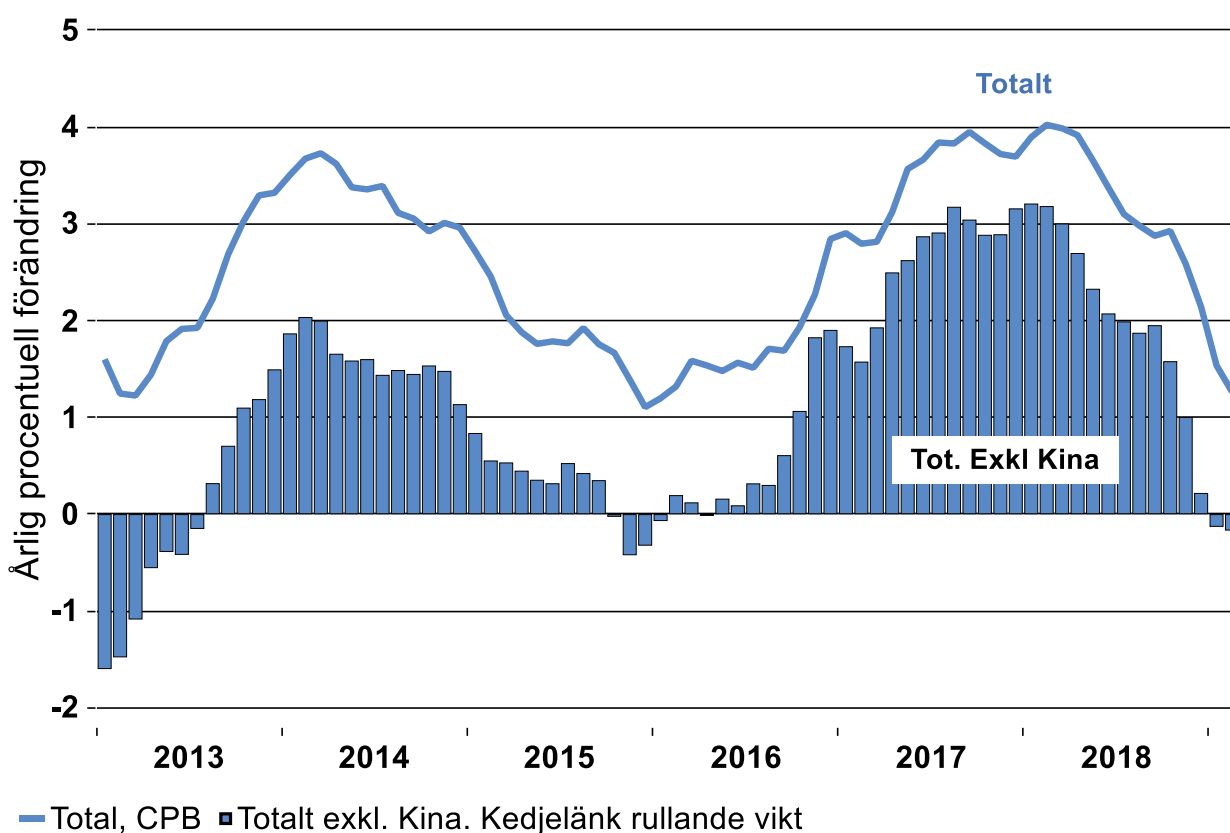
Det är sammanfattningsvis tydligt att ett alltmer ansträngt resursutnyttjande efter flera år av högkonjunktur i den industrialiserade världen har börjat bita på näringslivets produktivitet och pressat upp kostnadstrycket, med vikande lönsamhet och investeringar som följd: ett klassiskt, investeringsdrivet konjunkturförlopp.

Den inbromsning i Sveriges ekonomi i år som vi flaggade för i vår konjunkturrapport i november förra året stöds av utvecklingen i ekonomin sedan dess. De drivkrafter som under de senaste åren dragit upp Sveriges BNP-tillväxt har definitivt förlorat i styrka. De relativt stora bidragen från bostadsinvesteringar och hushållens konsumtion har krympt ordentligt. Dessutom visar världshandeln en kraftig inbromsning sedan slutet av förra året, vilket naturligtvis påverkar exportindustrin som normalt följer variationerna i exportmarknadstillväxten. Även tunga tjänstebanscher, dvs. en rad branscher inom företagstjänster, har påverkats av svagare efterfrågan från både export- och hemmamarknaden, vilket medfört att deras tidigare så starka bidrag till tjänstesektorns tillväxt fått pyspunka i början på 2019.

Vi bedömer att Sveriges BNP-tillväxt i år kommer växla ned till 0,9 procent och öka långsamt, till 1,2 procent nästa år.

Tillväxten för global tillverkningsindustri har avtagit i relativt hög omfattning. I fjol ökade global industriproduktion med tre procent i genomsnitt, men tillväxttakten dämpades till två procent under sista kvartalet. Tillväxten har fortsatt att avta och nådde en preliminär ökning på 1,3 procent första kvartalet i år. Det förlopp vi nu ser för global industriproduktion med avtagande tillväxt, påminner om det som noterades exempelvis Q2 2012 – Q2 2013 och Q2 2015 till det att aktiviteten tog fart Q3 2016. Även under dessa perioder dämpades global investeringstillväxt och bidrog till den svagare tillväxten för industrin.

Global industriproduktion



Källa: CPB, Macrobond, Teknikföretagen

År 2019 blir ett år av sanering, som förhoppningsvis klaras av under året. Produktivitetstillväxten har stannat av, vinsttillväxten har tappat fart, 2017-2018 års investeringsboom är över och global fordonsindustri lämnar en knapp tioårig period av återhämtning bakom sig. Att fordonsmarknaden i Kina därutöver näst intill kollapsat och inte klarar sig utan konstgjord andning, bidrar naturligtvis också i hög grad. Att återställa produktivitet, enhetsarbetskostnader och vinster samt att råvarukostnader minskar mer än vad vi sett hittills tar erfarenhetsmässigt tid, eller allt mellan fyra till åtta kvartal, innan de får en positiv inverkan på investeringsklimatet.

Bakom den låga tillväxten ligger främst Europa där industriproduktionen preliminärt visar minustakt första kvartalet i år. Industriproduktionen minskade därutöver i Japan, Korea, Brasilien, Taiwan, Indonesien och inte minst i Turkiet under första kvartalet. USA, Kanada och Mexiko håller sig ännu så länge över nollstrecket och även Indien, om än marginellt.

Inget nytt

Global industriproduktion förväntas öka med låga en procent i år. Exkluderas Kina är vår optimistiska bedömning en nolltillväxt. För global teknikindustri räknar vi med en tillväxt på två procent i år, men om Kina exkluderas blir det nolltillväxt.

Vi är inne i en period med tillväxt för global teknikproduktion som kommer att ligga under det långsiktiga genomsnittet på 4 procent. Detta är inget nytt, industriproduktionen är cyklisk, särskilt i teknikindustri som domineras av investeringsvaror och fordon.

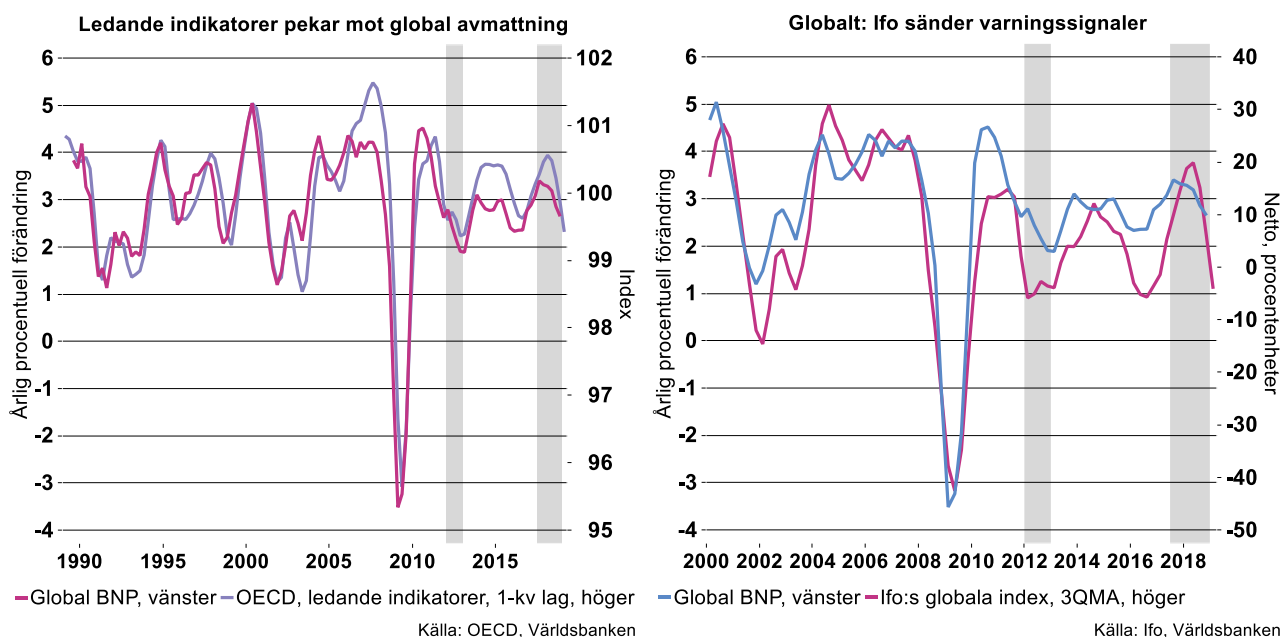
Mot bakgrund av vårt globala makroekonomiska scenario, där de räntehöjningar som förväntades bara för några månader sedan knappast blir av, kan affärsaktiviteten i industrin förbättras något mot andra halvåret 2020. Det skulle innebära en tillväxt på två procent för global industri sammantaget och tre procent för global teknikindustri nästa år.

Produktionstillväxten för Sveriges teknikindustri avtar till två procent i år. För tillverkningsindustrin i Sverige räknar vi med en tillväxt på en procent. Nästa år räknar vi med att produktionen för Sveriges teknikindustri och för tillverkningsindustrin sammantaget, inskränker sig till en ökning på en procent vardera i genomsnitt.

► GLOBALT: FORTSATT AVMATTNING MEN INGEN KRASCH

Den avmattning i världsekonomin som inleddes i slutet av 2017 och förstärktes under förra året, har fortsatt under inledningen av 2019. Såväl OECD:s ledande indikatorer, Ifo:s globala index som globala inköpschefsindex för tillverkningsindustrin har fortsatt att falla de senaste månaderna. Än så länge är det framför allt Europa och Kina som har bromsat påtagligt. USA växte på i hyfsad takt under större delen av 2018, men mattades av tydligt under slutet av året. BNP studsade visserligen upp rejält i början av 2019 men till största delen drivet av lageruppbbyggnad och nettoexport, tillfälliga effekter som lär slå tillbaka kommande kvartal.

Inbromsningen i global BNP¹ från 3,4 procent till 2,6 procent från toppen 2017:Q3 kan förefalla måttlig men är ändå påtaglig i ett historiskt perspektiv. Visserligen bromsade världsekonomin också 2015 men vi måste gå tillbaka till Eurokrisen under 2012 för att notera en avmattning i paritet med den nuvarande (se bilderna nedan).

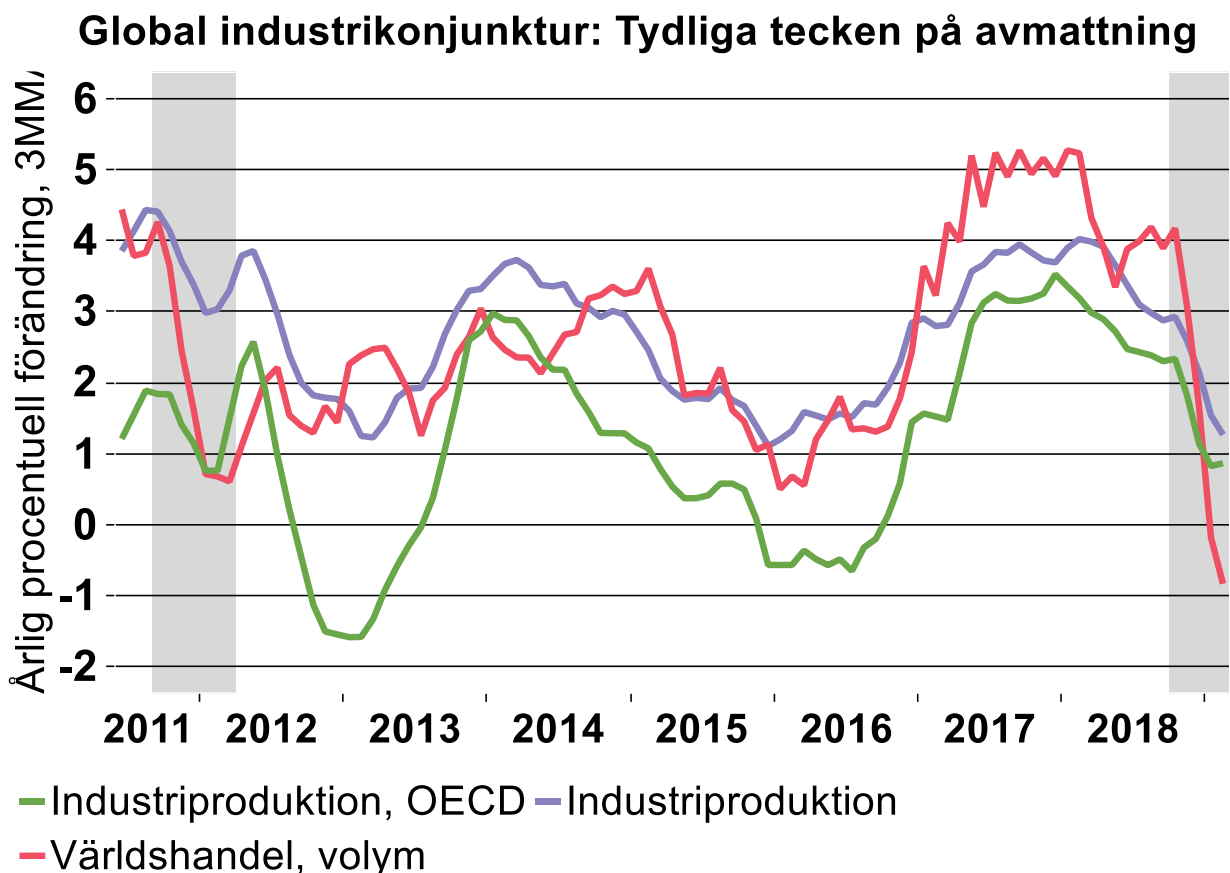


Merparten av de olika konjunkturindikatorer och barometrar som publiceras är samtida med BNP-tillväxten snarare än ledande och lever därmed inte upp till kriterierna för prognosvariabler. Detta gäller exempelvis den så ofta kommenterade globala inköpschefsindex (PMI) som främst är en ögonblicksbild men ändå har sitt värde eftersom den är relativt väl korrelerad med BNP-tillväxten och dessutom publiceras betydligt tidigare än BNP.

Till skillnad från PMI tenderar OECD:s ledande indikatorer, och i viss mån Ifo-barometern att vara ledande för världskonjunkturen. Också dessa indikatorer samvarierar oftast starkt med BNP-tillväxten och även om pricksäkerheten inte är perfekt antyder de att global BNP har bromsat till drygt två procent i årstakt i början av 2019 (se bilderna ovan). Värt att notera är att Teknikföretagens marsprognos för global BNP-tillväxt för 2019 ligger på 2,4 procent.

Data för global BNP publiceras således endast kvartalsvis och med betydande fördröjning. Till lycka för alla prognosmakare rapporteras andra utfallsdata på månadsbasis. Såväl världshandels volym som global industriproduktion fortsatte att bromsa i början av 2019 (data till och med februari). Det är värt att notera att en så kraftig inbromsning i världshandeln inte har registrerats sedan 2011-2012. För industriproduktionen inom OECD syns möjligen tecken på en stabilisering under årets första månader, men det återstår att se om detta markerar ett trendbrott (se bild nedan).

¹ Icke-PPP justerad BNP enligt Världsbanken.

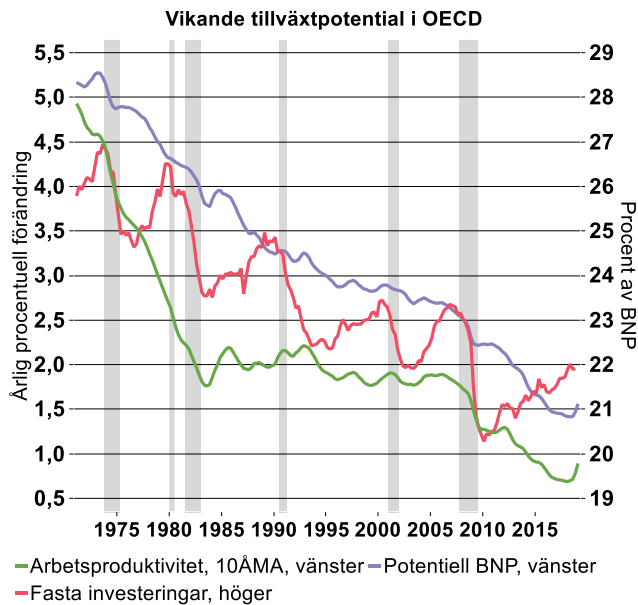


Källa: CPB, Världsbanken

Den nya normalen sänker investeringstrenden

Teknikföretagen har tidigare analyserat sambandet mellan investeringar och BNP-tillväxt. Som diskuteras nedan är det uppenbart att investeringarna driver BNP-tillväxten i konjunkturen. Däremot är inte orsakssambandet lika tydligt på längre sikt. Å ena sidan kan produktiva investeringar såväl i fast kapital som humankapital skapa dynamik och tillväxtkraft på sikt. Å andra sidan innebär exempelvis en fallande trendtillväxt i BNP en lägre optimal kapitalstock och därmed långsammare investeringstakt. I takt med att trendtillväxten i global BNP och produktivitet har fallit de senaste knappa 15 åren, har därför också investeringstrenden mattats påtagligt.

Såväl produktivitetstrend som potentiell BNP-tillväxt i OECD har gradvis fallit de senaste decennierna och detta har sammanfallit med ett kraftigt fall i investeringsandelen av BNP (se bild nedan till vänster). Det är också tydligt att tillväxttrenden ånyo fallit sedan mitten av 00-talet efter en tids utplaning dessförinnan.



Visserligen är investeringsandelen starkt cyklisk och faller i samband med recessioner och stiger i samband med återhämtningarna.² Det är dock tydligt att varje cyklisk topp/botten har understigit den föregående även om andelen nu är nära den senaste botten 2003.

Det är även tydligt att de cykliska återhämtningarna är långsammare och mer utdragna jämfört med recessionsförloppen. Den nuvarande återhämtningen är den hittills mest utdragna, frågan är om detta kan fortsätta? I så fall indikerar det att OECD och världsekonomin kan undvika en recession under 2019-2020. Världskonjunkturens öde avgörs uppenbarligen av utvecklingen för investeringarna.

Investeringar motor i konjunkturen

I den allmänna debatten får man annars lätt intrycket att det är hushållen som via konsumtionen har nyckeln till konjunkturutvecklingen. Som Teknikföretagen påpekat tidigare är detta dock en alltför förenklad bild. I själva verket är det mycket svårt att hitta episoder där kraftiga svängningar i privat konsumtion utlöst en omsvängning i konjunkturen. Till och med 2009, i samband med den djupaste globala recessionen sedan depressionen på 1930-talet, föll global privat konsumtion endast marginellt. I OECD var 2009 det enda året sedan 1970 med fallande privat konsumtion.

Rollen som swing-faktor har i stället spelats av näringslivets investeringar. Det mönstret gäller för såväl OECD som för världsekonomin i dess helhet (se bilder nedan). 2009 rasade exempelvis globala fasta investeringar mer än nio procent och i OECD var fallet hela 13 procent. På motsvarande sätt ökade de globala investeringarna med fem procent under återhämtningsåret 2011 medan privat konsumtion endast växte med knappt tre procent. Det är alltså uppenbart att recessioner/återhämtningar sammanfaller med kraftiga ras/spikar i fasta investeringar, medan privat konsumtion är mycket mer stabil och mycket sällan faller.

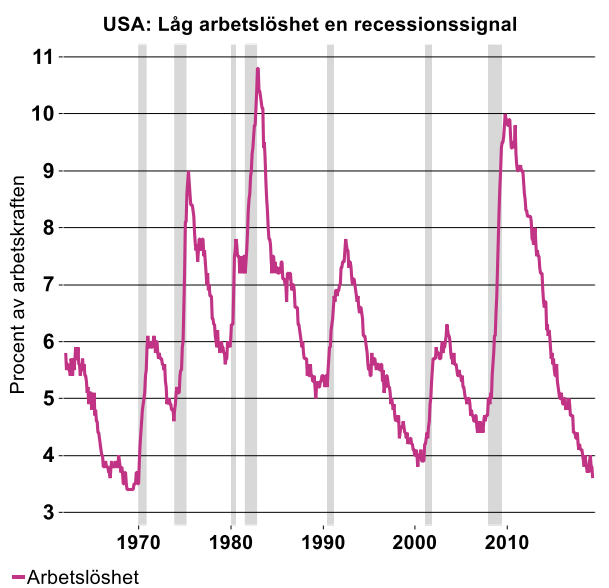
Men arbetsmarknaden och konsumtionen då?

Vilken roll spelar då privat konsumtion om nu näringslivets investeringar är den utlösande faktorn till konjunktursvängningar? Privat konsumtion utgör ju trots allt en mycket större andel av de flesta ekonomier. Konsumtionens roll är *de facto* att förstärka konjunkturförloppet. När investeringskonjunkturen viker kommer sysselsättningen gradvis att bromsa eller till och med falla och arbetslösheten att stiga. En svagare arbetsmarknad innebär i sin tur vikande inkomstutveckling och framtidstro hos hushållen, vilket förmår

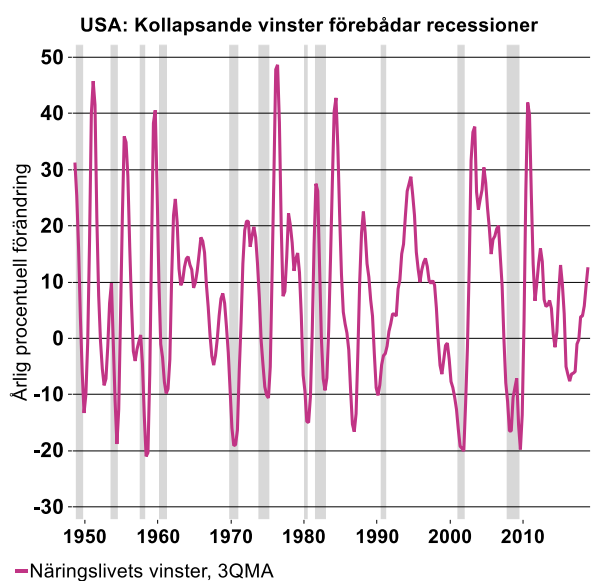
² Gråmarkeringarna i bilden illustrerar recessioner i USA enligt NBER. Vi väljer den utgångspunkten eftersom recessioner i OECD som helhet är inte lika väl definierade.

hushållen att hålla hårdare i plånboken. Svagare konsumtion förstärker därigenom avmattningen i ekonomin och fördjupar konjunktursvackan. På motsvarande sätt kommer stigande sysselsättning och fallande arbetslöshet i spåren av en investeringsuppgång att ge utrymme för accelererande konsumtion, vilket i sin tur ger extra skjuts till BNP i uppgångsfasen.

Såväl privat konsumtion som arbetsmarknadsläget är därför att betrakta som eftersläpande och förstärkande snarare än ledande indikatorer. Bilden nedan visar att låg arbetslöshet i USA, tvärtemot den gängse uppfattningen, till och med har varit en signal om kommande lågkonjunktur. Varje cyklisk botten för arbetslösheten har med några månaders fördröjning följts av recessioner. Låg arbetslöshet är ett tecken på ansträngt resursutnyttjande, företagen har tvingats gräva allt djupare i kompetenspoolen och anställa personal med allt lägre produktivitet, vilket pressar lönsamheten. Dessutom brukar ansträngt resursutnyttjande sammanfalla med accelererande kostnader och priser, vilket utlöste en penningpolitisk åtstramning. Sammantaget har dessa faktorer bidragit till en falnande investeringskonjunktur vilket i sin tur utlöste en recession. Det är värt att notera att USA:s arbetslöshet bottnade, eller åtminstone planade ut, redan i september 2018: en möjlig recessionssignal, med andra ord.

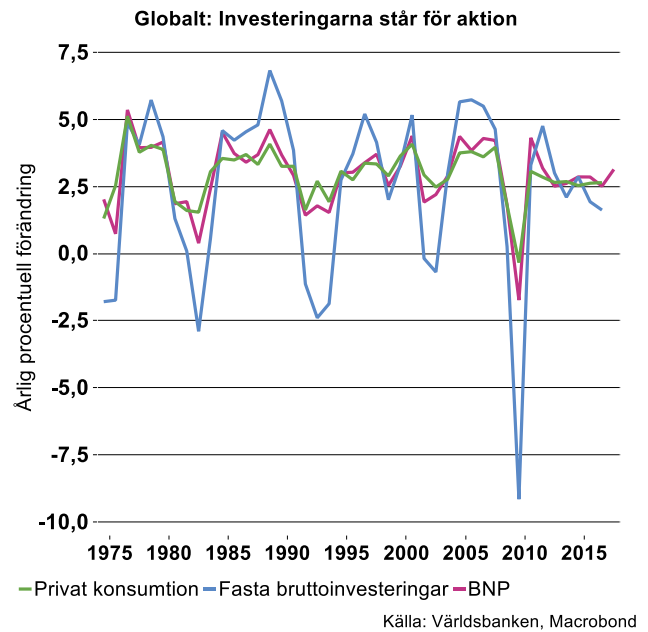
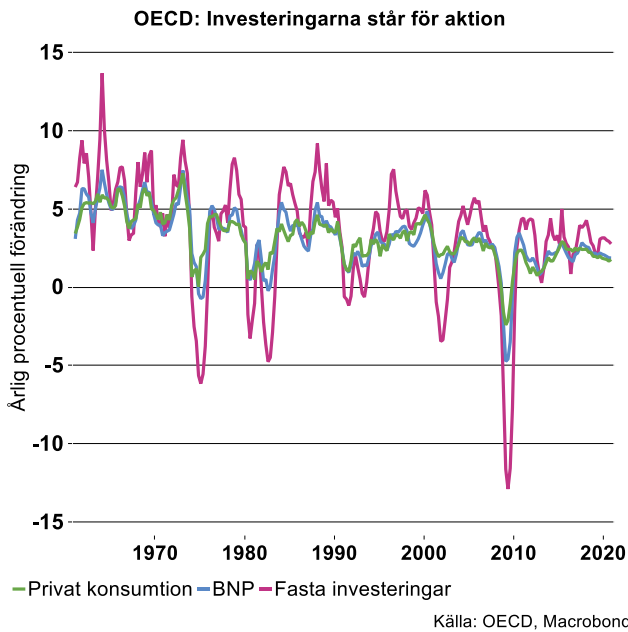


Källa: BLS, NBER



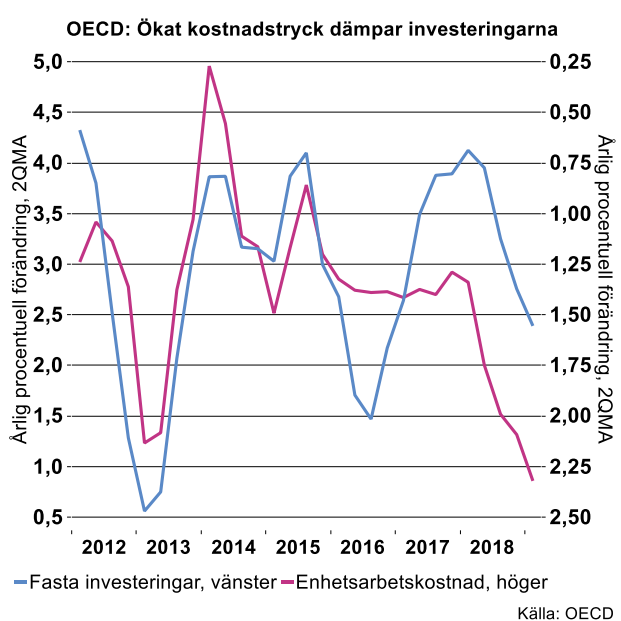
Källa: BEA

Också de senaste åren har investeringar, särskilt i de rika länderna och inte minst i tillverkningsindustrin, agerat *primus motor* för världsekonomin trots den vikande långsiktiga trenden. Förloppet med gradvis vikande investeringstillväxt under 2015 vändes abruptt till en uppgång i slutet av 2016. Det senaste året har dock industri- & investeringskonjunkturen åter mattats påtagligt (se bilden till höger på motstående sida). I slutet av 2018 och början av detta år har OECD snabbt trillat ner i något som verkar vara en regelrätt recession i tillverkningsindustrin med negativ tillväxt, vilket bådars illa för investeringarna de närmaste kvartalen. Återigen får vi gå tillbaka till Eurokrisen 2012 för att registrera en lika dramatisk avmattning.



Lönsamhet nyckel till investeringar

Ska vi förstå och förutsäga konjunkturförloppet måste vi således greppa grunderna till näringslivets investeringar. Teknikföretagen har tidigare påpekat betydelsen av näringslivets produktivitets- och lönsamhetstillväxt, ett samband som även är tydligt i OECD som helhet (se bilden nedan till vänster). Vi har också betonat den starkt procykliska produktivitetstillväxten i flera länder, i synnerhet inom tillverkningsindustrin.



Det innebär i sin tur att näringslivets lönsamhet och därmed investeringar, svänger i takt med industrikonjunkturen. I OECD inleddes ett kraftigt fall i näringslivets produktivitetstillväxt i slutet av 2017 - mer än en halvering under 2018 - vilket i sin tur utlöste en snabb inbromsning i näringslivets investeringar. Ett liknande, om än inte lika tydligt, mönster kan skönjas mellan kostnadsutveckling och investeringar: Särskilt under 2018 har kostnadstrycket ökat kraftigt i OECD vilket även sammanfallit med en snabbt vikande investeringskonjunktur (se bilden ovan till höger).

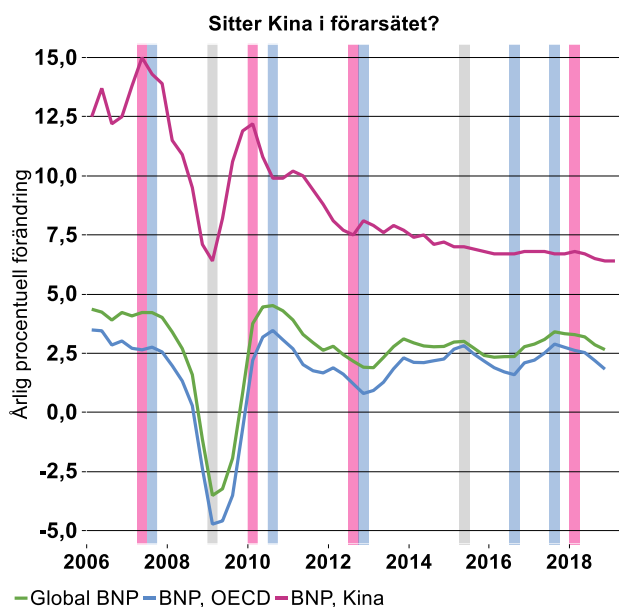
Sammanfattningsvis är det tydligt att ett alltmer ansträngt resursutnyttjande efter flera år av högkonjunktur i den industrialiserade världen har börjat bita på näringslivets produktivitet och pressat upp kostnadstrycket,

med vikande lönsamhet och investeringar som följd: ett klassiskt, investeringsdrivet konjunkturförlopp således.

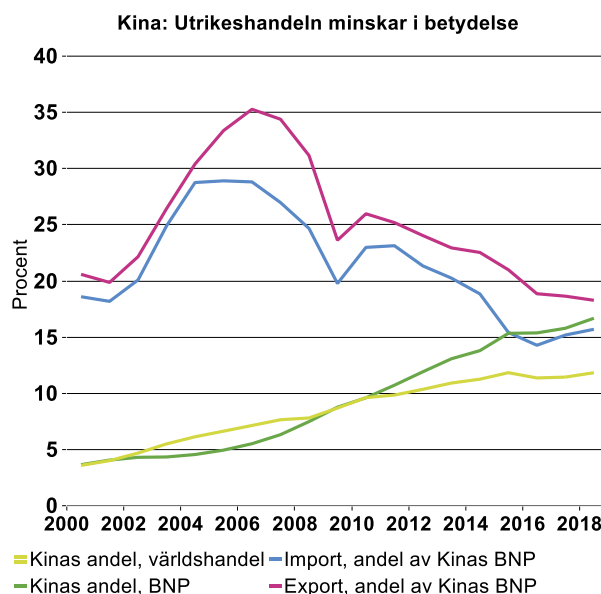
Kina i förarsätet?

Kinas storlek och betydelse för världsekonomin har ökat stadigt under de senaste decennierna. Landet har blivit så viktigt att vissa hävdar att Kina faktiskt i stor utsträckning styr det globala konjunkturförloppet. Det är långt ifrån en enkel match att reda ut vem som sitter i förarstolen och vem som sitter i baksätet, för detta krävs det en hel del statistiskt fotarbete.

Studerar vi bara vändpunkterna i BNP-tillväxten, och tar de officiella kinesiska nationalräkenskaperna på allvar, framträder ändå ett intressant mönster (se bilden nedan). Kinas BNP bromsade exempelvis redan 2007, före resten av världen inför finanskrisen 2008-2009. Visserligen är det ingen tvekan om att kraschen i USA:s bostadsmarknad var det riktiga giftpillret vid den tiden, men Kinas avmattning hade redan börjat hämma världsekonomin. Ett mer uppenbart fall där Kina faktiskt agerade riktakar var 2010, då avkylningen i Kina satte stopp för rekylen efter *Den Stora Recessionen*. Det verkar även som om resten av världen fick hjälp av Kina att ta sig upp ur gropen i kölvattnet av *Eurokrisen* 2013.



Källa: NBS, Världsbanken



Källa: CCS, Världsbanken

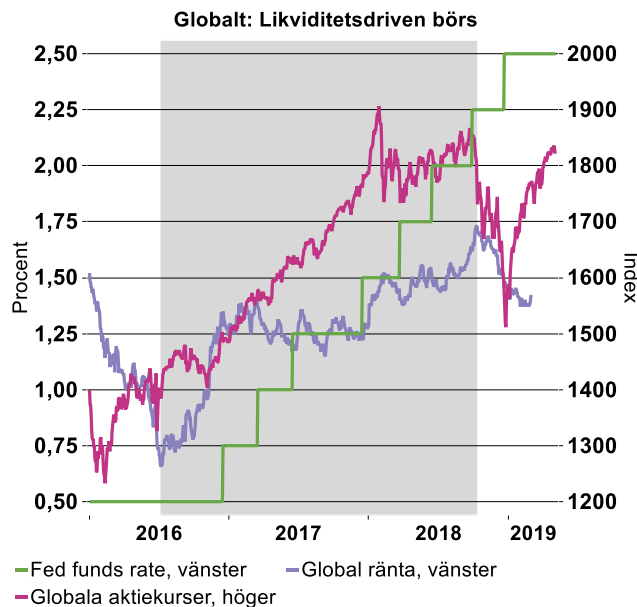
Studsens upp efter *Den Stora Recession* har varit simultan. Under de senaste årens återhämtning, där konjunktursvängningarna har varit mycket måttliga, är det svårt att urskilja tydliga ledare respektive följare. Det tycks dock som om den globala avmattning som inleddes i slutet av 2017 utlöstes av en inbromsning i Eurozonen, som sedan har spritt sig även till Kina och resten av världen.

Man kan fråga sig om Kinas ändrade tillväxtstrategi, med mer fokus på inhemsk efterfrågan och mindre på tillverkningsindustri, tunga investeringar och export, faktiskt bidragit till att minska landets påverkan på resten av världen. Faktum är att Kinas export och import som andel av BNP minskat mycket kraftigt under det senaste decenniet. Studier visar även att de globala värdekedjorna tycks ha vänt, tillverkningsindustrin har flyttat hem en hel del verksamheter som tidigare utfördes inte minst i Kina.³ Det är också tydligt hur Kinas andel av världsekonomin fortsatt att öka medan dess andel av världshandeln stagnerat de senaste åren (se bilden ovan till höger). En möjlig konsekvens är att en eventuell kinesisk återhämtning inte behöver få lika stor positiv effekt på resten av världen som många hoppas på.

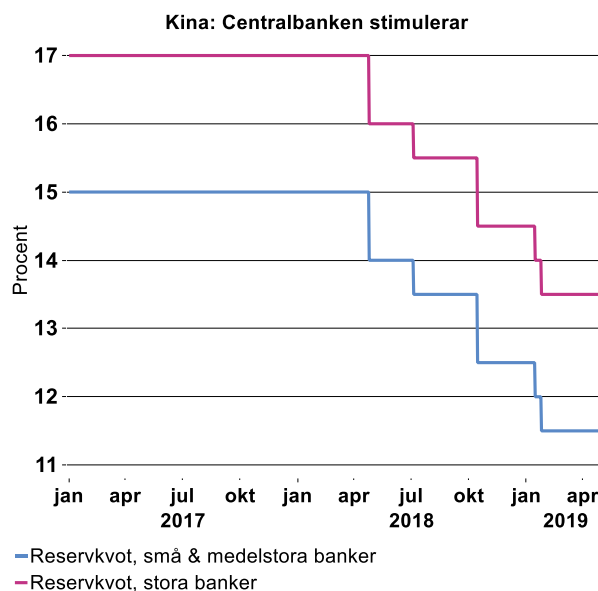
³ Se till exempel *Sveriges exportsektor växer*, Hagman & Kinnwall, Teknikföretagen 2019.

Återhållsamma centralbanker bäddar för grund svacka...

Det som hittills fattas jämfört med historiska recessionsförlopp är en rejäl acceleration i löner och priser som i sin tur utlöser en kraftig penningpolitisk åtstramning. Visserligen har USA:s centralbank, Federal Reserve, höjt styrräntan och börjat avveckla sina innehav av statspapper under de senaste åren och därmed bidragit till att kyla av ekonomin.



Källa: Federal Reserve, FTSE, MSCI



Källa: PBOC

Globala marknadsräntor steg således under 2016-2018 i linje med Federal Reserves åtstramning, som därmed agerade broms åt världsekonomin (se bilden ovan till vänster). Under hösten 2018 nådde världsmarknadsräntan 1,75 procent, vilket visserligen fortfarande är lågt i ett historiskt perspektiv. Emellertid motsvarar det en ökning med över en procentenhet eller 175 procent sedan botten i mitten av 2016. En så kraftig ränteuppgång slår hårt såväl mot skuldsatta hushåll och företag, som mot börsvärderingen.

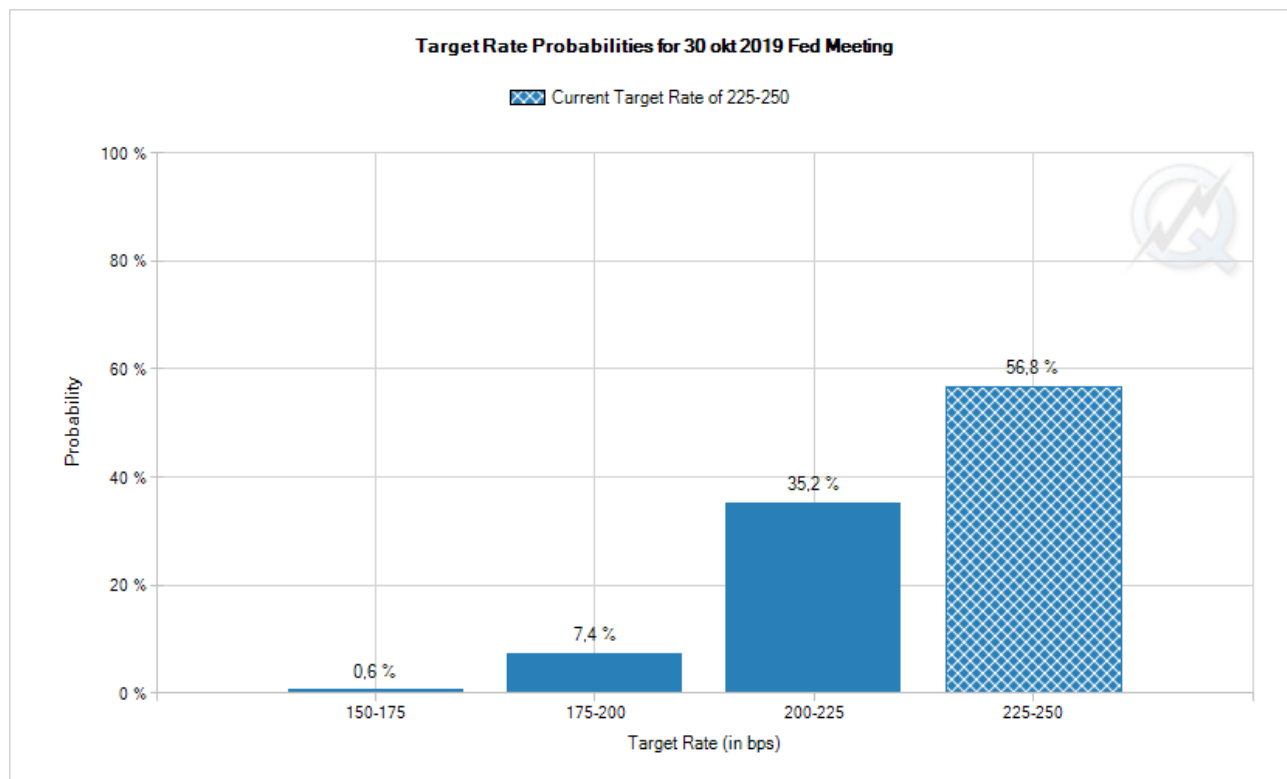
Även om Federal Reserve stramade åt under 2016-2018 kunde man gå försiktigt fram i ett historiskt perspektiv, tack vare att inflationstrycket inte ökat dramatiskt. Andra betydande centralbanker som ECB, Bank of Japan (och även Riksbanken) har valt en ännu försiktigare strategi de senaste åren och bibehållit all den monetära stimulans som sattes in i samband med och efter finanskrisen. Här finner man huvudförklaringen till den exceptionellt utdragna återhämtningen i världsekonomin efter finanskrisen 2008-2009.

Världsmarknadsräntorna föll brant hösten 2018, i samband med att det stod klart att den globala konjunkturen var på väg att snabbt försämrans. Sedan dess har såväl Federal Reserve som ECB och Kinas centralbank *de facto* stimulerat världsekonomin både genom regelrätta stimulanser som *verbala interventioner*. Kinas centralbank har sänkt reservkraven för banksystemet med 3,5 procentenheter det senaste året och med 2 procentenheter sedan i höstas, i syfte av få fart på kreditgivningen (se bilden ovan till höger). ECB och Federal Reserve har ändrat retorik de senaste månaderna och skjutit upp eventuell penningpolitisk åtstramning på en obestämd framtid och till och med helt backat tillbaka från planerna på ytterligare åtstramning.

...och fick börsen att bli glad...

Innan börserna började falla under sensommaren i fjol var samtidigt förväntningarna höga om fortsatt bra fart i världsekonomin. OECD antog i sin sommarprognos i fjol att världsekonomin skulle rulla på i en tillväxt på knappt fyra procent per år 2018-2019 och Euroområdet med drygt två procent per år samma period. När ekonomiska utfall och bedömningar började svaja i höstas och världsmarknadsräntorna föll gav det efterhand en effekt på börsvärderingen. Ränfefallet, som påverkar diskonteringen av förväntade bolagsvinster, och ändrad penningpolitisk retorik har helt enkelt varit en bidragande orsak till den återhämtning vi sett i aktievärdering sedan årsskiftet. Det är samtidigt bra att ha i åtanke att börskurser tenderar att avvika lite väl

mycket från fundamentala faktorer eller ytterst det globala driftsöverskottet. Nu har återigen globala börsindex (som S&P-global eller FTSE-world) börjat vandra en bra bit ifrån förväntad utveckling av globalt driftsöverskott. En sådan vandring är ett ganska vanligt fenomen, men det finns naturligtvis en hel del faktorer som medför att börsvärdering och vinster tenderar att växa i samma omfattning på lång sikt.



Källa: CME Group

De finansiella marknaderna bedömer för tillfället (6/5) sannolikheten till 43 procent att USA:s centralbank har sänkt räntan i oktober (se bild nedan). Innan Federal Reserves möte den 1/5 var motsvarande sannolikhet större än 50 procent, nu är oddsen ungefär 50/50 för en höjning i december. Centralbankens retorik i samband med räntebeskedet var betydligt mindre mjuk än förväntat, vilket i praktiken innebar att marknaden senarelade den första förväntade räntesänkningen ett kvartal. Sannolikheten för att styrräntan har höjts från dagens nivå i höst är dock fortfarande noll procent.

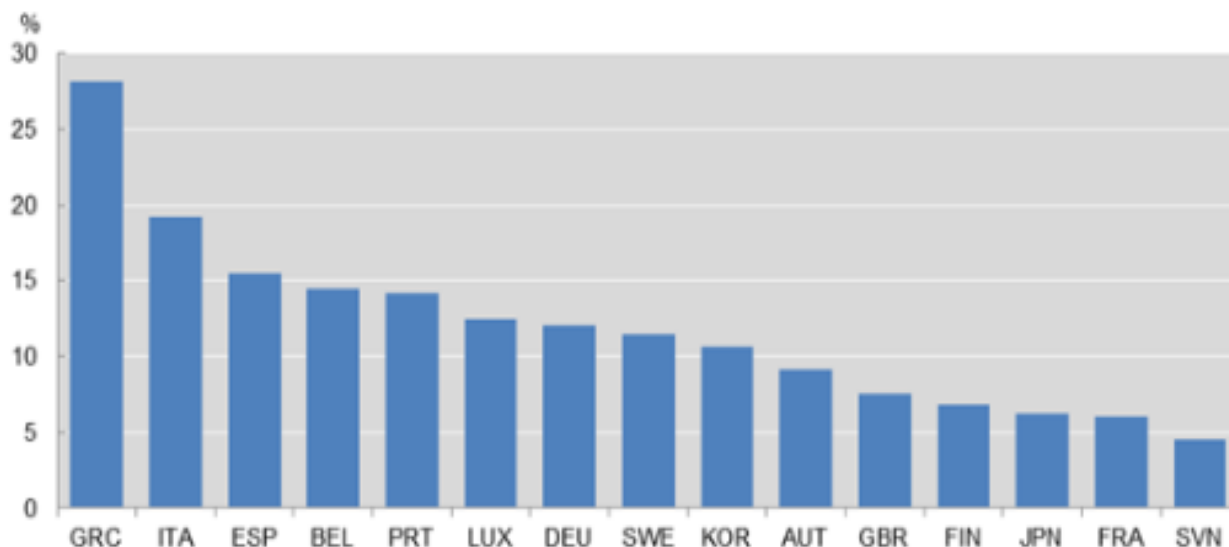
Sammantaget har centralbankernas aktiviteter de senaste månaderna tryckt ner världsmarknadsräntorna med cirka 40 räntepunkter vilket motsvarar ett fall med närmare 25 procent (se bild ovan till vänster). Dessutom har Kinas myndigheter redan satt in en räckta åtgärder för att förhindra en djupare nedgång.

...men skapar Zombies

Den våldsamma monetära stimulansen i Eurozonen, Japan, Sverige, Storbritannien med flera, har visserligen bäddat för återhämtningen efter *Den Stora Recessionen*. Priset man fått betala är dock att den gigantiska injektionen av gratispengar förmodligen bidragit till att sänka tillväxtpotentialen och förstärka *Den Nya Normalen*. Skälet är att extremt låga räntor under mycket lång tid gör lågproduktiva investeringar (kortsiktigt) lönsamma och tillåter lågproduktiva företag att leva på lånad tid. Exempelvis har OECD⁴ uppmärksammat den växande andelen så kallade Zombieföretag och analyserat hur dessa bidragit till den vikande produktivitetstrenden det senaste decenniet, genom att tränga undan mer produktiva verksamheter.

⁴ "Confronting the Zombies: Policies for Productivity Revival", Andrews, Adalet McGowan och Millot, OECD 2017. Zombieföretag definieras som företag som är äldre än 10 år och haft en räntetäckningsgrad <1 under tre år i rad. Detta innebär att företagens rörelseresultat inte täckt ränteutgifterna.

Andelen "sänkt kapital" i Zombieföretag 2013



Källa: OECD, Adalet McGowan, Andrews och Millot (2017), baserat på ORBIS data.

Föga överraskande är länder som Grekland och Italien värst ute med 20-30 procent av kapitalet helt bundet till Zombieföretag men även Sverige uppvisar en betydande andel (se bilden ovan). Med en så stor andel Zombieföretag redan i en extrem lågräntemiljö, riskerar stigande räntor att utlösa en kraftig våg av dåliga lån och betydande finansiella risker.

Samband inte som förr

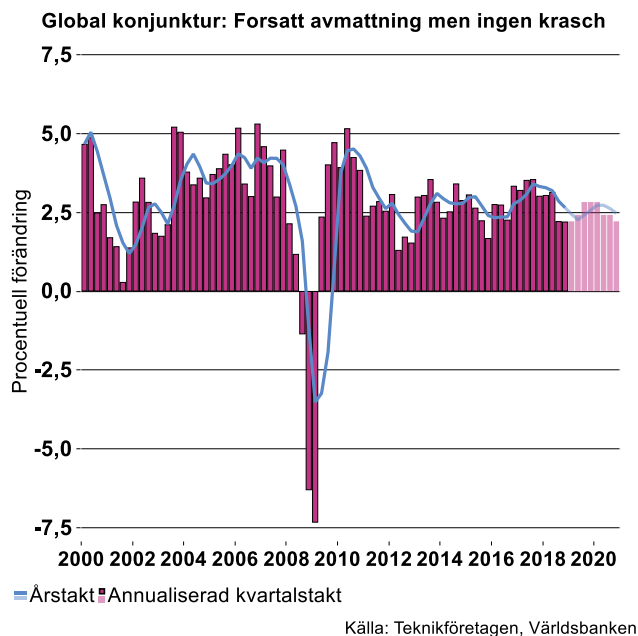
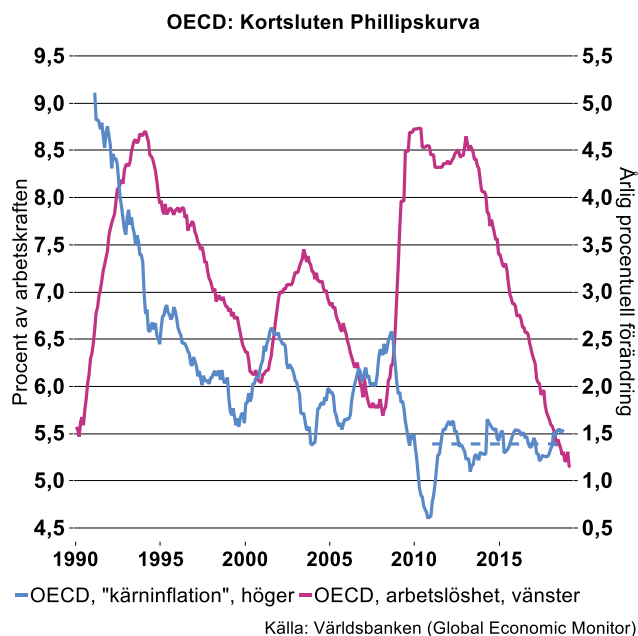
Det är slående hur sambandet mellan resursutnyttjande och inflation – Phillipskurvan – kortslutits på senare år, inte bara på nationell nivå, utan även i OECD som helhet. Sedan toppnoteringen i maj 2010 har arbetslösheten i OECD fallit från närmare nio procent till drygt fem procent. Samtidigt finns det inga som helst tecken på att den underliggande inflationen är på väg att ta fart, sedan 2011 har kärninflationen legat spikad kring 1,5 procent (se bilden nedan till vänster).

Teknikföretagen räknar med att de strukturella krafter som hållit tillbaka inflationen såväl på global som nationell nivå, kommer att fortsätta verka även framgent:

- Svagare produktivitetstrend trycker ner reallöneökningarna globalt.
- Globalisering och digitalisering skärper den globala konkurrensen och pressar ner löner och priser. Denna process måste dock rimligen så småningom upphöra.
- Alltmer internationaliserade varu- och arbetsmarknader kortsluter sambandet mellan nationellt resursutnyttjande å ena sidan, och löner och priser å andra sidan.
- Ihållande låg inflation har pressat ner inflationsförväntningarna.

Så länge det låga underliggande inflationstrycket består kan centralbankerna fortsätta sin försiktiga strategi, vilket minskar risken för en djup global recession. Skulle situationen förvärras har dessutom Federal Reserve en hel del ammunition att bränna av i form av räntesänkningar. Det historiska mönstret visar att USA:s centralbank inte tvekar att stimulera ekonomin om arbetsmarknaden påtagligt försämras.

Teknikföretagen förutser därför visserligen en rejäl global avmattning under 2019 till början av 2020 men att ytterligare stimulanser från centralbanker – och i vissa fall finanspolitiken – får världsekonomin att långsamt återhämta sig mot slutet av nästa år. Vi räknar med att världsekonomin bromsar till 2,5 procent i år jämfört med tre procent 2018. Nästa år räknar vi med 2,6 procent global tillväxt, det vill säga i paritet med genomsnittet för perioden 2011-2018 (se bilden nedan till höger).



► INVESTERINGSVAROR: ÅTERIGEN NER UNDER BNP

För EU-länderna och USA utgör investeringsvaror knappt hälften av teknikindustrins förädlingsvärde och för Sverige drygt hälften. Global efterfrågan på investeringsvaror och dess variation är därför av stor vikt för affärsaktiviteten i teknikindustri. Efterfrågan på investeringsvaror tilltog under 2017 men har därefter avtagit. Detta har medfört att produktionsstillväxten för global maskinindustri ökade med hela nio procent 2017 men dämpades till en ökning på 6,5 procent i genomsnitt i fjol. Inbromsningen för maskinindustrin har fortsatt och tillväxten har avtagit till preliminärt 4,5 procent första kvartalet 2019.

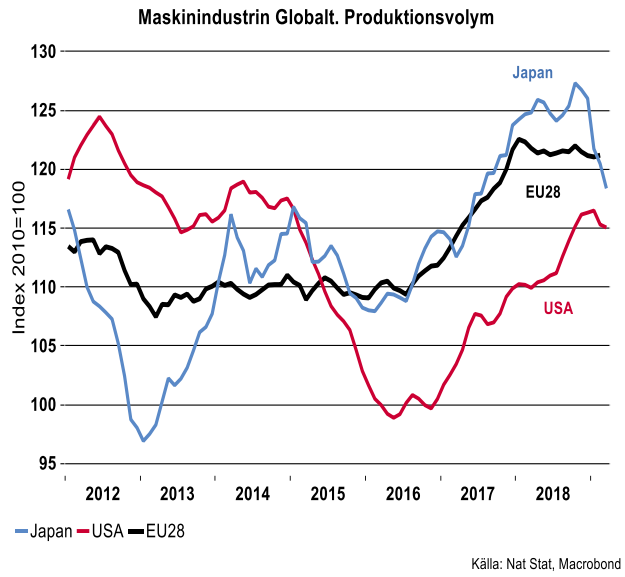
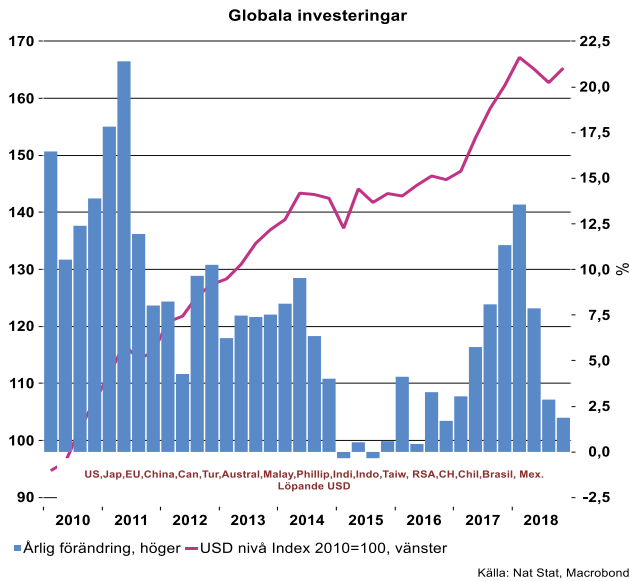
Sprettar något

Att tillväxten i global maskinindustri fortfarande är positiv beror i hög grad på utvecklingen i Kina. Exkluderas Kina *minskar* produktionen i maskinindustrin preliminärt med 1,4 procent i årstakt första kvartalet i år.

Till följd av sin storlek är det framför allt tillväxten för maskinindustrin i EU-länderna som bidragit till det globala utfallet för närvarande. Under första kvartalet i år var här produktionsnivån preliminärt en knapp procentenhet lägre än första kvartalet i fjol samtidigt som produktionsnivån i stort sett varit oförändrad sedan tredje kvartalet i fjol. Inte minst är det i den ledande nationen för maskinindustri, Tyskland, som tillväxten minskat under första kvartalet följt av Italien. Frankrike håller sig ännu så länge marginellt över nollstrecket, något som vi inte räknar med ska fortsätta.

I USA har efterfrågan på investeringsvaror hållts uppe som följd av inhemska skattestimulanser som ökat efterfrågan på maskinutrustning. Denna hemmagjorda effekt klingar nu av allt mer samtidigt som amerikansk maskinindustri inte är immun mot en avtagande internationell efterfrågan på investeringsvaror. (Se även avsnittet för USA på sidan 18).

I Japan har produktionsnedgången för maskinindustrin varit omfattande sedan tredje kvartalet i fjol vilket också är fallet för Korea. Vi får leta ordentligt efter länder med ett uppsving i investeringar och hamnar då i Norge vilket är nog så viktigt för Sverige. Norge visar ringa samvariation med övriga världen som följd av ett högt beroende av inhemsk offshore-industri.

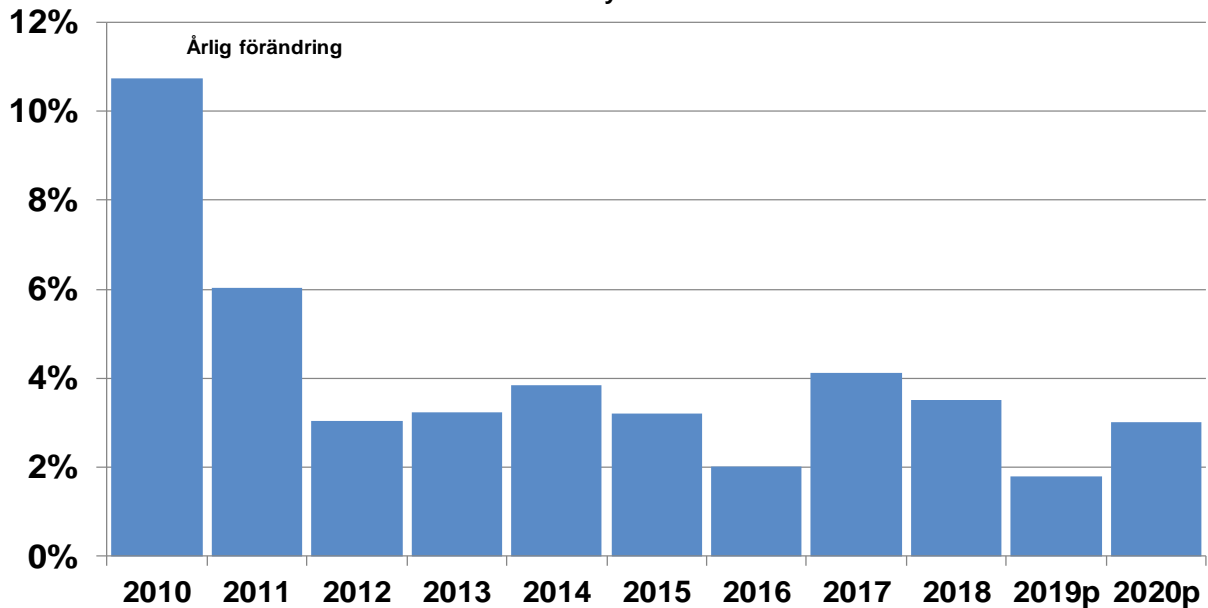


Senare

Global efterfrågan på investeringsvaror fortsätter att avta under 2019 för att under senare delen av 2020 förbättras något. Detta scenario grundar sig på den analys av global ekonomi vi skisserar på sidan 12. Tillväxten i produktivitet och driftsöverskott behöver tillta och enhetsarbetskostnader reduceras. Men att återställa produktivitet, enhetsarbetskostnader samt vinster tar erfarenhetsmässigt tid, eller allt mellan fyra till åtta kvartal, innan de får en positiv inverkan på investeringsklimatet.

Nu ska man inte få den uppfattningen att världen har slutat att investera. Tvärtom, de årliga globala investeringarna uppgår till omkring 20 000 Mdr USD. Men tillväxten avtar 2019-2020 efter de två starka åren 2017-2018. I fjol ökade globala investeringar enligt våra skattningar med 3,5 procent i volym (4,1 procent år 2017) men inskränker sig till en ökning på knappt två procent i år och till tre procent nästa år.

Globala investeringar. Volym



Källa: UN National accounts. Prognos Teknikföretagen

► MOTORFORDON: BESVÄRLIG PERIOD

Global motorfordonsindustri är inne i en besvärlig period. Det är två faktorer som främst påverkar utvecklingen för närvarande, dels Kina och dels passering av cyklisk försäljningstopp i EU och USA. I bakgrunden ligger visserligen litium/nickelfordon och jäser med höga tillväxttal, men de utgör knappast ett komplement till petroleumfordon.

Betydligt lägre global tillväxt än vad vi har varit vana vid eller till och med minskad tillväxt beroende på fordonsslag, medför att det blir allt svårare för många tillverkare att ta marknadsandelar samt att vinstmarginaler kommer under press. Denna lägre tillväxt har dessutom inneburit reduktion av produktionskapacitet. Exempelvis har Ford inte längre lust att tillverka personbilar i Ryssland och Hyundai/Kia vill stänga en fabrik i Kina. Samtidigt satsas det också rätt friskt bland många tillverkare trots gott om kapacitet. Så öppnar exempelvis Daimler en anläggning i Ryssland nu under våren. I den bemärkelsen följer utvecklingen i någon mån skolboken för monopolistisk konkurrens, det vill säga ”vårt varumärke kommer att lyckas men inte andras”.

Få hade räknat med eller vågade inte räkna med att försäljningen av personbilar och lätta kommersiella fordon i Kina skulle minska i fjol. Nedgången blev tre procent, från 28,6 miljoner enheter år 2017 till 27,7 miljoner. Redan år 2016 och 2017 var försäljningen på väg att avta men hölls uppe av diverse subventioner, så lite av det underliggande utfallet i fjol var därmed på känn.

För Kina räknar vi med att bland annat reducering av momssatser kan hålla liv i försäljningen i år. Samtidigt har inte myndigheterna lust att subventionera elfordon i samma utstäckning som tidigare. I stället är det bättre att vänta in lägre priser på dessa genom teknisk utveckling, vilket är en del av syftet med den nya ”billigare” politiken. Försäljningen av personbilar och lätta fordon i Kina bedöms bli oförändrad i år, men minskar med fem procent nästa år i frånvaro av subventioner. Först 2021-2023 kan försäljningen av nya fordon åter komma igång, till följd av att fordon som såldes under boomen 2008-2010 börjar bli allt mer skrotfärdiga.

Hur man än vrider och vänder på subventionspolitiken i Kina eller frånvaro av sådan, visar den underliggande efterfrågan på personbilar och lätta kommersiella fordon ändå inget annat än måttnad likt det vi ser och har sett för andra varaktiga konsumtionsvaror. Samtidigt har NDRC (tidigare benämnd Statsplanekontoret) skissat på halvhemliga förslag för att luckra upp systemet med kvoteringar i främst Beijing och Shanghai med effekter som i dagsläget knappast går att bedöma. Samtidigt skulle kanske en ny kvoteringspolicy inte få speciellt stora effekter då trängsel är mer än ett litet problem i dessa megastäder.

EU - trögt även 2019-2020

Försäljningen av personbilar och lätta kommersiella fordon inom EU nådde 17,25 miljoner enheter i fjol vilket var en begränsad ökning på 0,6 procentenheter jämfört med året innan. Utfallet 2018 var i hög grad påverkat av nya emissionsregler vilket fick försäljningen att minska i hög omfattning under andra halvåret.

Under första kvartalet i år har personbilsförsäljningen börjat närma sig tidigare normala nivåer efter nedgången andra halvåret i fjol. Trots denna normalisering var försäljningen 2017-2018 den högsta på tio år och vi förväntar oss inte en ökad försäljning i år. Den bedöms i stället bli oförändrad, vilket i och för sig inte är dåligt med tanke på avtagande BNP-tillväxt. Om vi låtsas att UK stannar kvar i unionen förväntas dock försäljningen minska för EU 28 nästa år eller med tre procent. UK eller inte UK, så är uppsvinget i efterfrågan på personbilar i EU 2010-2017 över och vi lämnar den cykliska toppen bakom oss.

Försäljning av lätta kommersiella fordon i EU följer tillväxten i dess BNP och industriproduktion vanligtvis med en eftersläpning på något kvartal. Mot bakgrund av att försäljningen av lätta fordon också nådde tio årshögsta i fjol och att tillväxten i industriproduktion minskar något i år samtidigt som BNP tillväxten blir lägre än de två senaste åren minskar försäljningen av lätta fordon eller med tre procent i år. Även nästa år förväntas försäljningen minska i samma omfattning som i år.

För USA räknar vi med att försäljningen av personbilar och så kallade light trucks minskar till 16,8 miljoner enheter 2019, en bedömning som är relativt ljus efter den svaga inledningen på andra kvartalet i år. Nästa år räknar vi en fortsatt tillbakagång till 16,6 miljoner. Även här är detta en följd av en cyklisk nedgång i efterfrågan.

Allt tyngre för tunga

Orderingången för de tre stora eller Daimler, Volvo (inkl. alla varumärken för båda) samt Scania har börjat avta. På global basis har orderingången för dessa tre minskat från knappt 250 000 enheter första kvartalet i fjol till 218 000 enheter i sista kvartalet i fjol. Det ser inte speciellt trevligt ut vad gäller orderläget för någon av dem på i stort sett samtliga större marknadsområden. För Volvo och Daimler, som rapporterat första kvartalet, minskade orderingången i Asien med 26 procent första kvartalet i årstakt och i Nordamerika med 20 procent i årstakt sista kvartalet i fjol och med ”a whopping” 70 procent första kvartalet i år. De två senaste kvartalens minskning kom dock efter en rejäl skjuts uppåt på rekordhöga 335 000 enheter för de två under 2018 (främst i USA. Scania säljer som bekant inga tunga fordon i USA). År 2019 är fullbokat för Volvo och Daimler. Fylls inte orderböckerna på framöver blir det inte mycket till momentum år 2020 i Nordamerika. Det mesta inför nästa år talar för en upprepning av den nedgång vi såg 2015-2016 i Nordamerika. Orderingången från Europa för Daimler och Volvo backade 6,5 procent första kvartalet i årstakt.

Mot snittet

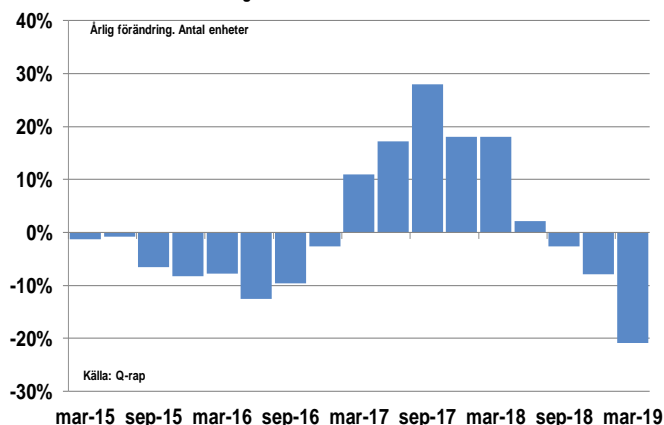
I EU räknar vi med att registreringar av tunga lastvagnar minskar med fem procent i år jämfört med i fjol och når i så fall ca 295 000 enheter. Det är definitivt inte illa, utan skulle i så fall bli fjärde året i rad med registreringar på knappt eller något över den magiska 300 000 nivån. Även här är registreringar känsliga för den allmänna ekonomiska aktiviteten och med hänsyn tagen till att utbytescykeln därutöver (runt tio år) går mot sitt slut talar det för att antal registreringar alltså inte ökar i år. Nästa år förväntas registreringar gå ner mot 260 000 enheter eller ungefär som långsiktigt genomsnitt vilket är en optimistisk bedömning.

Vår modell för att bedöma global produktion och efterfrågan på tunga lastvagnar påverkas av global BNP-tillväxt⁵. Det mesta tyder därmed på att produktionen kryper ner till ca 800 000 enheter i år för Daimler, Scania och Volvo, jämfört med de 850 000 fordon de skruvade ihop globalt under fjolåret. För världen totalt bedöms produktionen minska från fyra miljoner enheter i fjol till 3,8 miljoner i år. Detta är ingen direkt katastrof utan skulle i så fall ändå hamna något över tidigare produktionsnivåer de år då global BNP-tillväxt hamnar på omkring 2,5 procent, exempelvis år 2012 och 2016. Hur som helst är ändå uppsvinget 2017-2018 över för denna gång. Skulle global BNP-tillväxt börja återigen börja röra sig upp emot tre procent under nästa år finns chanser till en stabilisering runt 3,8 miljoner producerade tunga fordon år 2020.

Global orderingång tunga lastvagnar.

Volvo - Daimler

Samtliga varumärken. Exkl Nordamerika

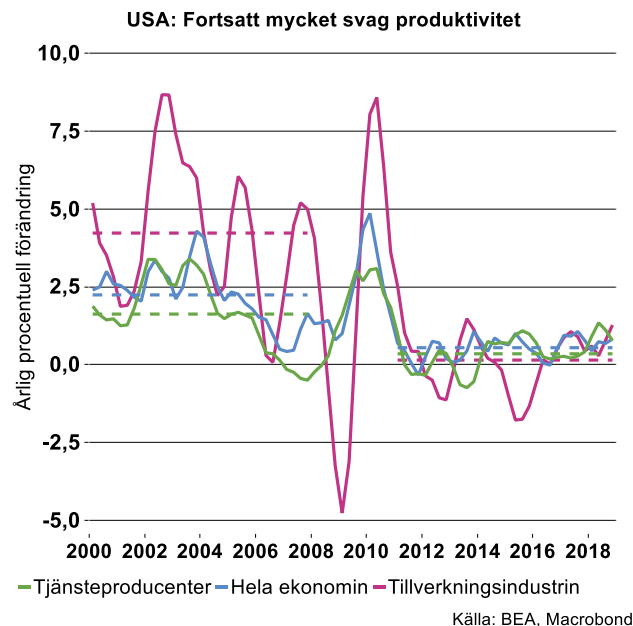
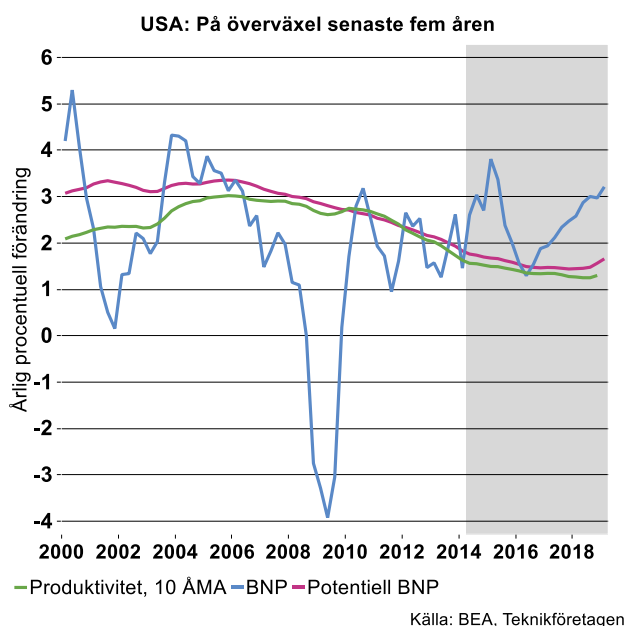


⁵ Vi utgår ifrån att tilltagande/avtagande ekonomisk tillväxt medför ökad/minskad efterfrågan på transportutrustning. Detta förefaller ganska rimligt. Vi utgår från marknadspriser för BNP ej s.k. PPP-baserad BNP

► USA: RAKETBRÄNSLET SINAR

I likhet med i flertalet ekonomier har USA:s tillväxtpotential fallit snabbt de senaste 15 åren. Teknikföretagens estimat visar att man inte ska förvänta sig mer än drygt 1,5 procent BNP-tillväxt i genomsnitt, att jämföra med närmare 3,5 procent i mitten av 00-talet. Visserligen syns små tecken på en stabilisering och möjligen en viss uppgång på sistone men det rör sig än så länge bara om en marginell förbättring (se bilden nedan till vänster).

Även om också arbetskraftsutbudet gradvis bromsat har den främsta bakomliggande faktorn till vikande tillväxttrend varit snabbt avtagande produktivitetstillväxt, från cirka tre procent/år för 15 år sedan till cirka 1,25 procent/år idag. Trots god konjunktur har också produktivitetstillväxten varit fortsatt mycket svag de senaste åren: världens största ekonomi sitter fortfarande fast i *Den Nya Normalen*.

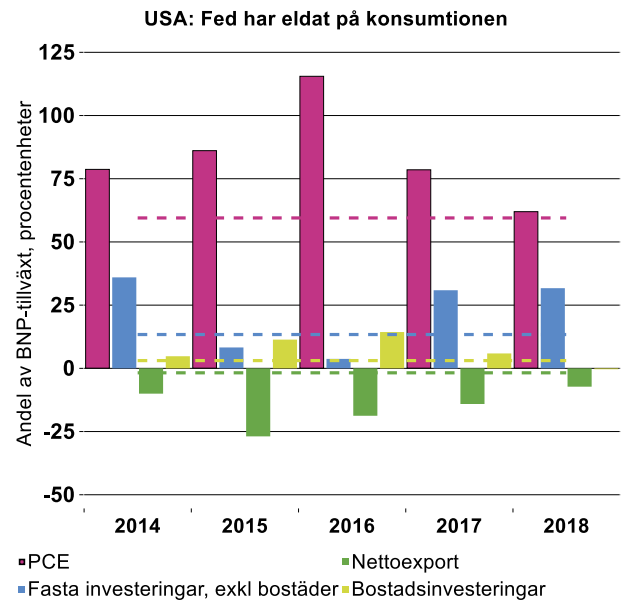
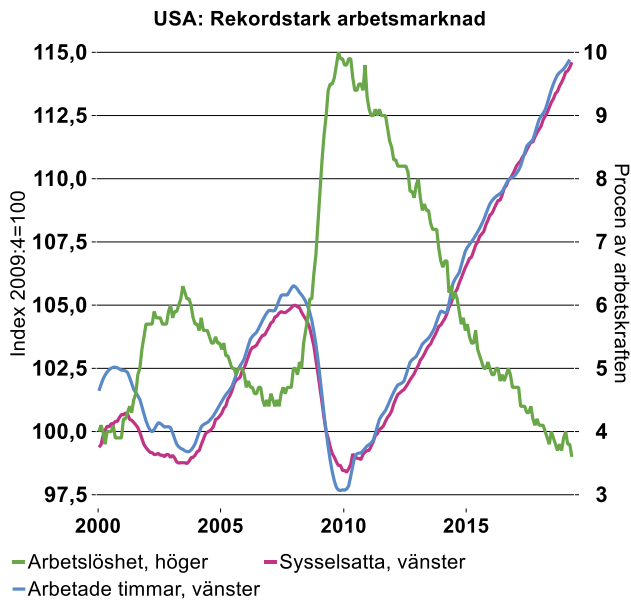


Det är framförallt inom tillverkningsindustrin som produktivitetstillväxten har kollapsat det senaste dryga decenniet, även om också andra sektorer bromsat. Under de heta åren 2000-2007 var produktivitetstillväxten i tillverkningsindustrin i genomsnitt drygt fyra procent per år, sedan 2011 har den stått still (se bilden ovan till höger).

Trots vikande produktivitet har BNP de senaste fem åren vuxit i genomsnitt 2,4 procent per år, det vill säga nästan en procentenhet per år snabbare än potentiell tillväxt. Denna utveckling har varit möjlig, och speglas i, en mycket stark och utdragen förstärkning av arbetsmarknaden. Sysselsättning och arbetade timmar, som stod still mellan 1998 och 2010, har ökat med 17 procent sedan vändpunkten efter finanskrisen medan produktiviteten endast ökat åtta procent. På motsvarande sätt har arbetslösheten, som steg från 4,5 procent till 10 procent under tre år i samband med finanskrisen, fallit till nivåer som inte upplevts sedan slutet av 1960-talet (se bilden nedan till vänster).

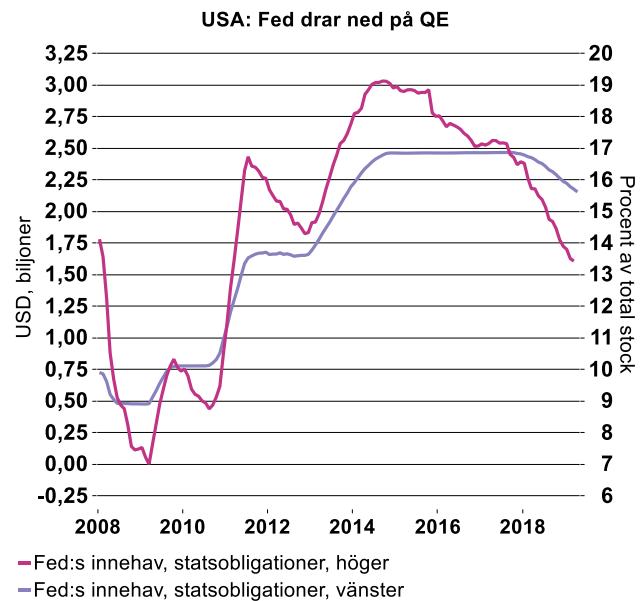
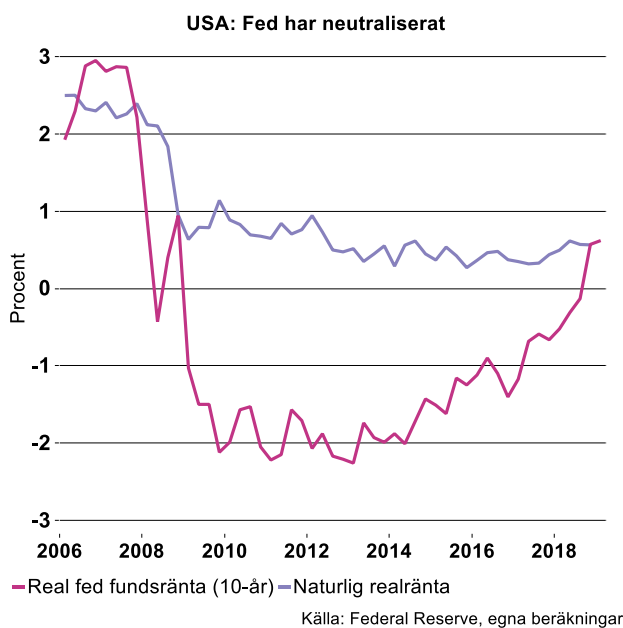
Efterfrågedriven återhämtning efter Den Stora Recessionen

Man kan således konstatera att USA:s utdragna återhämtning efter *Den Stora Recessionen* främst varit efterfrågeledd snarare än produktivitets-/utbudsledd. De enorma penningpolitiska stimulanserna som Federal Reserve pumpade in i ekonomin har fungerat som högoktanigt monetärt bränsle och fått maskinen att varva för fullt, även om utväxlingen inte varit särskilt kraftfull.



Federal Reserve räddade skivan

USA:s centralbank agerade beslutsamt redan i finanskrisens inledningsskede och började sänka styrräntan efter sommaren 2007. Här skiljde man sig för övrigt påtagligt från Riksbanken, som genomförde tre räntehöjningar under loppet av 2008 mitt i brinnande finanskris. Med ett kortare avbrott var USA:s reala styrränta negativ redan från och med mitten av 2008 (se bilden nedan till vänster).⁶

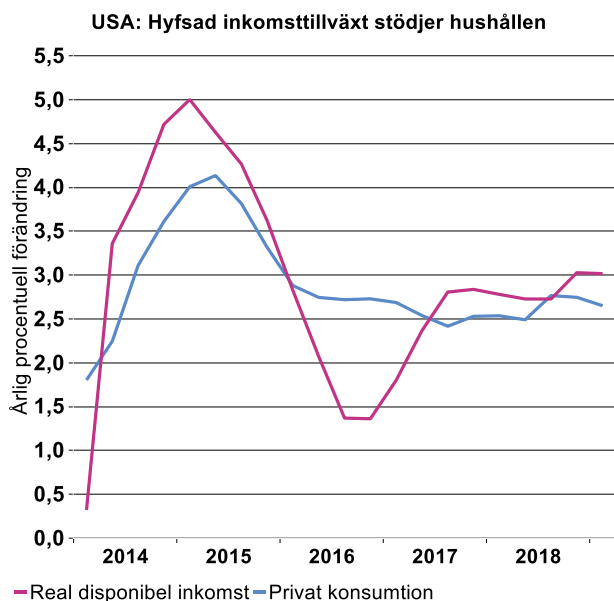


När oron tilltog för att negativa korta räntor inte skulle vara tillräckligt för att få ekonomin att ta fart i början av 2009, började Federal Reserve att köpa statsobligationer med syfte att pressa ner längre marknadsräntor och få fart på kreditväxten. Dessa så kallade kvantitativa lättanordningar ökade sedan snabbt under de följande åren, som mest motsvarade Fed:s innehav 19 procent av den utestående stocken statsobligationer (se bilden ovan till höger).

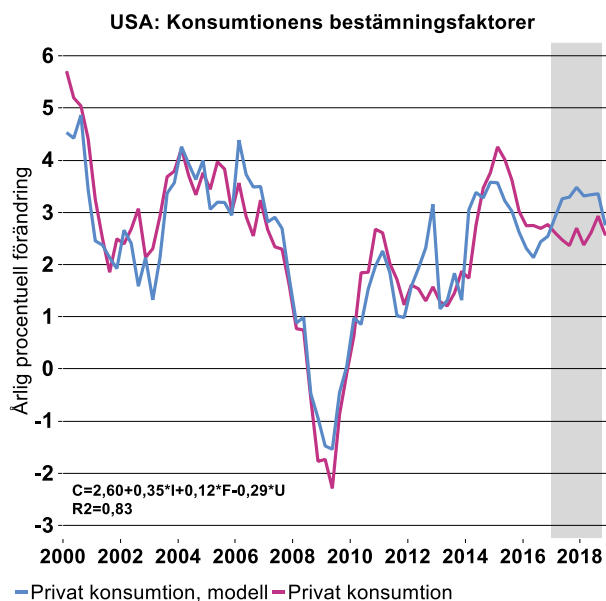
⁶ Styrräntan minus marknadernas inflationsförväntningar på 10-års sikt.

Det är tydligt vilka delar av ekonomin som främst gynnats, respektive hämmats av de expansiva finansiella förhållandena under de senaste årens återhämtning. Föga förvånande och i enlighet med det historiska mönstret har privat konsumtion stått för merparten av BNP-tillväxten. I ett längre perspektiv har konsumtionstillväxten svarat för 60 procent. Under 2014-2017 stod emellertid privat konsumtion för åtminstone 75 procent av BNP-tillväxten och 2016 till och med för mer än hela tillväxten (se bilden högst upp till höger på f.g. sida). De senaste åren har alltså varit skördetid för hushållen med stark arbetsmarknad, god tillväxt i disponibel inkomst, stark börsutveckling och stadigt stigande fastighetspriser.

Under 2017-2018 började bidraget från privat konsumtion till BNP-tillväxten falla mot det historiska genomsnittet, till följd av stigande räntor, börsoro och en viss avkylning i fastighets- och arbetsmarknaden.



Källa: BEA, BLS

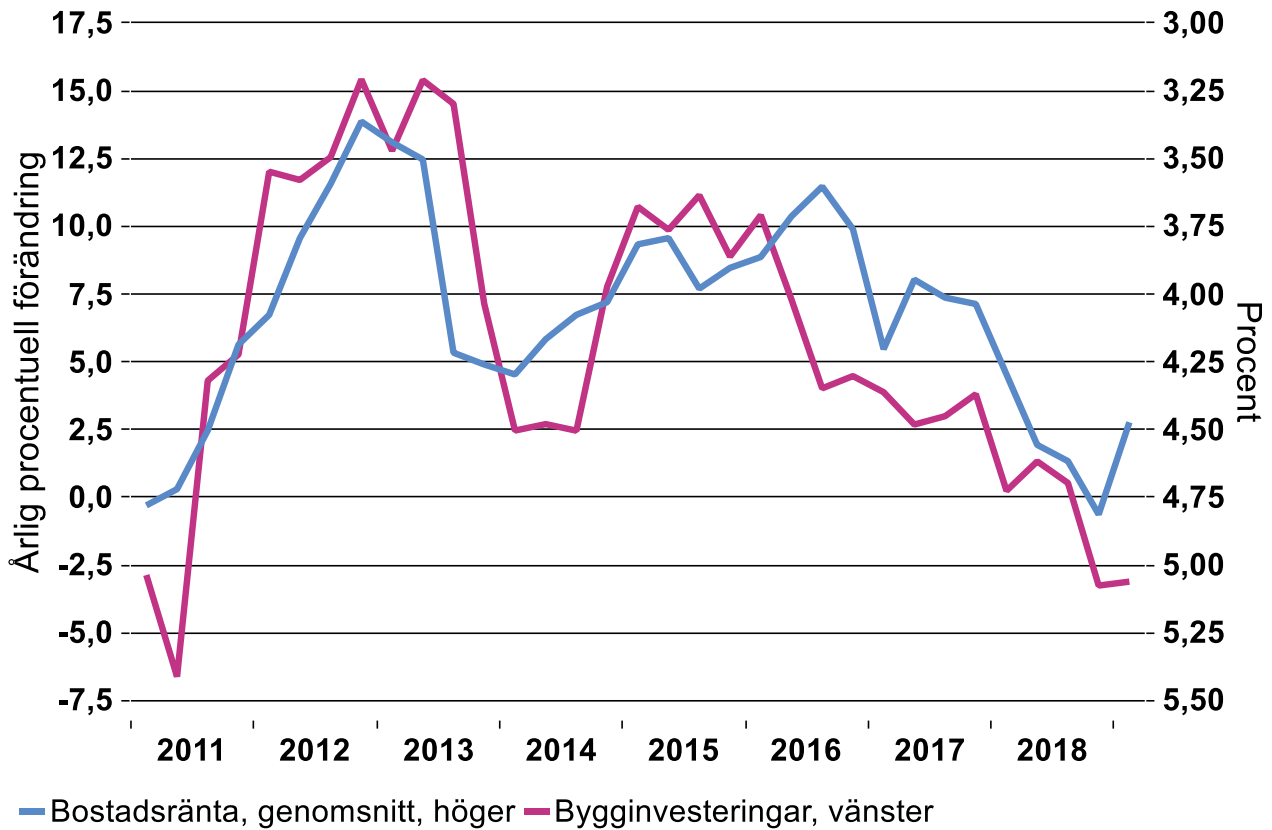


Källa: BEA, Freddie Mac, Teknikföretagen

Med hjälp av en enkel statistisk modell är det möjligt att förklara merparten av variationerna i privat konsumtion med inkomsttillväxten och förmögenhetsutvecklingen. Dessutom har arbetsmarknadsläget ett förklaringsvärde, en låg arbetslöshet ger viss trygghet och bidrar till hushållens köplust (se bilden ovan till höger). Värt att notera är dock att konsumtionstillväxten vid enstaka tillfällen avviker rejält från den bana som ges av modellen. Under 2017 och början av 2018 *borde* således konsumtionen ha vuxit mycket snabbare än vad som blev fallet. Uppenbarligen finns det ytterligare faktorer som från tid till annan påverkar hushållens konsumtion. Konsumtionen utvecklades fortsatt måttligt under första kvartalet 2019. Eftersom vi dessutom ser framför oss en gradvis långsammare sysselsättningsökning, stigande arbetslöshet och måttligare inkomsttillväxt, lär privat konsumtion inte bidra lika mycket till BNP under kommande år.

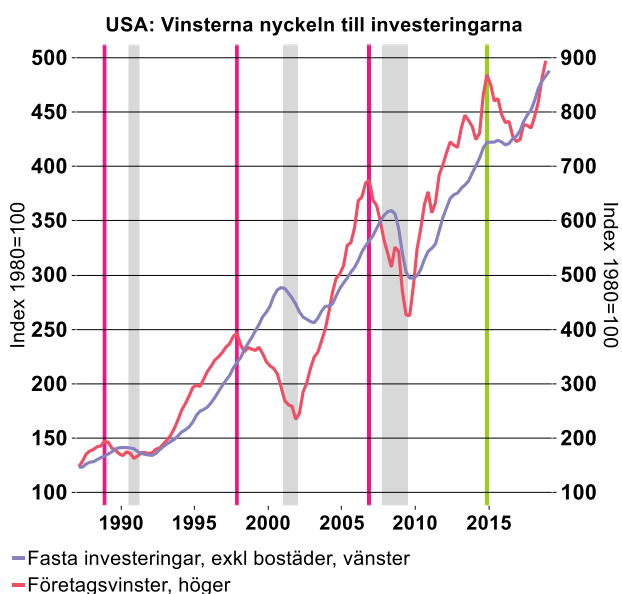
En annan sektor som gynnats av låga räntor och generösa finansiella förhållanden är de räntekänsliga bostadsinvesteringarna. Under åren 2014-2017 var bidraget från bostadsbyggandet till BNP-tillväxten relativt stort, 5-15 procent, jämfört med det historiska genomsnittet på tre procent. Under 2018 slog bidraget istället om till svagt negativt, främst som en konsekvens av högre räntor. Sedan mitten av 2016 har bostadsinvesteringarna bromsat från tvåsiffriga tillväxttal till ett rejält fall, samtidigt som bostadsräntorna steg med närmare 1,5 procentenheter (se bilden nedan). Tack vare att bostadsräntorna fallit i början av 2019 finns det hopp om en viss stabilisering av bostadsbyggandet i det korta perspektivet.

USA: Räntekänsliga bostadsinvesteringar

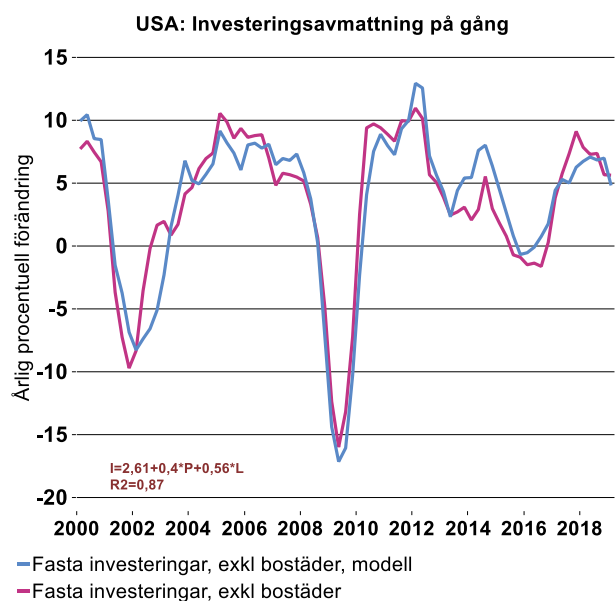


Källa: BEA, FHFA

Fokuserar vi istället på investeringar utanför bostadssektorn, som generellt sett inte är särskilt räntekänsliga, framträder ett annat mönster. Efter ett par år med mycket svagt bidrag till BNP, tog investeringarna fart och bidrog med mer än 25 procent till BNP-tillväxten under 2017-2018 (se bilden överst till höger på sid 18).



Källa: BEA

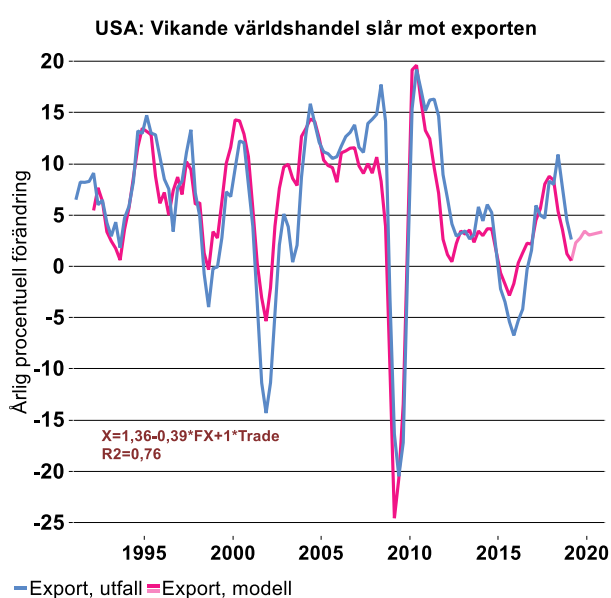


Källa: BEA, Teknikföretagen

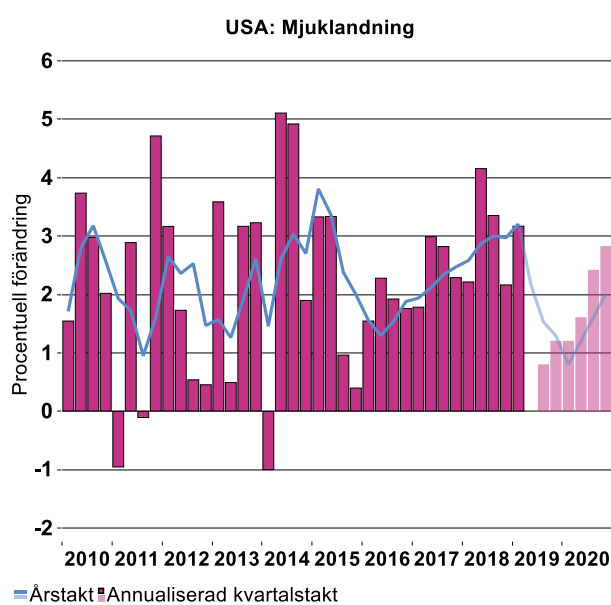
I ett längre perspektiv är nyckeln till investeringarna näringslivets lönsamhet. Historiskt har ofta kraftiga vinstomslag, med varierande fördröjning, förebådat snabba fall i investeringar och därmed recessioner. Så var exempelvis fallet 1990, inför IKT-kraschen runt millennieskiftet och innan *Den Stora Recessionen* 2008-2009 (se bilden ovan till vänster). Intressant att notera är dock att det kraftiga vinstfallet som inträffade 2015-2016 visserligen utlöste en utplaning men inget ras för investeringarna.

Som Teknikföretagen tidigare påpekat rusade näringslivets lönsamhet under 2018, inte minst tack vare regeringens massiva sänkningar av företagsskatterna. I år och nästa år genomförs inga skattesänkningar samtidigt som industrikonjunkturen mattas betydligt, vilket sammantaget talar för att investeringskonjunkturen kommer att vika. Vi ser redan tydliga tecken på begynnande svaghet i kortsiktiga ledande indikatorer som produktionen och leveranserna⁷ i tillverkningsindustrin. Bilden ovan till höger visar att dessa indikatorer förklarar närmare 90 procent av svängningarna i investeringarnas årstakt. Industridata pekar således mot en betydande avmattning i investeringarna i början av 2019.

De senaste årens ekonomiska miljö har inte varit gynnsam för USA:s nettoexport.



Källa: BEA, CPB, Teknikföretagen



Källa: BEA, Teknikföretagen

Kombinationen av stark(are än i omvärlden) hemmaefterfrågan och rejäl dollarförstärkning har varit en häxbrygd. Även om USA, tack vare sin stora hemmamarknad, är relativt immun mot globala konjunktursvängningar, så har nettoexporten bidragit rejält negativt under 2014-2018. Med tanke på den svaga världshandeln framöver synes förutsättningarna för exporten att agera lokomotiv inte vara särskilt goda. Även med antagandet om stabil dollar de närmaste åren talar detta för en fortsatt svag exporttillväxt (se bilden ovan till vänster).

Sammanfattningsvis har USA:s hemmamarknad gynnats av expansiv politik de senaste åren, vilket tillåtit ekonomin att växa betydligt snabbare, både än sin långsiktiga potential och än jämförbara ekonomier. Visserligen har centralbanken gradvis plockat bort godiset från bordet men i gengäld har regeringen dukat för en ny sittning bestående av rejäla skattesänkningar för såväl hushåll som näringsliv. Samtidigt har den starka hemmamarknaden och de senaste årens policymix tyngt nettoexporten: Den starka dollarn har agerat sänke för exporten medan den expansiva finanspolitiken och starka privata efterfrågan givit skjuts till importen.

Den avmattning som kunnat noteras i slutet av 2018 är således helt naturlig och reflekterar en kombination av penningpolitisk åtstramning och vikande världskonjunktur. De närmaste åren får USA räkna med betydligt sämre förhållanden i takt med att stimulanserna ebbat ut och den globala konjunkturen fortsätter att kylas av.

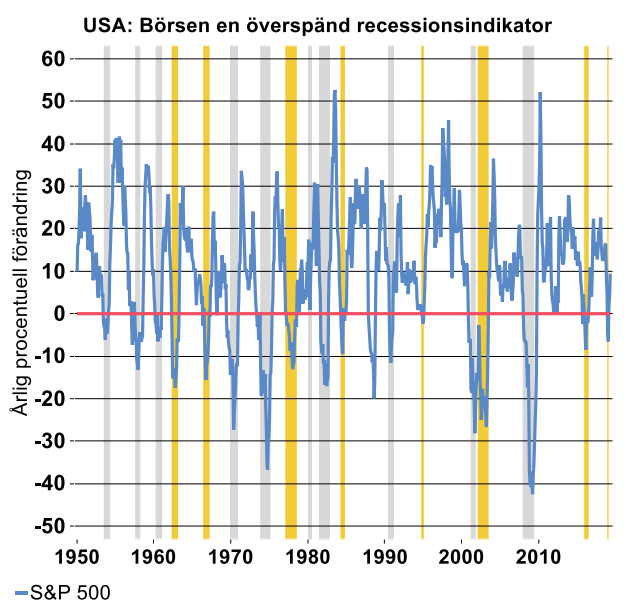
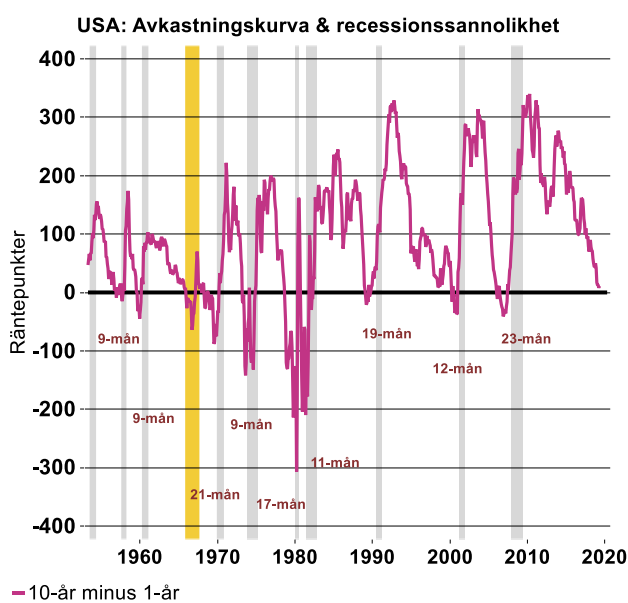
⁷ Exklusive flygplan och försvarsmateriel.

Recession nästa?

Frågan är då om USA står inför en mjuklandning eller någonting värre? Svaret kan möjligen sökas i USA:s finansmarknader. Bilden nedan till vänster visar skillnaden mellan räntan på långa och korta statsobligationer i USA sedan 1960, de skuggade områdena i bilden representerar recessioner.

Som synes har långa räntor nästan alltid varit högre än korta räntor. Endast vid ett fåtal episoder har det motsatta gällt, det vill säga att korta räntor har stigit över långa, och detta har varje gång utom en, förbådat en recession (undantaget var 1966-67). När detta inträffar brukar man på fackspråk säga att *avkastningskurvan blir inverterad*.

Det fiffiga är också att avkastningskurvan historiskt har inverterat ett antal månader innan recessionerna, vilket innebär att den är en genuint ledande recessionsindikator. Problemet är dock att tiden mellan signal och recession har varierat kraftigt över tid. Som minst har recession inträffat 9 månader efter inverteringen (1957, 1961 & 1973) och som mest har fördröjningen varit hela 23 månader (2006). Som framgår av bilden har obligationsmarknaden de senaste månaderna balanserat nära det röda strecket.



Samtidigt har det framförts argument för att avkastningskurvan inte är lika tillförlitlig denna gång. Vissa hävdar att marknadskrafterna har satts ur spel på grund av de gigantiska köpen av statsobligationer som genomfördes av Federal Reserve i finanskrisen kölvatten. Konsekvensen skulle då vara att längre räntor är artificiellt låga/avkastningskurvan artificiellt flack och därför inte att lita på. Tyngden i detta argument är emellertid tveksam, visserligen har centralbanken köpt stora kvantiteter obligationer med längre löptider men köpen av obligationer med kortare löptid har varit betydligt större. Detta skulle till och med kunna betyda att effekten av Fed:s så kallade QE faktiskt är att göra avkastningskurvan brantare.

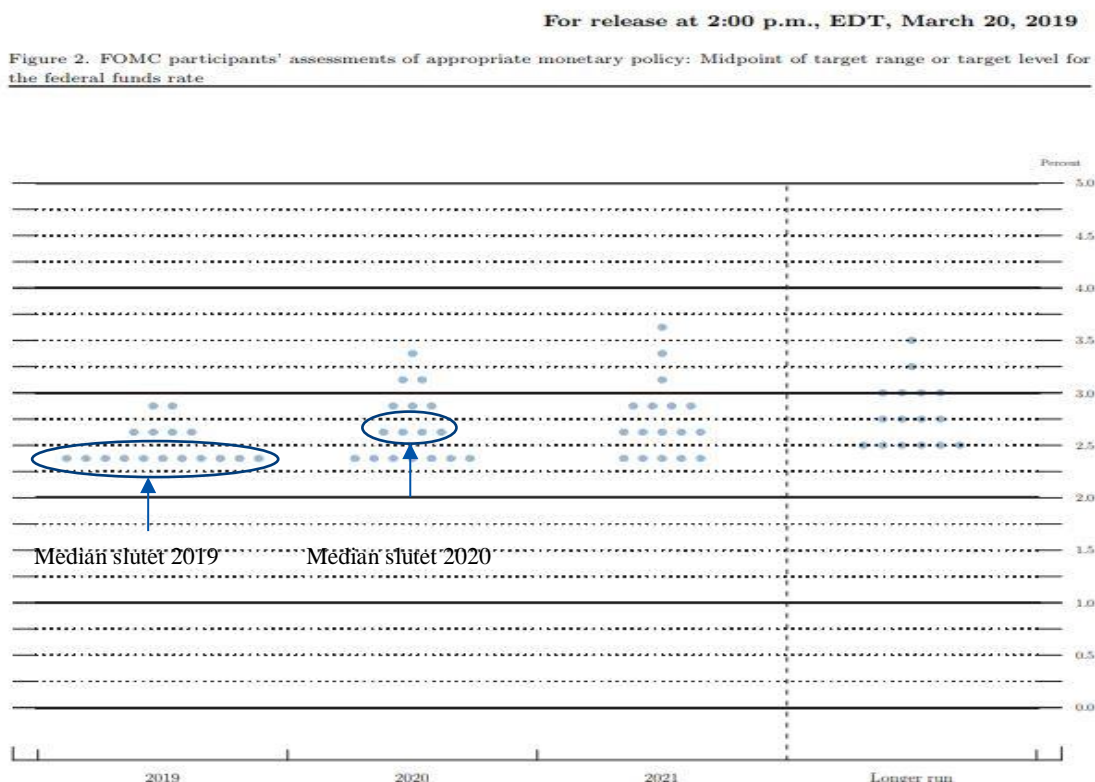
Sedan början av 2017 har emellertid avkastningskurvan successivt blivit allt flackare och de senaste månaderna närmast sig recessionssignalen. Nyckelspelare som Federal Reserve är mycket medvetna om avkastningskurvans starka prognosförmåga och det är ingen tvekan om att utvecklingen på räntemarknaden varit den avgörande faktorn bakom omsvängningen i centralbankens signalering de senaste månaderna. Däremot finns det anledning att ta perioder med börsfall med större lugn. Det finns visserligen inte någon entydig recessionssignal i aktiemarknaden men betydande börsfall har långt ifrån alltid förbådat en ekonomisk nedgång i USA (se bilden ovan till höger). De gula markeringarna illustrerar episoder, den senaste under hösten 2018, då USA-börsen fallit i årstakt utan att följas av en omedelbar recession.⁸

⁸ Det finns anledning att påminna om ett berömt citat från 1966 av Paul Samuelson, den första pristagaren av *Nobelpriset i ekonomi*.

Än så länge håller sig avkastningskurvan på rätt sida noll-strecket vilket vi väljer att tolka som att USA kommer att klara sig från recession de närmaste kvartalerna. Vi räknar med att BNP växer med 2 procent 2019 och med 1,5 procent 2020.

Vad blir Federal Reserves nästa steg?

Som nämns ovan har USA:s centralbank kraftigt ändrat sin retorik de senaste månaderna. Under våren har man släppt alla planer på att höja räntan under 2019 och räknar endast med en räntehöjning 2020 (se bilden nedan). Varje punkt visar den prognos som enskilda ledamöter av centralbankens direktions gör för styrräntan vid olika tidpunkter, medianbedömningen för slutet av 2019 respektive 2020 är nu 2,4 procent /2,6 procent.

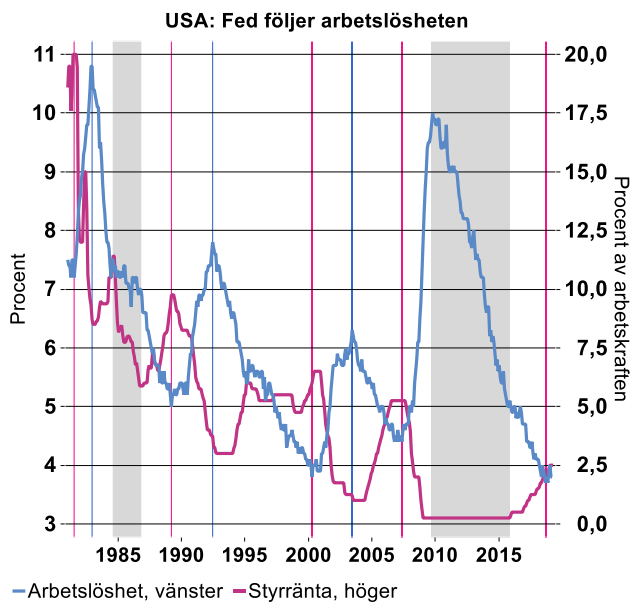


Källa: Federal Reserve

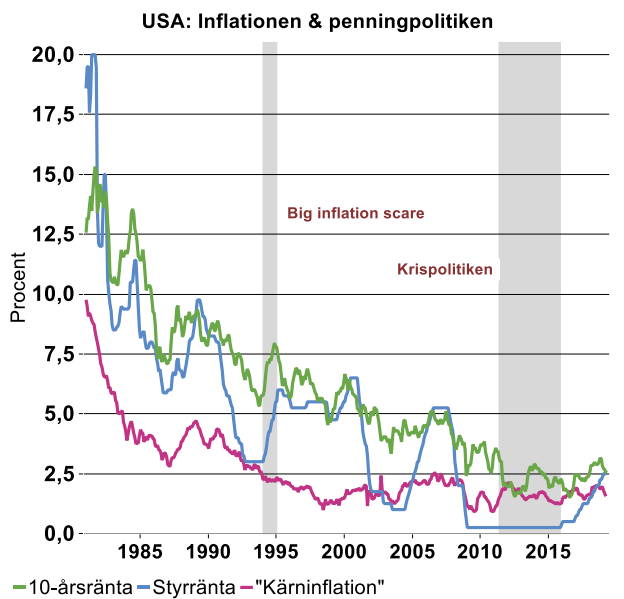
Nu är ju inte Fed-ledamöternas medianprognos nödvändigtvis densamma som utfallet eller ens den bästa bedömningen. Frågan är om vi, baserat på historiska samband, kan prognosticera centralbankens framtida penningpolitik med hyfsad precision? Helt enligt läroboken visar det sig att USA:s centralbank använt utvecklingen på arbetsmarknaden som styråra för politiken. Närmare bestämt har vändpunkter i arbetslösheten även signalerat vändpunkter för styrräntan (se bilden nedan till vänster). Med två undantag – gråmarkerade i bilden - har således en sekvens av räntehöjningar/räntesänkningar inletts någon månad efter att arbetslösheten börjat att falla/stiga:

- 1984-1987 när Fed sänkte räntan trots fallande arbetslöshet, som en reaktion på snabbt fallande inflation efter Volckers chockterapi, och
- under 2011-2015 då efterbörden till finanskrisen och oron för en deflationsspiral höll Fed:s finger från avtryckaren trots snabbt fallande arbetslöshet: *krispolitiken*.

“To prove that Wall Street is an early omen of movements still to come in GNP, commentators quote economic studies alleging that market downturns predicted four out of the last five recessions. That is an understatement. Wall Street indexes predicted “nine out of the last five recessions”! And its mistakes were beauties.”



Källa: BLS, Federal Reserve



Källa: BLS, Federal Reserve

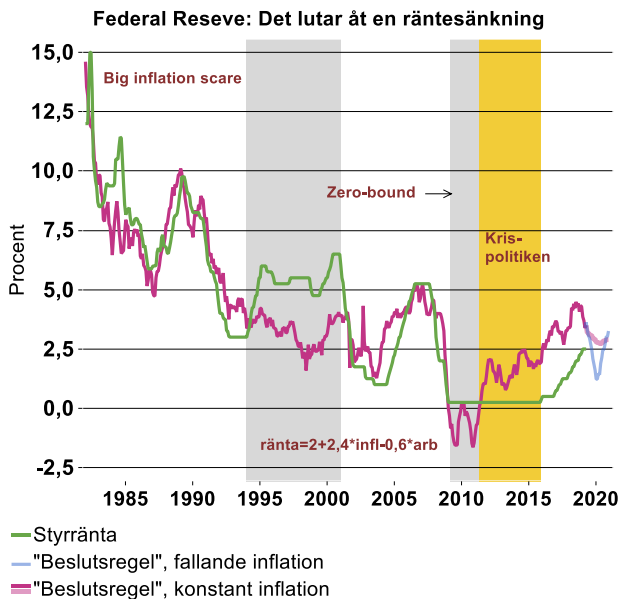
Framåtblickande centralbank

Hur förhåller sig då Federal Reserve till inflationen, borde inte detta vara centralbankens främsta indikator? Intressant nog har USA:s centralbank inte i första hand lagt om kursen som en reaktion på svängningar i inflationen (se bilden ovan till höger). Däremot reagerade man kraftfullt när obligationsräntorna började dra iväg ordentligt i samband med 1994-års *Big Inflation Scare*. Vid den tidpunkten var centralbanken orolig för att stigande marknadsräntor hade ett väsentligt prognosvärde för framtida inflation, det vill säga att centralbankens trovärdighet höll på att erodera. I efterhand visade det sig att det var falskt alarm, inflationen tog inte fart. En alternativ tolkning är att Fed:s kraftfulla reaktion cementerade inflationsförväntningarna och förhindrade inflationen från att ta fart.

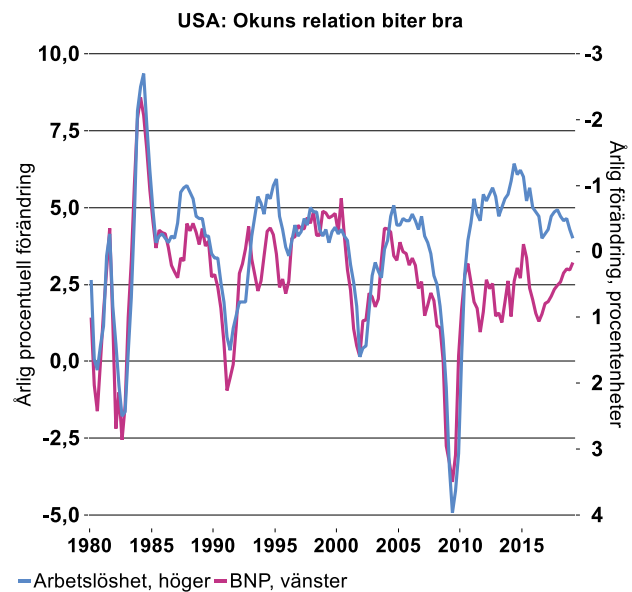
Det är för övrigt fullt rimligt att centralbanken låter politiken reagera på förändringar i arbetslösheten och inte i inflationen, tumregeln är (har varit⁹) att *dagens inflation speglar gårdagens resursutnyttjande*. Exempelvis innebär låg/hög arbetslöshet idag – ofta den bästa indikatorn för resursutnyttjandet - accelererade/bromsande löner och priser inom några kvartal. Med hjälp av statistiska metoder kan man i efterhand spåra på vilka grunder Federal Reserve har baserat sin politik. I bilden nedan till vänster visar den röda kurvan vilken styrränta som hade gällt om centralbanken hade reagerat på arbetslösheten och inflationen i linje med sin statistiskt skattade *beslutsregel*¹⁰.

⁹ Som Teknikföretagen berört tidigare speglar löne- och prisutvecklingen i de flesta länder, inklusive USA, numera i allt mindre utsträckning inhemskt resursutnyttjande: Phillipskurvan är, om inte död, så åtminstone betydligt flackare än historiskt.

¹⁰ En procentenhet högre *kärninflation* har i genomsnitt medfört 2,4 procentenheter högre styrränta, allt annat lika. En procentenhet högre arbetslöshet har i genomsnitt medfört 0,6 procentenhet lägre styrränta, allt annat lika. Med kärninflation avses deflatorn för privat konsumtion, exklusive mat och energi. Begreppet *beslutsregel* ska inte tolkas bokstavligt. Den är helt enkelt den bästa beskrivningen av Fed:s politik med facit i hand.



Källa: BLS, Federal Reserve, Teknikföretagen



Källa: BEA, BLS

Visserligen beskriver beslutsregeln väl Federal Reserves beteende i genomsnitt, men tidvis har den förda politiken avvikit väsentligt från regeln.

- I kölvattnet av *Big Inflation Scare* 1994, där centralbanken strävade efter att upprätthålla trovärdigheten. Då låg styrräntan kvar långt över beslutsregeln under flera år, för att återgå först i samband med recessionen 2001 efter Kuwaitkriget.
- I samband med *Den Stora Recessionen* 2009-2010. Där föreskrev beslutsregeln kraftigt negativ styrränta men Fed valde, till skillnad från exempelvis Riksbanken och ECB, att inte sänka räntan under nollstrecket. Istället satsade man tidigt på storskaliga köp av statsobligationer i en strävan att pressa ner långa räntor.
- *Krispolitiken* 2011-2015 när centralbanken behöll nollräntan trots att beslutsregeln stipulerade gradvis stigande ränta.

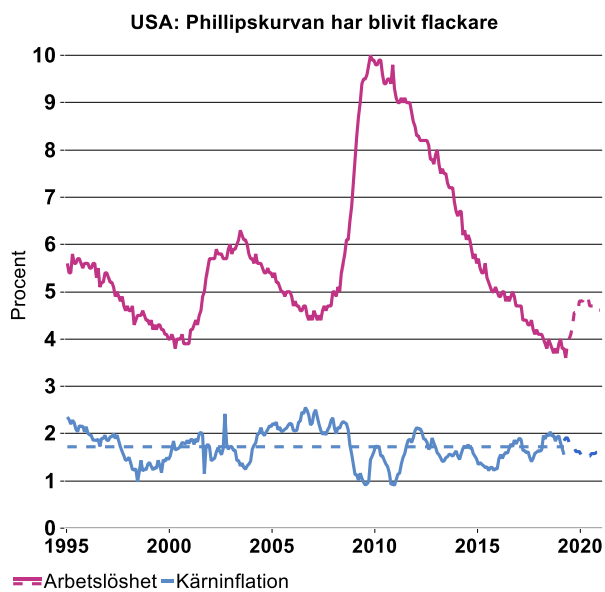
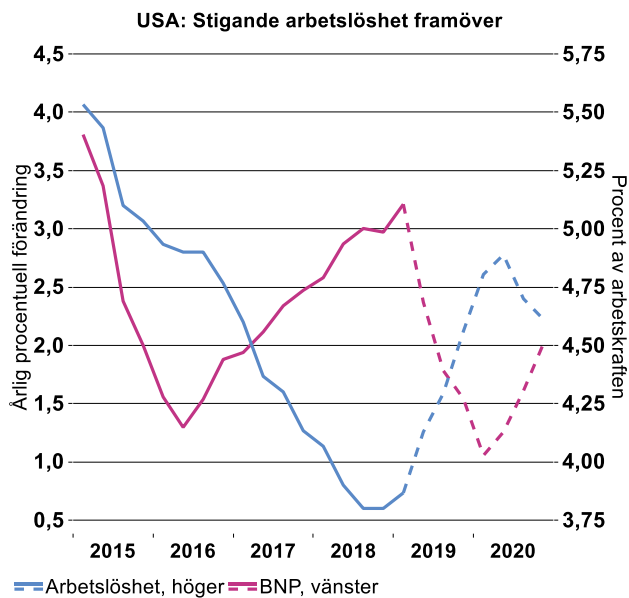
De senaste tre åren har Federal Reserve successivt tagit bort "skyddsnetet" och närmat sig beslutsregeln. Frågan är då, *quo vadis?*

Räntesänkning kring årsskiftet

USA:s ekonomi bromsade under loppet av 2018 – vi betraktar BNP-studsen i början av 2019 som tillfällig - och arbetslösheten planade ut redan i september 2018. Långsammare BNP-tillväxt betyder att arbetsmarknaden gradvis kommer att svalna med långsammare sysselsättningstillväxt och stigande arbetslöshet som följd.

Liksom i flertalet andra utvecklade ekonomier finns det ett starkt samband mellan BNP-tillväxten och förändringen i arbetslösheten (Okuns relation). Med utgångspunkt i Teknikföretagens BNP-prognos för USA (2,0 procent/1,5 procent), kommer arbetslösheten gradvis att stiga till strax under fem procent i mitten av 2020. Därefter vänder arbetslösheten långsamt ner igen mot slutet av nästa år (se bilden nedan till vänster).

Vad implicerar detta för USA:s penningpolitik? För enkelhetens skull antar vi att kärninflationen är konstant på 1,6 procent. Givet Federal Reserves beslutsregel talar stigande arbetslöshet för att styrräntan kommer att sänkas med cirka 75 räntepunkter till mitten av 2020 (se bilden ovan till vänster). Å andra sidan är styrräntan i utgångsläget en bra bit under beslutsregeln vilket borde göra Fed mindre benägen att sänka räntan i linje med det historiska mönstret. Ett rimligt scenario är därför att Federal Reserve låter gapet mellan beslutsregel och styrränta slutas en aning och avvaktar med ränteförändringar. Detta är ju även man har kommunicerat på sistone.



En avgörande faktor för bedömningen är dock antagandet om konstant inflation. Ända sedan mitten av 1990-talet har kärninflationen varit extremt stabil och inte reagerat särskilt starkt på förändringar i resursutnyttjandet=arbetslösheten (se bilden ovan till höger). Sedan 1995 har kärninflationen i genomsnitt varit 1,7 procent och sedan återhämtningen 2011, 1,6 procent. Visserligen har sambandet mellan resursutnyttjande och kärninflation mjukats upp betydligt, men det existerar fortfarande. Den måttliga uppgång i arbetslösheten som vi förutser ger således ingen anledning att förvänta sig ett påtagligt fall i inflationen.

Skulle däremot inflationen tillfälligt falla ner mot en procent vilket har skett flera gånger de senaste åren, för att sedan återvända mot två procent, kan man förvänta sig en betydligt aggressivare penningpolitik. I det fallet implicerar Fed:s beslutsregel att styrräntan faller rejält under dagens nivå (den blå *fiskkkroken* i grafen till vänster på motstående sida), ner till drygt en procent i mitten av 2020. Teknikföretagens prognos är att Federal Reserve sänker styrräntan två gånger 0,25 procentenheter runt årssliftet 2019-2020.

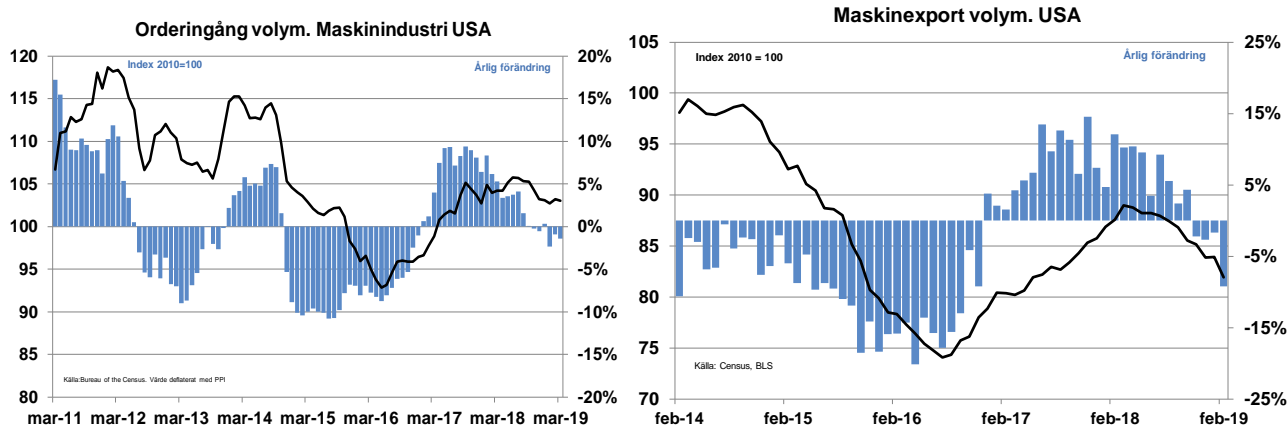
Trögare för industrin i USA

Industriproduktionen sammantaget ökade preliminärt med 2,7 procent i fjol, varav i teknikindustrin med 3,6 procent. Tillväxten har dessvärre dämpats något första kvartalet i år och produktionsnivån har inte måktat med att öka vare sig för teknikindustri eller industrin sammantaget det senaste halvåret.

Orderingången för stålindustrin (i volym) har minskat de senaste fem månaderna, en bransch som vanligtvis ligger först i att känna av sämre tider. Utöver avtagande tillväxt i maskinindustrins leveranser (även för så kallade varaktiga varor, se även sid 21) visar också dess orderingång att det tidigare inhemska uppsvinget i maskininvesteringar dämpas framöver.

Amerikansk maskinindustri prioriterar inte direkt exportmarknader, men även här noteras negativa återverkningar i exportvolymerna som följd av lägre global efterfrågan på investeringsvaror. I kombination med svagt minskad inhemska personbilsförsäljning i år, ett byggande som i bästa fall stabiliseras och en BNP-tillväxt som avtar räknar vi med att tillväxten för tillverkningsindustrin och teknikindustri ökar med en procent vardera i genomsnitt i år. För teknikindustri hamnar därmed årets förväntade produktionsstillväxt lägre än historiskt genomsnitt (3 procent exklusive finanskrisen 2009).

Det makroekonomiska scenario vi skisserar för USA och global ekonomi nästa år innebär att produktionsstillväxten för industrin sammantaget och för teknikindustri ligger kvar på årets förväntade tillväxt. Skulle diskussionerna rörande handelsavtal med Kina, Japan och EU falla ut i avtal i stället för just hamna på diskussionsstadiet, kan detta naturligtvis bli en extra bonus på sikt. Likaså om penningpolitiken blir mer stimulerande än förväntat. Detta återstår att se.



Jämförbara fördelar

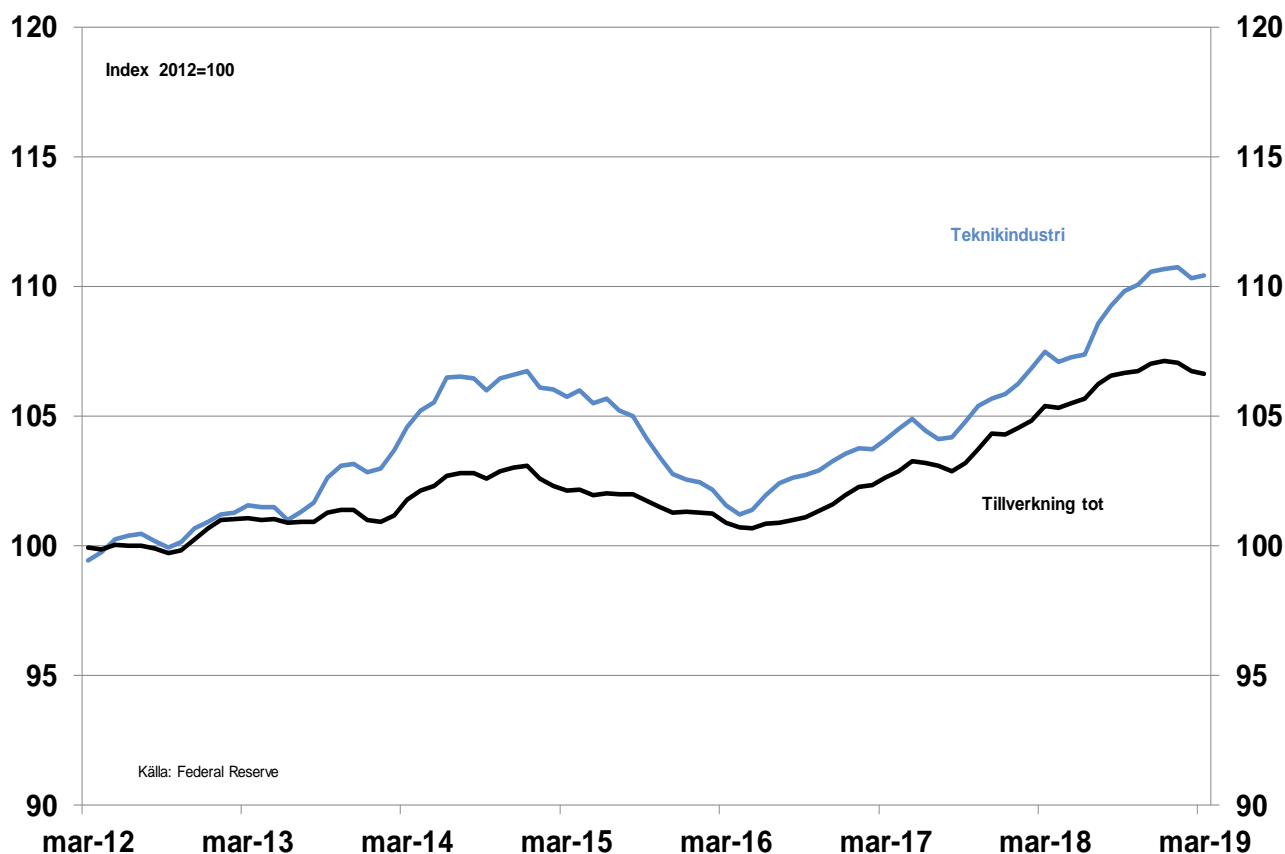
Kina må emellanåt bli anklagade för ojuste handel och ojuste handelspolitik, vilket kan vara fallet inom speciella näringsgrenar eller för speciella produkter. Data över handel mellan Kina och USA, eller mellan Kina och övriga länder för den delen, vittnar emellertid delvis om andra saker än elak handelspolitik. Det är ingen hemlighet att få länder maktar med att vara effektiva på att producera alla varor och tjänster som ett land önskar konsumera. Handelsdata mellan länder har i stället en tendens till att återspegla länders förutsättningar att exportera/importera produkter och tjänster där de har så kallade komparativa fördelar/nackdelar. Man importerar vissa varor och tjänster som skulle bli relativt dyra eller omöjliga att tillhandahålla själv och betalar med export av någon vara/tjänst där man har fördelar.

Importen från Kina till USA återspeglar i varierande grad vad som kan benämnas så kallade komparativa fördelar. Kina står för 82 procent av USA:s import av leksaker och sportutrustning med mera. Därutöver kan noteras import från Kina av hälften av alla kameror, 59 procent av datorer, 63 procent av teleprodukter, hälften av vad butikerna i Sverige benämner småel för hushållen, hälften av alla TV-apparater (90 procent från Kina och Mexiko sammantaget), 56 procent av alla skor och kläder, och så vidare. Kina står dock bara för två procent av importen av luftfarkoster och traktorer, samt 0,2 procent av alla alkoholhaltiga drycker. Det mest underhållande i hela handelsdebatten är att stora delar av importen från Kina tillverkas av amerikanska multinationella företag (eller via dess kontraktstillverkare) eller alltifrån Apple till Tommy Hilfiger i Kina.

I stort sett allt som importeras till USA från Kina eller från andra länder kan visserligen USA tillhandahålla själv, men till lägre produktivitet och till högre kostnad som inte gynnar vare sig USA, dess invånare (annat än särintressen) eller andra länder. Den handelspolitik som bedrivs globalt för tillfället, inte bara från USA, är mindre underhållande och har påverkat den utveckling vi för närvarande ser i världshandeln (se sidan 53).

Världshandelns utveckling sedan ett femtiotal år tillbaka har dock inte varit helt friktionsfri och kräver omställningsförmåga. När denna förmåga tryter i enskilda länder, brukar det vanligtvis dyka upp handelspolitiska friktioner. Det är ändå få bedömare som skulle kunna hävda att världshandelns utveckling varit av ondo de senaste decennierna. USA och alla andra länder kan möjligtvis ge sig på subventioner och statsstöd (enligt WTO-regler) vad gäller handel, men gör nog i förlängningen bäst i att försöka se till att länder kokar ihop varor och tjänster man är bra på, eller har bäst förutsättningar för, att tillhandahålla världsmarknaden¹¹.

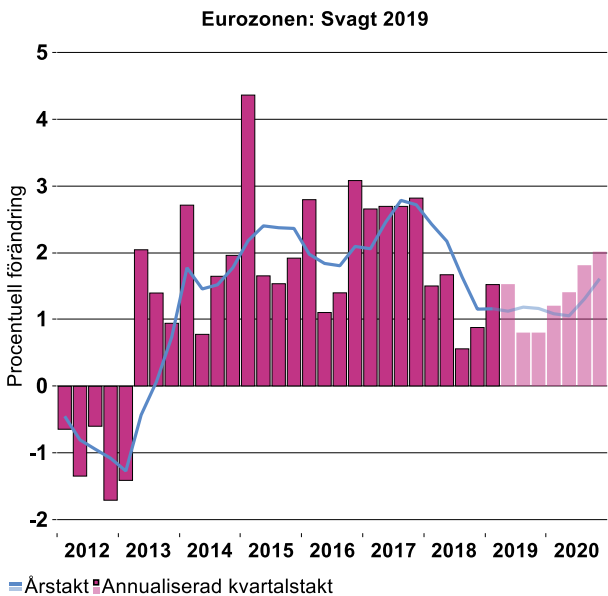
Produktionsvolym industrin. USA



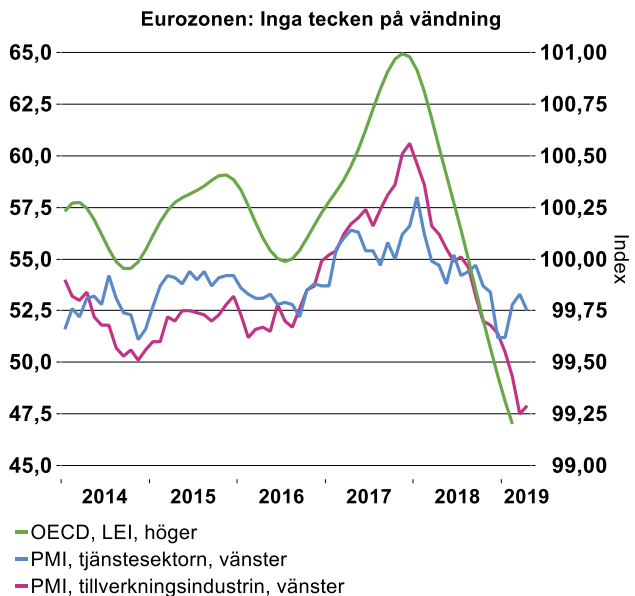
¹¹ Vad är komparativ fördel för en icke-ekonom? Låt oss anta att ett land har en president som heter McRån som har en vaktmästare som heter Dännald. McRån är dubbelt så produktiv som Dännald på att vara vaktmästare. Samtidigt är McRån sex ggr mer produktiv som president än Dännald. Ska McRån både vara president och vaktmästare? Nja helst inte. För varje timme McRån är vaktmästare förlorar landet en timme presidentproduktion som antas ha ett högre värde än en arbetstimme vaktmästare. Det är bättre om McRån är president och Dännald vaktmästare trots att McRån är mer produktiv än Dännald i att utföra båda arbetsfunktionerna. Skulle vi jämföra Kina och USA med hjälp av ekonomiska data, finner vi att Kina för närvarande har en komparativ fördel i att tillverka leksaker att exportera till USA. USA har komparativ fördel i tillverkning av medicinska instrument för export till Kina, även om USA är mer produktiv i tillverkning av båda varorna. Förenta staterna är dock än mer produktiv i medicinska instrument än leksaker, jämfört med Kina.

► EUROZONEN: KAN RECESSION UNDVIKAS?

Den avmattning som inleddes i Eurozonen under andra halvåret 2017, visar ännu inga tecken på att upphöra. BNP-tillväxten har bromsat från 2,8 procent 2017:Q3 till 1,2 procent i slutet av 2018 och sedan dess har stämningmätare som OECD:s ledande indikatorer och PMI för tillverkningsindustrin fortsatt att falla (se bilderna nedan). Flertalet prognosmakare, inklusive ECB, har dessutom fortsatt att skriva ner sina prognoser för såväl 2019 som 2020.



Källa: Eurostat, Teknikföretagen

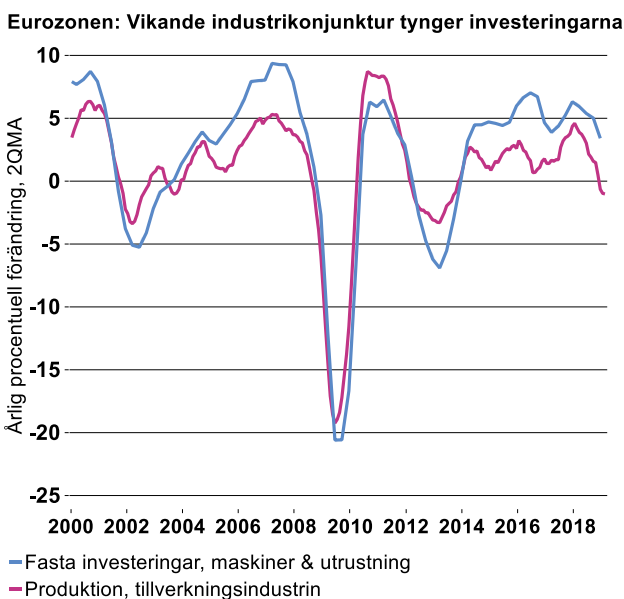


Källa: Markit, OECD

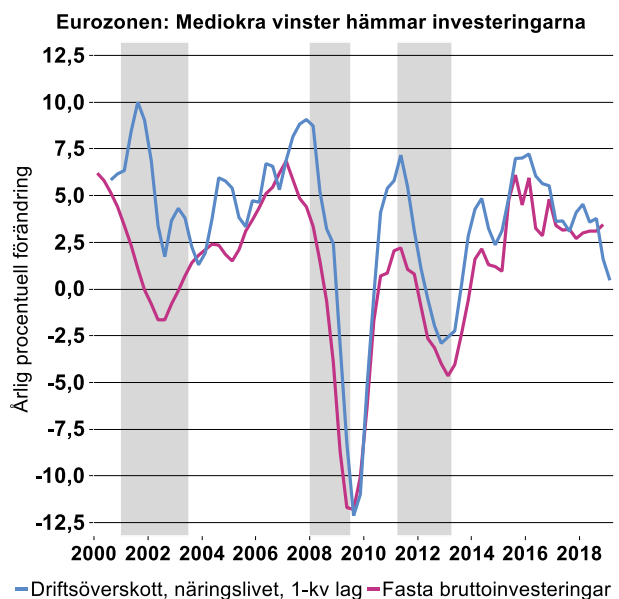
Även om situationen i Tyskland sticker ut som särskilt besvärlig, har läget för tillverkningsindustrin försämrats även i flertalet övriga ekonomier. Under årets två första månader har industriproduktionen inom Eurozonen fallit i årstakt. Det är således uppenbart att svackan för Eurozonen långt ifrån bara handlar om problemen för Tysklands bilindustri.

Svag industrikonjunktur slår mot investeringar

Den snabbt vikande industrikonjunkturen går hand i hand med en tydlig inbromsning i näringslivets investeringar i maskiner och utrustning, som motsvarar drygt 30 procent av totala investeringar (se bilden nedan till vänster).



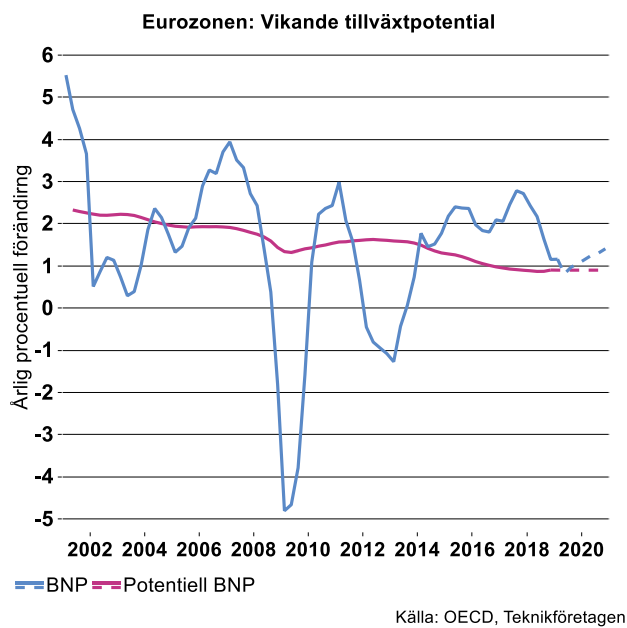
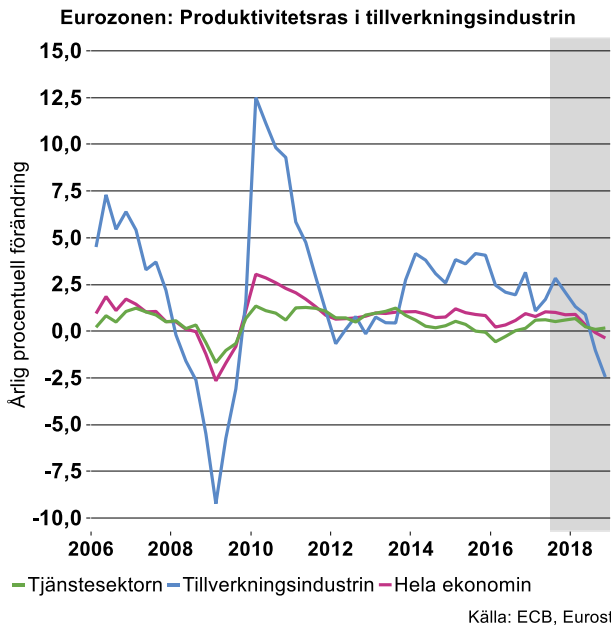
Källa: Eurostat



Källa: ECB, Eurostat

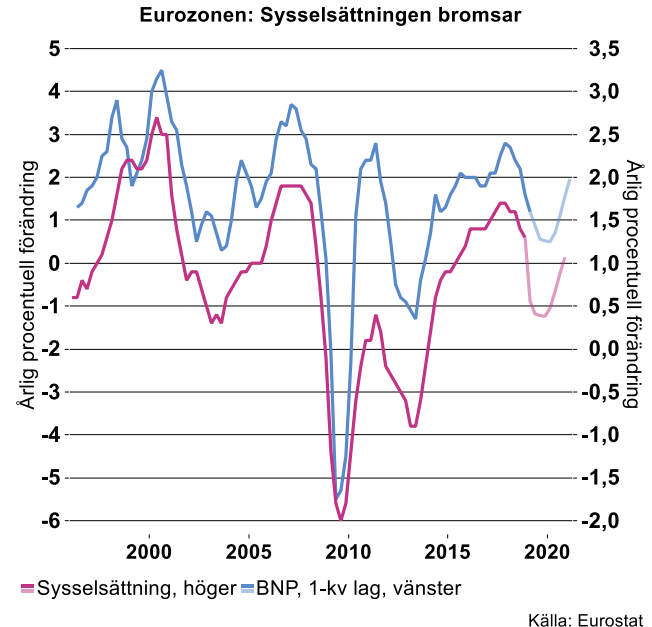
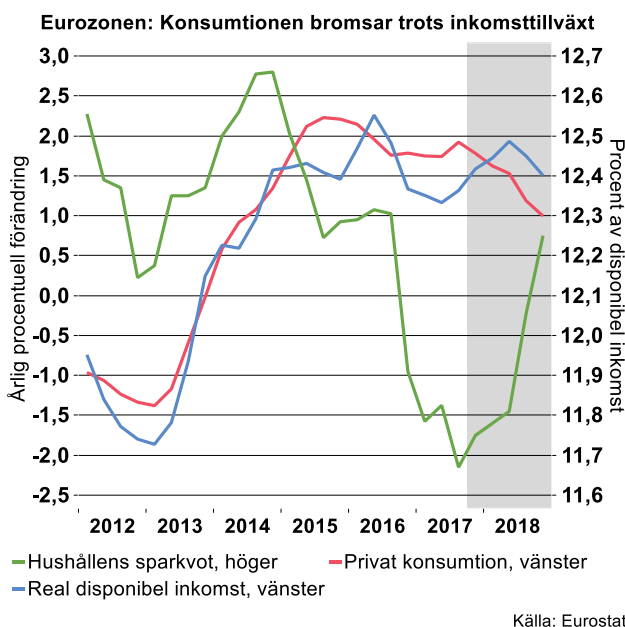
Den vikande lönsamheten i näringslivet är en annan faktor som talar för att investeringarna kommer att bromsa rejält framöver (se bilden ovan till höger). Liksom i andra ekonomier hänger lönsamhets- och investeringsutvecklingen i näringslivet nära samman med produktivitetstillväxten som, precis som på annat håll, har varit mycket svag det senaste dryga decenniet. Utvecklingen har varit påtagligt liten i tjänstesektorn medan produktiviteten i tillverkningsindustrin tog fart under återhämtningen efter Eurokrisen. Även i tillverkningsindustrin har dock produktiviteten snabbt mattats de senaste åren och börjat rasa i samband med de senaste årens vikande industrikonjunktur (se bilden nedan till vänster). Det finns således ingenting som talar för att den svaga och vikande tillväxtpotentialen i Eurozonen – Teknikföretagens bedömning är knappt en procentenhet – håller på att vända upp (se bilden nedan till höger).

Med tanke på att produktiviteten, i synnerhet i tillverkningsindustrin, är kraftigt procyklisk och att det inte finns några tecken på en snar vändning i industrikonjunkturen, talar det mesta för en svag investeringsutveckling under 2019-2020.



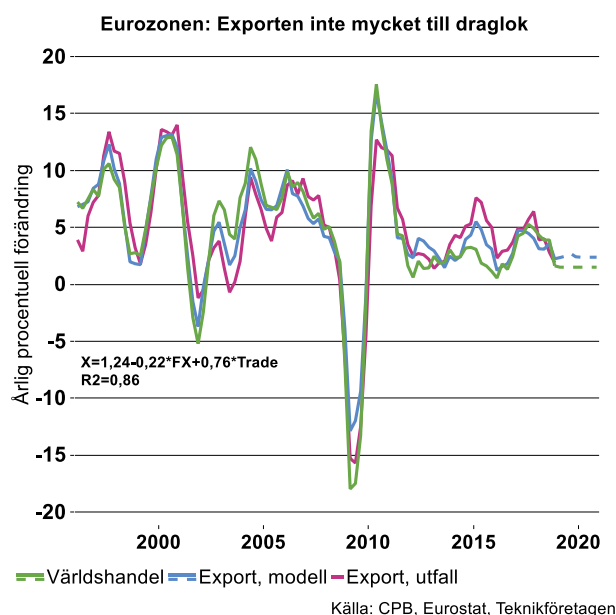
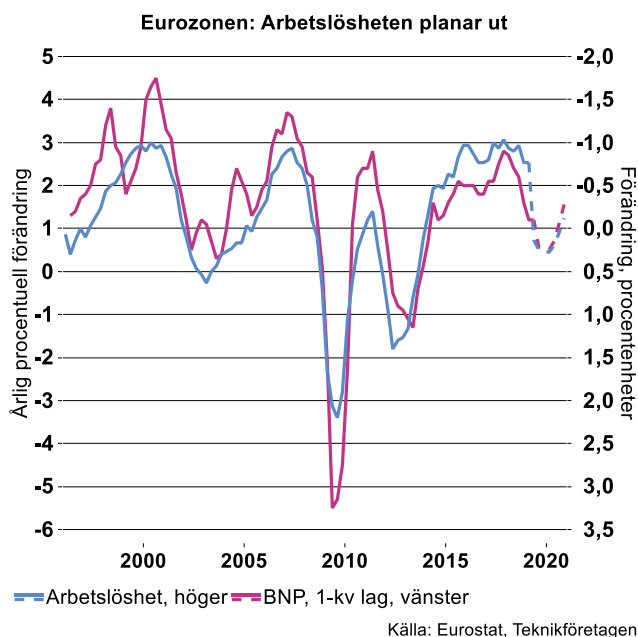
Ängsliga hushåll håller i plånboken

Trots svag produktivitetstillväxt har ändå signalerna från tjänstesektorn, som i första hand speglar



tillståndet på hemmamarknaden, så här långt varit mer positiva, även om exempelvis PMI glidit neråt även i den sektorn. Det främsta skälet är att hushållens finansiella situation fortfarande är relativt ljus, tack vare stark arbetsmarknad och inkomstillväxt. De senaste kvartalen har dock även hushållens konsumtion gradvis bromsat och med en procent i årstakt är man nere på takter som inte noterats sedan 2014 (se bilden ovan till vänster).

Det faktum att sparkvoten stigit rejält tyder på att hushållen blivit mer tveksamma kring den ekonomiska utvecklingen och börjat hålla lite hårdare i plånboken. Detta är för övrigt ett helt rationellt beteende, det finns all anledning att räkna med långsammare, och möjligen till och med negativ sysselsättningstillväxt framöver (se bilden ovan till höger). Samtidigt pekar Okuns relation, som kopplar förändringen i arbetslösheten till BNP-tillväxten, mot att arbetslösheten stiger mot cirka nio procent i mitten av 2020 (se bilden nedan till vänster). Sammantaget indikerar en svagare arbetsmarknad framöver att den goda inkomstillväxten förmodligen snart är historia.



Ingen livlina från global efterfrågan

Trots att ekonomierna är av jämförbar storlek är Eurozonen betydligt mer sammanflätad med resten av världsekonomin jämfört med USA: exporten som andel av BNP är 45 procent att jämföra med USA:s andel på endast 12 procent. Det betyder i sin tur att effekterna av den globala avmattningen blir betydligt mer kännbara i Eurozonen och inte minst i Tyskland. Teknikföretagen räknar med endast cirka 1,5 procent årlig tillväxt i världshandeln 2019-2020. Givet ett antagande att eurons värde är konstant under perioden innebär detta att exportvolymen endast ökar med cirka 2,5 procent per år.

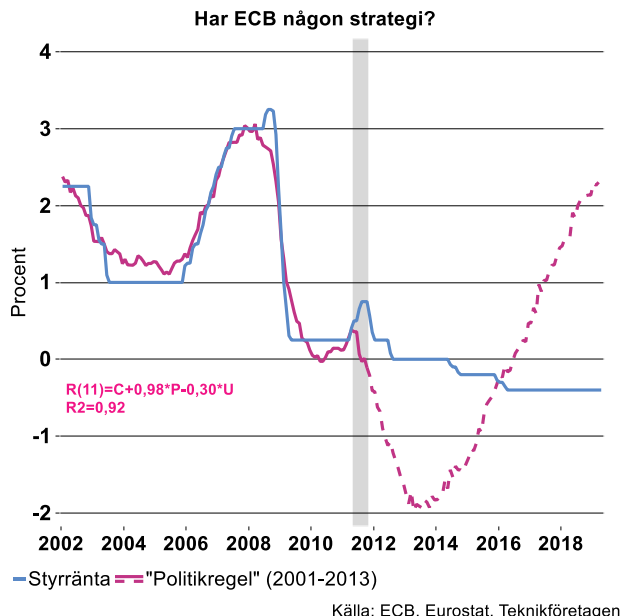
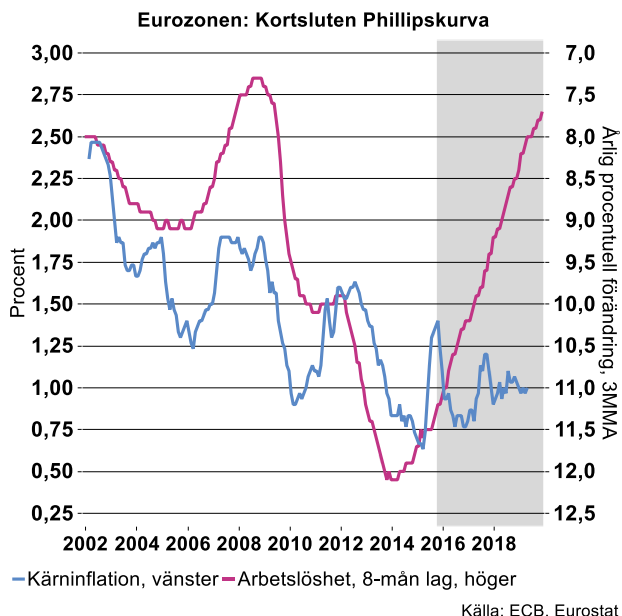
Sammantaget räknar vi med att Eurozonens BNP växer med 1 procent respektive 1,3 procent under 2019-2020 vilket innebär en tillväxt i stort sett i linje med potentiell tillväxt.

ECB famlar i mörkret

Den europeiska centralbanken (ECB) har en mycket kortare historik än exempelvis USA:s Federal Reserve men har trots detta tvingats byta strategi under sin relativt korta livstid. I sin barndom betedde sig ECB enligt skolboken och baserade sin politik på inflationen och resursutnyttjandet ~ arbetslösheten. Sedan flera år tillbaka har dock ECB tvingats att överge denna strategi. Orsaken är delvis att sambandet mellan inflationen och arbetslöshet har kortslutits i Eurozonen de senaste åren, precis som i flertalet andra ekonomier. Sedan slutet av 2015 har således kärninflationen¹² fallit tillbaka och fastnat runt en procent trots att arbetslösheten

¹² I detta sammanhang använder vi HIKP rensat för energi, livsmedel, alkohol och tobak.

fallit stadigt och kraftigt (se bilden nedan till vänster). Arbetslösheten är med andra ord inte längre en användbar indikator för framtida inflation på samma sätt som tidigare.



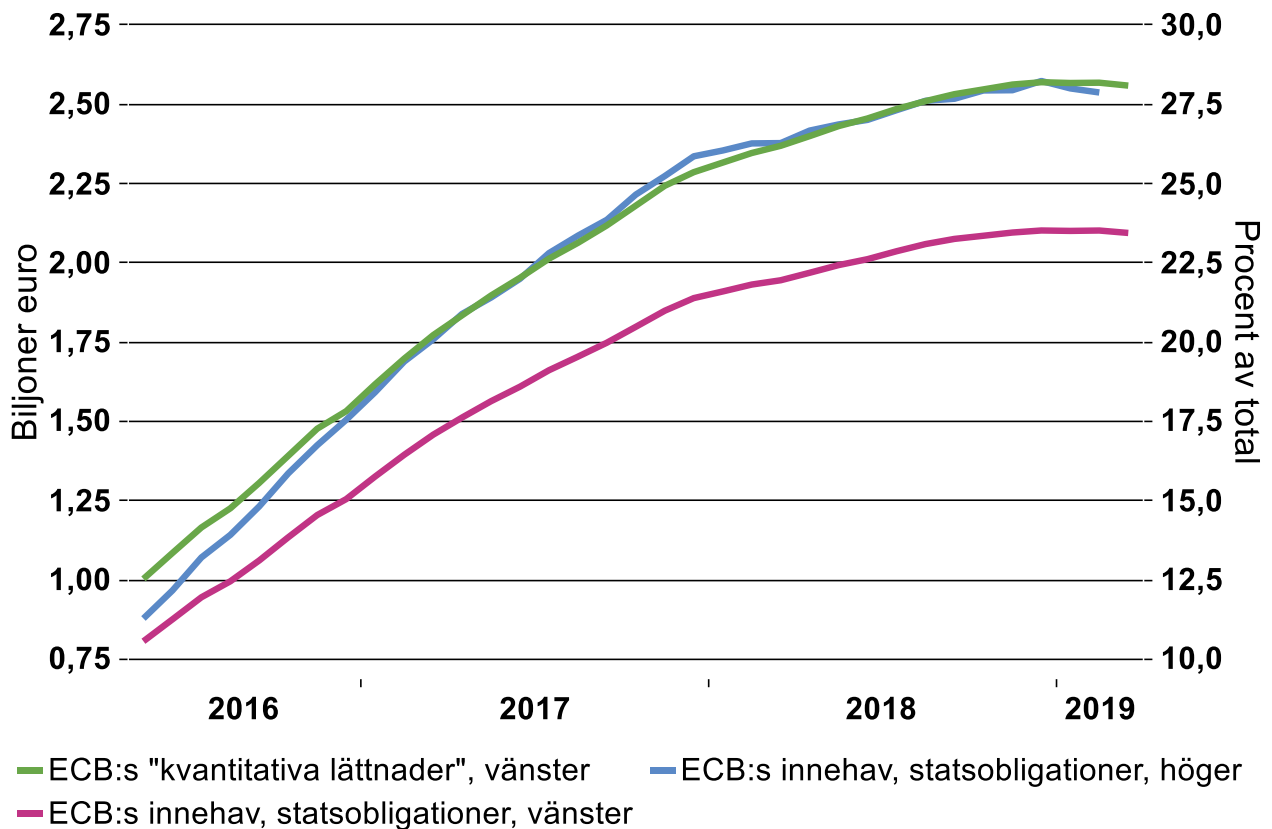
Faktum är dock att ECB tvingades lämna sin tidigare strategi redan i samband med att Eurokrisen blev akut 2011. Bilden ovan till höger visar hur ECB sedan dess helt har lämnat sin tidigare *beslutsregel*, som Teknikföretagen skattat med hjälp av statistiska metoder.¹³ ECB kan definitivt sägas ha bytt strategi från och med hösten 2011, då beslutsregeln stipulerade att styrräntan skulle sänkas under noll. Emellertid började ECB avvika från tidigare beteende redan under sommaren 2011, då man höjde styrräntan trots att beslutsregeln flaggade för sänkning. Man kan hävda att centralbanken, genom denna avvikelse, bidrog till den kraftiga ekonomiska nedgången som sedan följde. ECB sänkte visserligen så småningom styrräntan under noll men detta skedde först i mitten av 2014. Då hade beslutsregeln indikerat som lägst -2 procent ränta redan under 2013.

Anmärkningsvärt är att ECB har fortsatt att ligga på minussidan, trots att deflationsrisken har minskat betydligt och Eurozonen upplevt en relativt lång period med hyfsad tillväxt. Som framgår av bilden ovan till höger borde styrräntan nu överstiga två procent. Inte nog med att styrräntan fortfarande är negativ, ECB har fortfarande inte börjat reducera sina gigantiska innehav av värdepapper. Centralbanken äger exempelvis fortfarande 28 procent av den utestående stocken av statsobligationer i Eurozonen, förutom diverse innehav av andra typer av tillgångar. Visserligen har man slutat att investera i nya innehav men fortsätter att *rulla gamla positioner* i takt med att de förfaller. Det betyder att centralbanken, till skillnad från Federal Reserve, inte börjat krympa sina kvantitativa lättnader.

I mars skrinlade ECB tidigare planer på räntehöjningar senare i år och deklarerade att detta inte kommer på fråga förrän tidigast 2020. Epoken med extrem penningpolitik i Eurozonen fortsätter alltså på obestämd framtid. En berättigad fråga: har Europa redan fastnat i den *Japanska fällan*?

¹³ Under 2011-2011 innebar en procentenhet högre inflation, allt annat lika, i genomsnitt en procentenhet högre styrränta. En procentenhet högre arbetslöshet innebar 0,3 procentenheter lägre styrränta. Begreppet *beslutsregel* ska inte tolkas bokstavligen. Den är helt enkelt den bästa representationen av ECB:s politik med facit i hand.

Eurozonen: ECB:s sedelpress går fortfarande het



Källa: ECB

► TYSKLAND: HILFE, HILFE!

Prognoserna rörande Tysklands BNP-tillväxt i år och nästa år kapas nu friskt jämfört med bedömningarna för bara några månader sedan, och av i stort sett samtliga bedömare. Genomsnittsprognosen för BNP-tillväxten för 2019 ligger för närvarande på 1,0 procent mot 1,7 procent för ett halvår sedan. Nedgången i tillväxten blir tillfällig. Nästa år förväntas den ekonomiska aktiviteten tillta och BNP bedöms öka med 1,5 procent enligt genomsnittsprognosen.

Vi är inte så säkra på att tillväxtsiffran hamnar så pass högt i år, utan bedömer att den hamnar på 0,5 procent år men återhämtar sig till en ökning på 1,5 procent nästa år.

Trots sin relativt stora hemmamarknad är Tyskland en öppen ekonomi med högt handelsberoende. Den nedgång för tillväxten i världshandeln som vi har sett sedan i fjol somras har haft en negativ inverkan på Tysklands ekonomi och industriproduktion. Därutöver har BNP-tillväxten avtagit, inte minst för Tysklands tre stora handelspartners Frankrike, Italien och Storbritannien, där också det sistnämnda landet dessutom ställer till det med icke-medlemskap i unionen. Detta har haft en negativ inverkan på EU:s internhandel och särskilt på den handelsberoende nationen Tyskland.

Industriproduktionen minskade mellan andra och sista kvartalet i fjol och vi får backa till de omedelbara sviterna efter Eurokrisen 2011 för att finna en motsvarande tillbakagång. Detta var dock inte något som enbart kunde hänföras till störningar inom fordonsindustrin. Så gott som samtliga av industrins delbranscher hade en tillbakagång i produktionsnivån under loppet av fjolåret.

Jag sitter säkert – men inte min granne

I undersökningen rörande hushållens konsumentförtroende ligger synen på den egna ekonomin det kommande året på den högsta nivån sedan mätningarna startade. Däremot är hushållens uppfattning att det går sämre för grannarna. Förväntningar rörande hela förbundsrepublikens ekonomi på ett års sikt, har

samtidigt minskat trendmässigt från hög nivå ner mot normal nivå de senaste fem kvartalen. Dessa två utfall är ett ganska vanligt fenomen efter det att sysselsättningstillväxten varit hög och arbetslösheten minskar. Hushållen förefaller också vara relativt rationella och sämre tider börjar diskonteras vilket också utmynnar i index över hushållssparande som för närvarande ligger på den högsta nivån på sju år. Det blir ingen konsumtionsfest i Tyskland vare sig i år eller nästa år trots rekordlåg arbetslöshet och hittills hög tillväxt i sysselsättning.

Även svagare i tjänstesektorn

Det är inte bara de handelberoende sektorerna som har påverkats negativt de senaste kvartalen. Även tillväxten för tjänstesektorn har avtagit. Precis som i Sverige, och i alla andra länder för den delen, är sektorerna i ekonomin integrerade i varierande grad via leverantörskedjor. Börjar industrin svikta, kommer återverkningar i tjänstesektorn. Sista kvartalet i fjol hade tillväxten i tjänstesektorn dämpats till en ökning på 1,4 procent efter rekordåret 2017 på 2,3 procent. Produktivitetstillväxten i tjänstesektorn halkade dessutom ner till en ökning på marginella 0,2 procent sista kvartalet i fjol.

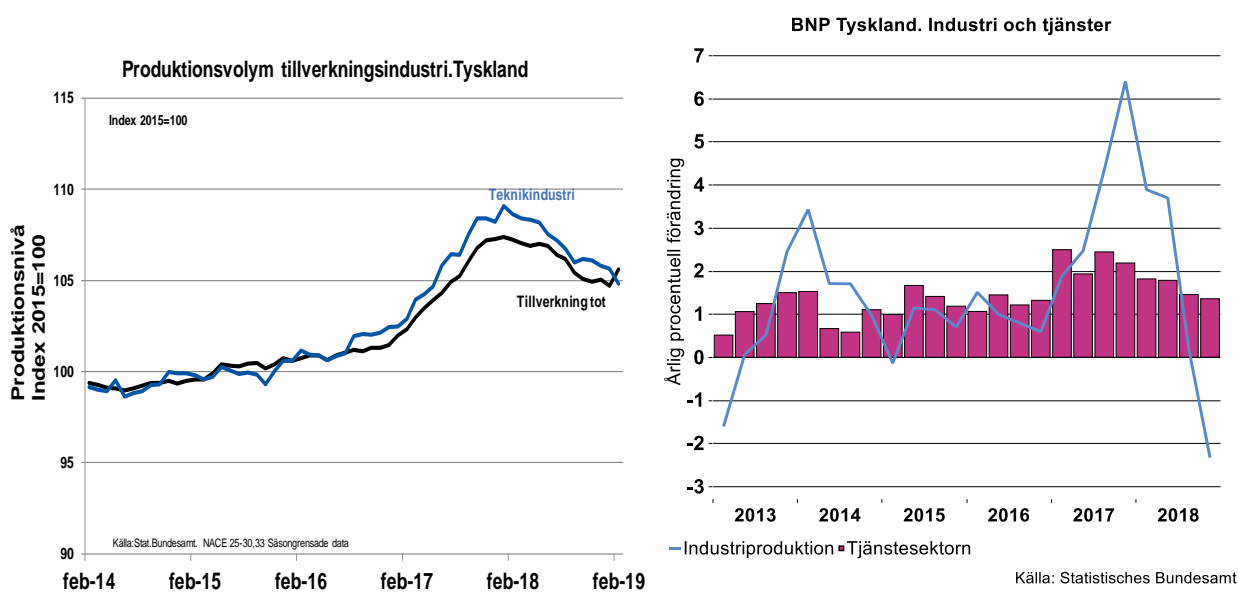
Det blir nu allt svårare att finna rätt kompetens och den höga tillväxt i sysselsättning som Tyskland visat hittills förväntas avta framöver (4,2 miljoner anställda eller drygt en procent per år 2010-2018). En förväntad lägre sysselsättningstillväxt framöver är också ett resultat av relativt kraftiga stigande enhetsarbetskostnader och lägre produktivitetstillväxt, som i sin tur dämpat tillväxten i näringslivets driftöverskott. En saneringsperiod förväntas framöver för att komma till rätta med dessa obalanser.

Recession i industrin – hopp om bättre tider

Tysklands teknikindustri riskerar nu att gå igenom sin första recession sedan finanskrisen 2009. Fordonsindustrin kommer trots en återhämtning efter den tillfälliga störningen under hösten och vintern 2018-2019 inte tillbaka till de produktionsnivåer vi såg 2017 och in på första halvåret i fjol. Den inom många områden världsledande maskinindustrin knäar därutöver under en klart sämre global efterfrågan på investeringsvaror.

I höstas räknade vi med att produktionstillväxten i Tyskland för tillverknings- och teknikindustri skulle visa positiva siffror i år. Dessvärre blir det inte så. Vi räknar med att produktionstillväxten för Tysklands teknikindustri minskar med en procent i år, vilket också blir fallet för industriproduktionen sammantaget.

Tyskland behöver hjälp, inte minst från global världshandel och från tilltagande efterfrågan på investeringsvaror och motorfordon. Det kommer att ta lite tid och sker inte i år. Det förlopp vi skisserar för nästa år visar på en gradvis global återhämtning samtidigt som tillväxten tilltar på hemmamarknaden. Det skulle innebära att industriproduktionen återhämtar sig om än långsamt och ökar med 1,5 procent, både för teknik- och för tillverkningsindustrin sammantaget 2020.

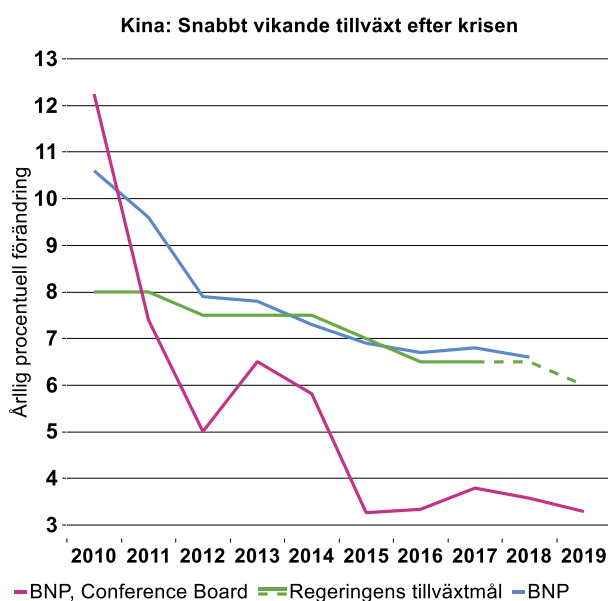


► KINA: STIMULANSER EN DÖBELNSMEDICIN

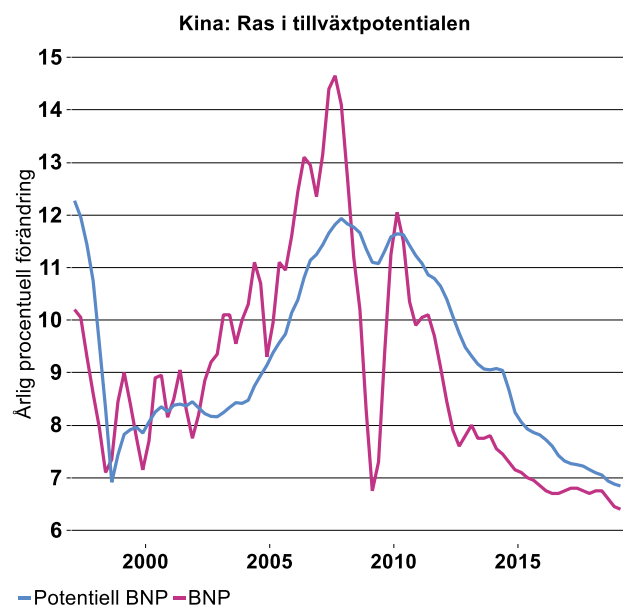
Kinas ekonomi har bromsat rejält under återhämtningen efter *Den Stora Recessionen*, enligt den officiella statistiken från knappt 11 procent till 6,5 procent. Andra bedömare, som exempelvis Conference Board, skissar på ett hisnande tillväxtras från 12 procent till drygt tre procent (se bilden nedan till vänster). Teknikföretagens bedömning (baserat på Kinas officiella statistik) är att Kinas potentiella BNP-tillväxt fallit från cirka 12 procent till knappt sju procent det senaste decenniet (se bilden nedan till höger). Regeringens tillväxtmål, som historiskt uppvisat en anmärkningsvärd träffsäkerhet, är för övrigt 6-6,5 procent för 2019.

Delvis är den lägre tillväxttenden en följd av en medveten strategi att styra om från tunga investeringar och export, till en mer hemmamarknadsdriven tillväxt. Det är exempelvis anmärkningsvärt vilken dramatisk inbromsning i infrastrukturinvesteringarna som skett de senaste åren och i synnerhet under loppet av 2018. En väl så viktig faktor är dock att Kina passerat den mest explosiva fasen i sin *upphinnarprocess*, plockat de lägst hängande frukterna och nu bromsar. Med all säkerhet kommer trenden mot svagare tillväxtpotential att fortsätta under lång tid framöver: Kina har påbörjat den *Japanska resan*.

Trots detta kände myndigheterna under 2018 uppenbarligen att inbromsningen gick allt för snabbt. Man satte därför in massiva stimulanser, bland annat i form av tidigare lagda infrastrukturprojekt motsvarande 1500 Mdr SEK, skattesänkningar och sänkta reservkrav för bankerna. Under vintern och våren har också tydliga *gröna skott* skjutit upp, exempelvis i form av ökande kreditväxt, en vändning uppåt för produktionen i tillverkningsindustrin och en uppgång i infrastrukturinvesteringarna (se bilden på nästa sida). Ett annat tecken på att stimulansåtgärderna håller på att få avsedd effekt är att bankernas kreditgivning börjat ta fart de senaste kvartalen.

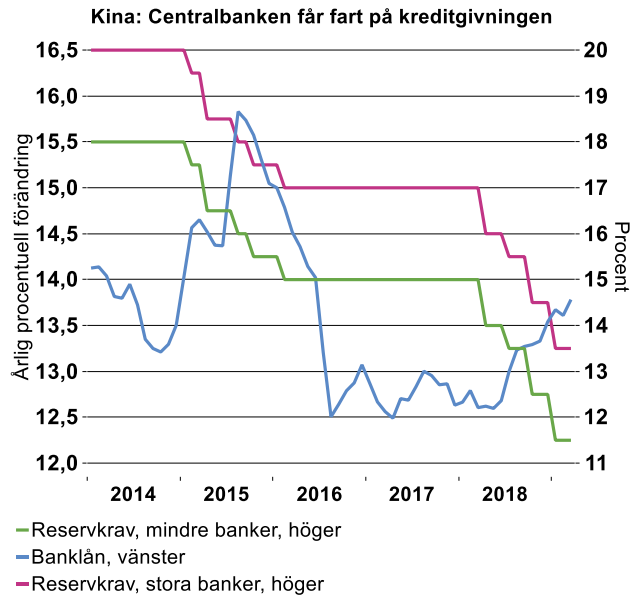
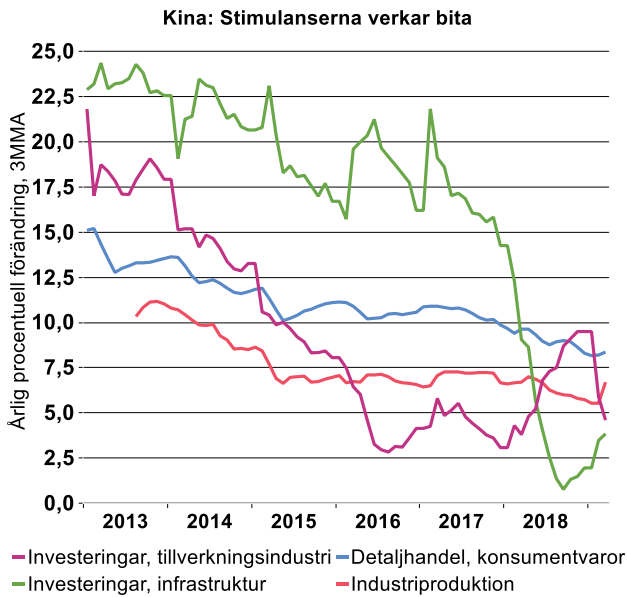


Källa: Conference Board, NBS, NDRC



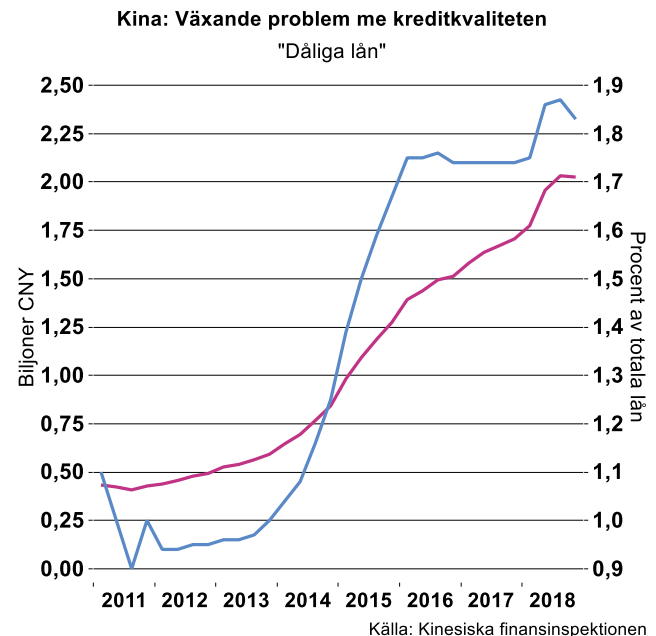
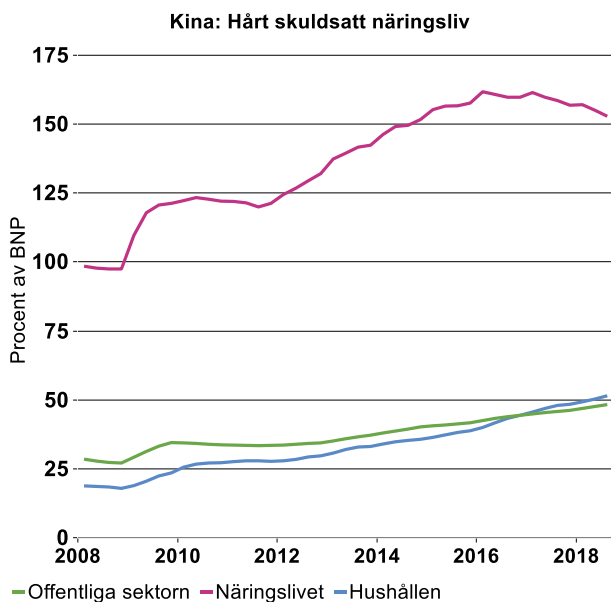
Källa: NBS, Teknikföretagen

De kinesiska myndigheterna tillämpar såldes samma beprövade recept som tidigare för att kurera cykliska avmattningar och lindra effekterna av den snabbt fallande kinesiska tillväxtpotentialen. Metoden att pumpa in billig likviditet i ekonomin i samband med konjunktursvackor, har inneburit en kraftigt stigande skuldsättning det senaste decenniet, i synnerhet i det kinesiska näringslivet. Visserligen har näringslivets skuld som andel av BNP stabiliserats och till och med minskat något de senaste två åren, men den är fortfarande extremt stor (över 150 procent av BNP). Mycket tyder också på att andelen kommer att börja öka igen i spåren av stimulanserna.



Försämrade kreditkvalitet risk för stabiliteten?

Andelen dåliga lån har ökat från cirka en procent till 1,8 procent sedan 2011 (om man ska tro officiella data). I ett internationellt perspektiv framstår visserligen inte nivån som dramatiskt hög – i Sverige är andelen cirka en procent - men ökningstakten är onekligen oroande (se bilden nedan till höger). I normala länder skulle utvecklingen orsaka om inte skrämselhicka, så åtminstone stor oro. Kina är dock inte en marknadsekonomi i egentlig mening, det är svårt att se att myndigheterna skulle tillåta omfattande fallissemang, vare sig i näringslivet eller i banksystemet. Börjar det krisa till sig på allvar lär banksystemet, med direkt och indirekt stöd från myndigheterna, se till att näringslivet får den likviditet som krävs för att hålla hjulen rullande.



Så länge som de offentliga finanserna är i ordning är därför inte risken påtaglig för en våg av konkurser som hotar det finansiella systemet. Baksidan med Kinas återkommande, konjunkturrelaterade, konstgjorda andning är istället att den bidrar till skapandet av Zombieföretag och förstärker tendensen till fallande tillväxtpotential. Som noteras i den globala inledningen är Kina här i dåligt sällskap. Problemen med Zombieföretag i Kina är långt ifrån nytt. Det uppmärksammades exempelvis i samband med nedgången 2016. I januari 2019 tog Xi Jinping återigen upp frågan och lovade att ett stort antal företag skulle läggas ner

för att skapa utrymme för mer produktiv verksamhet. Den statliga kommissionen som övervakar och administrerar statsägda tillgångar (SASAC) gör bedömningen att över 2 000 olönsamma företag borde slå igen. Inkluderas sovande företag handlar det om över 10 000 företag.¹⁴

Även om stimulanserna får viss effekt lär den bli begränsad och kortvarig. Sammantaget räknar vi med att Kinas ekonomi växer med 6,2 /6,1 procent 2019/2020.

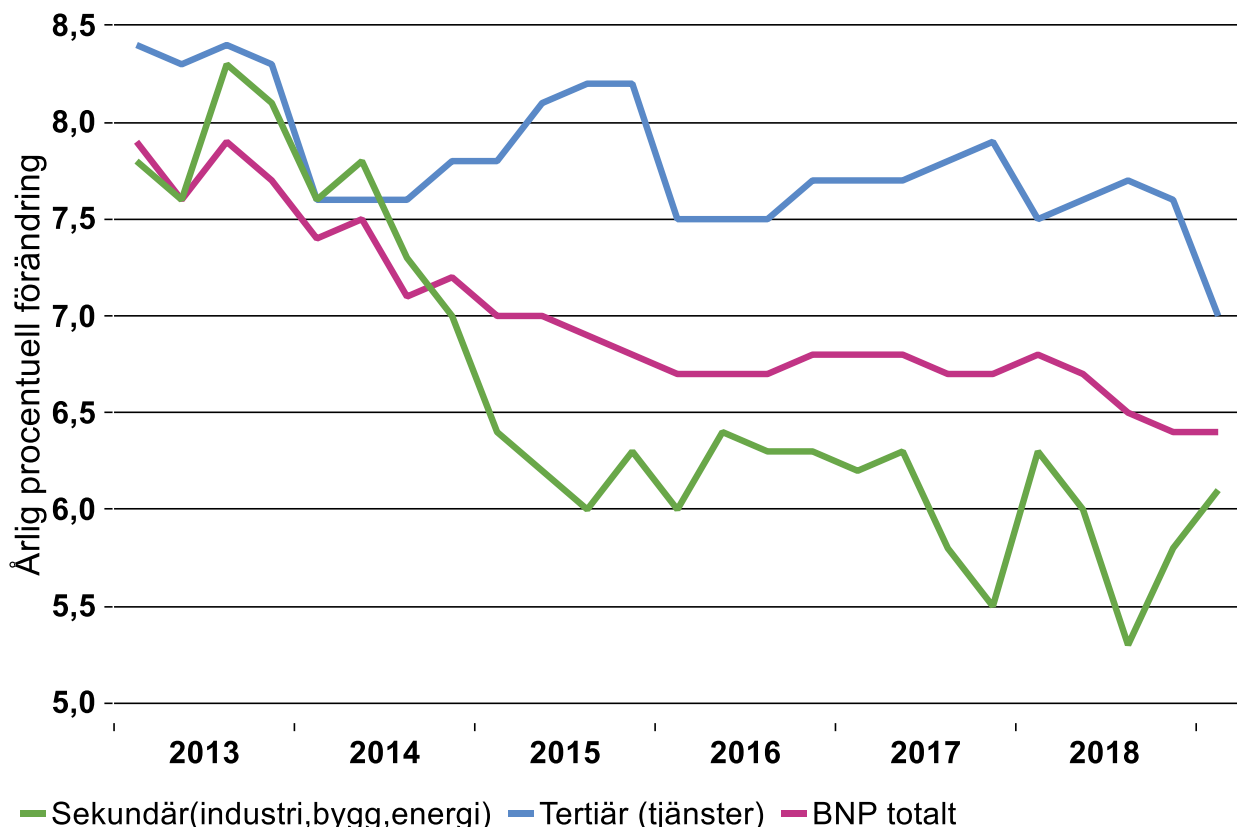
Industriproduktionen tvingades upp

Tillväxten i Kinas industriproduktion ökade med 6,2 procent i fjol, den lägsta tillväxten sedan 1998. Tillväxt på lägre än fem procent noterades textilier, beklädnad, papper, gummi- och plastvaror samt möbler. I stort sett är trenden klar och samtliga större industribranscher redovisar en begränsad ensiffrig tillväxt jämfört med läget för fem-sex år sedan. Det är i stort sett bara hårdvara som rullar på i närmast oförminskad styrka. I fjol noterades här en produktionstillväxt på 13 procent vilket dessutom var något högre än genomsnittet de senaste fem åren.

Det första kvartalet i år innebar att BNP-tillväxten ökade i samma takt som under sista kvartalet i fjol. Samtidigt avtog tillväxten för tjänstesektorn. För att få ihop BNP måste tillväxten för industri och byggsektorn tillta, vilket den också gjorde. Få saker tyder på att detta återspeglar det som händer i verkligheten.

För att få ihop den önskade BNP-tillväxten 2019-2020 räknar vi med att produktionstillväxten i tillverknings- och teknikindustri hamnar i häradet 6 procent per år båda åren.

Kina. BNP produktionssidan



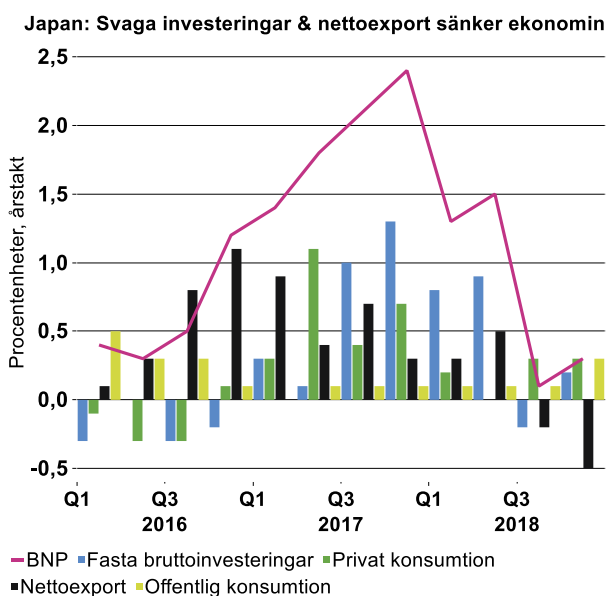
Källa: NBS, Macrobond

¹⁴ Dagens Nyheter, 2019-02-08.

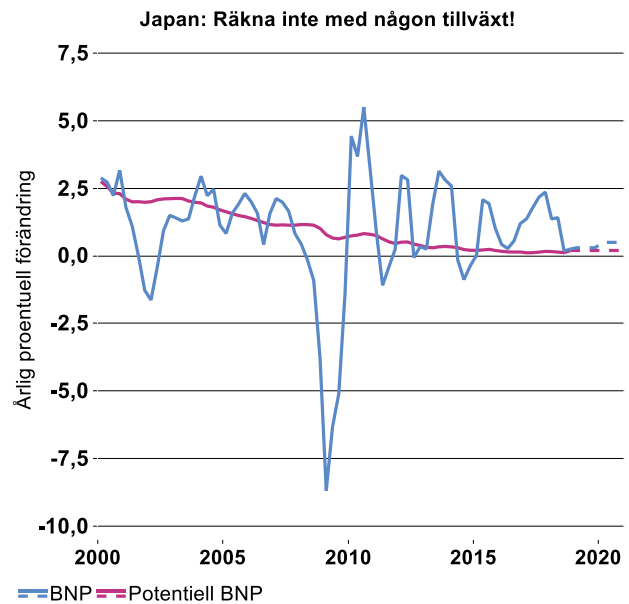
► JAPAN: SKYMNING I SOLUPPGÅNGENS LAND

Liksom världsekonomin i övrigt, tog Japan fart under 2016-2017. Precis som för exempelvis Eurozonen blev dock glädjen relativt kortvarig, då tillväxten började vika i slutet av 2017 och föll till nära noll redan under andra halvåret 2018. Man skulle kunna säga att Japans ekonomi nu har normaliserats och återigen växer i takt med - den obefintliga – tillväxtpotentialen (se bilden nedan till höger).

Det var de tidigare motorerna, näringslivets investeringar och nettoexporten, som fick soppatorsk under 2018 medan privat och offentlig konsumtion höll emot (se bilden nedan till vänster).

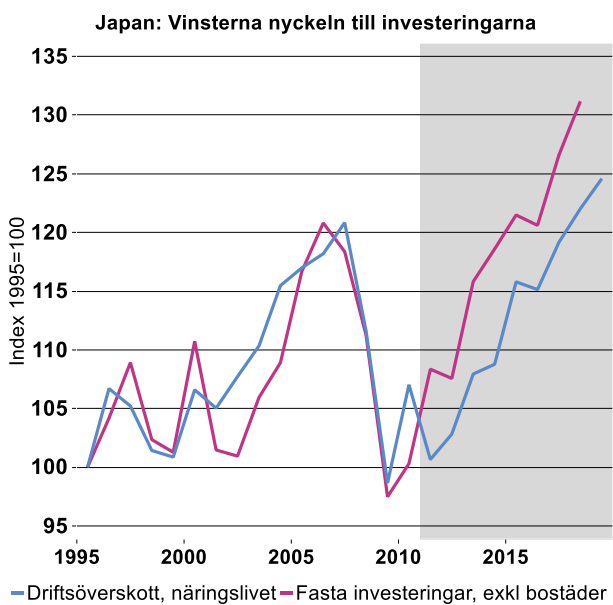


Källa: CaO

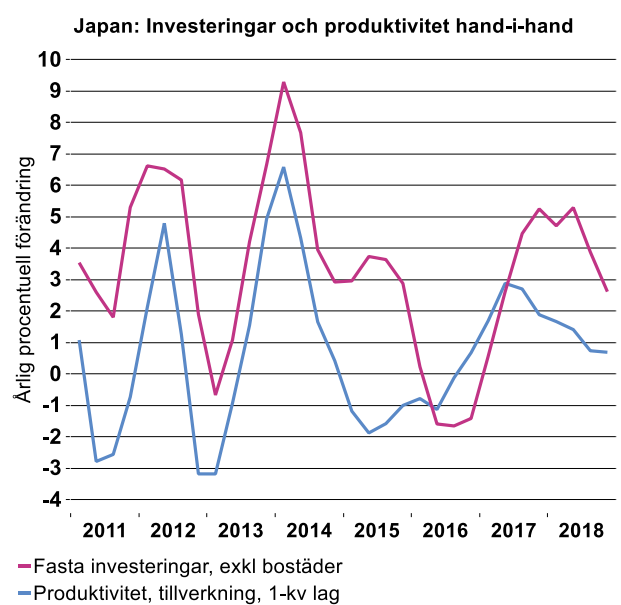


Källa: CaO, Teknikföretagen

Näringslivets investeringar i Japan har samma fundamentala drivkrafter som i andra ekonomier: När lönsamheten är god investerar man, annars får det vara. Såväl vinster som investeringar har vuxit stadigt under återhämtningen efter finanskrisen, bortsett från ett par smärre hack (se bilden nedan till vänster). Som nämnts bromsade dock investeringarna snabbt under loppet av 2018, vilket sammanföll med en tydlig avmattning i produktiviteten i tillverkningsindustrin (se bilden nedan till höger).



Källa: CaO, Ecofin

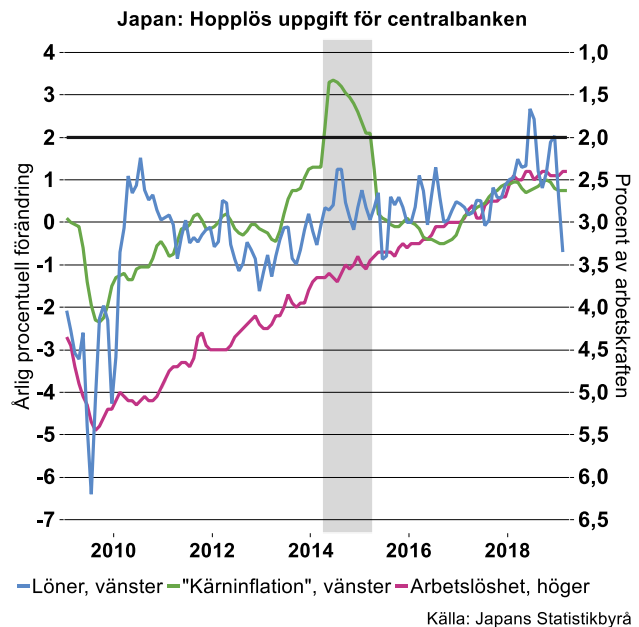
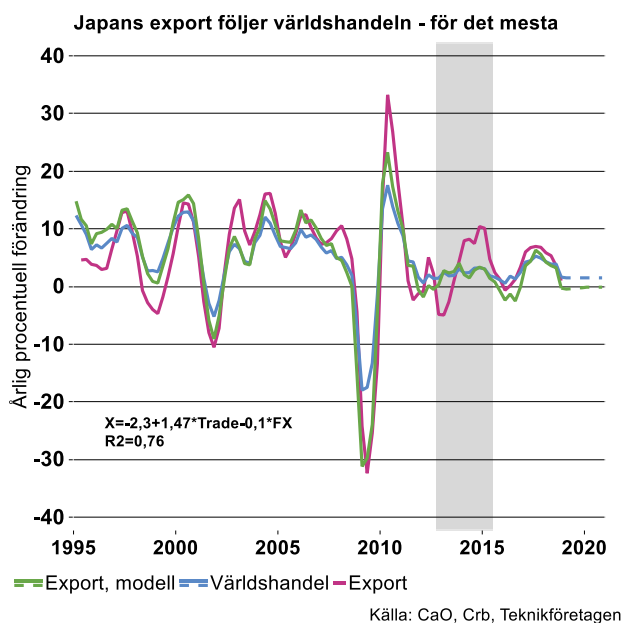


Källa: CaO, OECD

Vikande världshandel: en giftbägare för Japan

Japans export är visserligen relativt liten i förhållande till BNP – 18 procent – men ökade kraftigt under 00-talets första år, fram till finanskrisen. Exporten rasade i samband med krisen, men har sedan återtagit förlorad mark.

Japans beroende av Kina ökade dramatiskt innan finanskrisen, exportandelen till Kina växte från fem procent år 2000 till närmare 20 procent. Visserligen har exportandelen stagnerat sedan krisen, inte minst som en följd av Kinas ändrade tillväxtstrategi, men fortfarande är Kina destinationen för 1/5 av Japans export. Japan är därför ett av de länder som riskerar att drabbas extra hårt av en eventuell rejäl avmattning på Kinas hemmamarknad.



Föga förvånande är Japans export oftast nära kopplad till världshandeln. Med tanke på den svaga världshandeln framöver kan landet därför knappast räkna med draghjälp från exporten.

Sammantagen räknar Teknikföretagen med att Japans ekonomi växer 0,3/0,5 procent under 2019/2020.

Hopplös uppgift för Bank of Japan

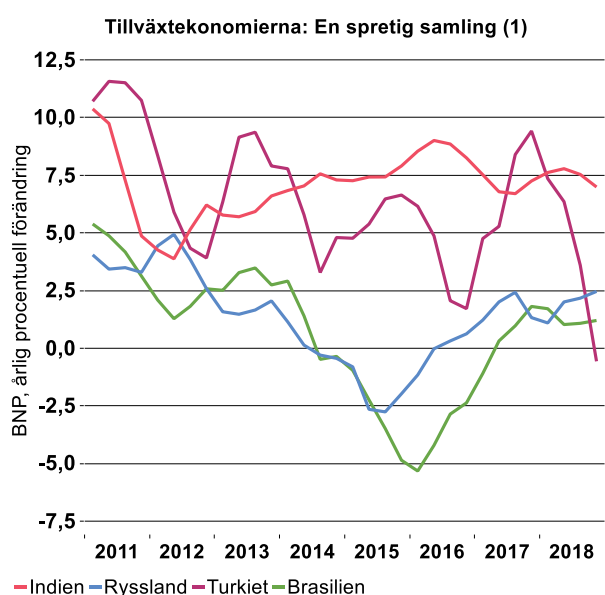
Japans centralbank, Bank of Japan (BoJ), har kämpat med att pressa upp inflationen mot målet under en lång följd av år, för det mesta förgäves. Bortsett från några få månader har istället kärninflationen fluktuerat i intervallet -2 procent till +1 procent. I likhet med en del andra centralbanker har Bank of Japan hoppats på/förutspått att en stram arbetsmarknad, via accelererande löner, skulle ge en hjälpsam hand. I likhet med flertalet ekonomier har detta dock inte skett. Trots stadigt fallande arbetslöshet under närmare 10 års tid vägrar lönerna att ta fart. De senaste månaderna har istället löner börjat falla, vilket lär göra centralbankens uppdrag än mer hopplöst (se bilden ovan till höger).

Det är uppenbart att den japanska Phillipskurvan, precis som i ekonomier som Eurozonen och Sverige med flera, inte längre fungerar. Japan verkar sitta ordentligt fast i *Den Japanska Fällan*.

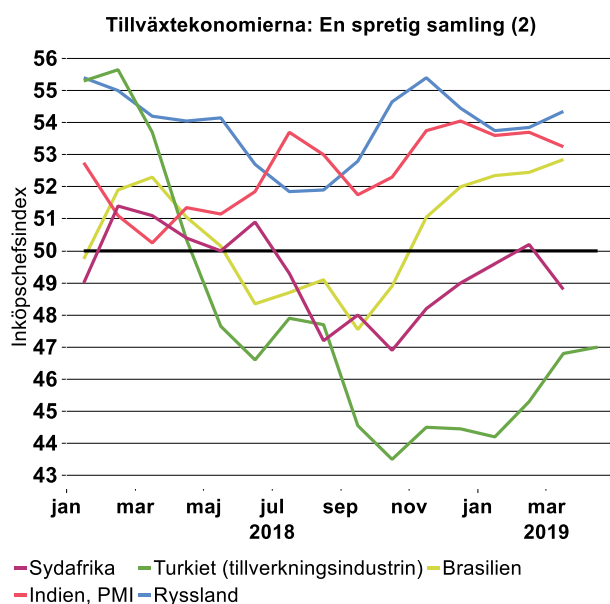
► TILLVÄXTEKONOMIER: EN SPRETIG SAMLING

Även om mycket fokus riktats mot *Tillväxtekonomierna* under senare decennier är dessa fortfarande relativt små spelare på den globala arenan. De så kallade *BRIT-ländernas*¹⁵ andel av global BNP är exempelvis knappt nio procent och det mesta av deras forna tillväxtglans har falnat det senaste decenniet.

Visserligen har Brasilien och Ryssland lyckats ta sig ur den grop man hamnade i under 2014-2016 men det är långt kvar till de tillväxttakter som noterades under början av 00-talet. Med tillväxt i intervallet 1-3 procent matchar man nätt och jämnt de rika länderna i Europa och USA, inte värdigt epitetet *Tillväxtekonomier* med andra ord. Turkiet hamnade mer eller mindre i fritt fall 2018 som en konsekvens av skenande skuldbörda och politiskt kaos och verkar stå inför fortsatta problem. Den lysande stjärnan är fortfarande Indien, som visserligen inte kan uppvisa samma höga tillväxttakter som innan finanskrisen men ändå växte stadigt med imponerande sju procent (se bilden nedan till vänster).



Källa: BGE, OECD, Rosstat, TurkStat

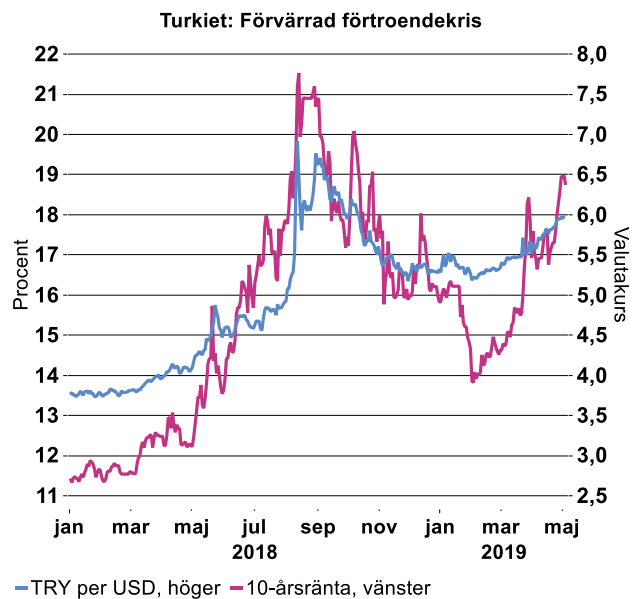
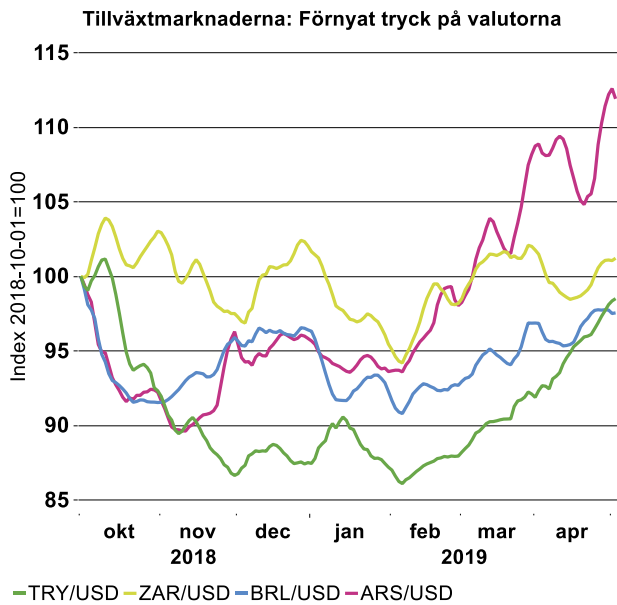


Källa: Ifo, Markit

Valutorna i många skuldyngda tillväxtekonomier hamnade under starkt tryck under 2018 i samband med dollarförstärkning och stigande räntor. Efter ett tillfälligt lugn har valutorna åter fallit sedan årsskiftet (se bilden nedan till vänster).

För Turkiet, som kunde glädja sig åt snabbt fallande räntor under hösten, har situationen åter snabbt förvärrats i takt med stigande räntor och fallande valuta. Skenande kreditväxt, rusande inflation, snabbt försämrade bytesbalans och president Erdogans attacker mot centralbanken har förövat förtroendet för ekonomin och valutan. De förslag som regeringen presenterat de senaste veckorna – kapitaltillskott till utsatta banker och åtgärder för att stärka de offentliga finanserna och pressa ner inflationen, med mera – har inte imponerat på de finansiella marknaderna. Turkiets väg tillbaka till ekonomisk stabilitet och tillväxt verkar bli lång och snårig.

¹⁵ BRIT står för Brasilien (2,5% av global BNP), Ryssland (2%), Indien (3,2%) och Turkiet (1%).



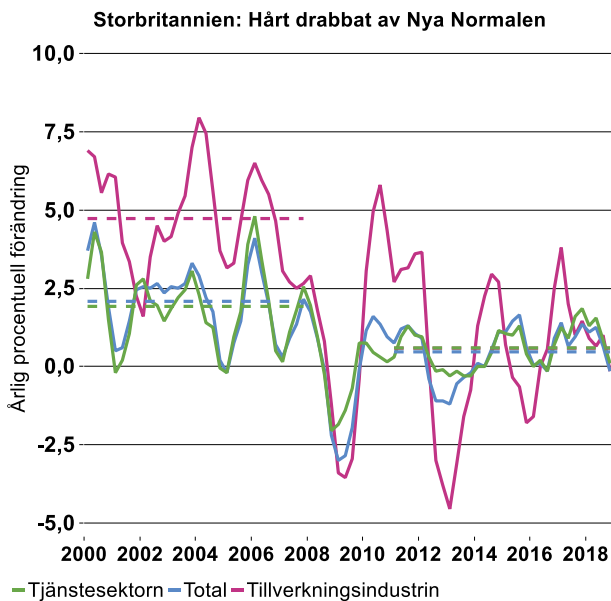
Sammanlagt finns det inte mycket som pekar mot att tillväxten håller på att ta fart, den vikande världskonjunkturen slår även mot Tillväxtekonomierna. Högfrekventa konjunkturindikatorer som exempelvis PMI pekar dock på en relativt stabil situation med fortsatt måttlig expansion i flertalet ekonomier. Återigen sticker dock Turkiet ut, här tyder mycket på fortsatt recession.

Teknikföretagen räknar med att Brasilien växer med 1/1 procent, Indien med 6/6,5 procent, Ryssland 1/1 procent och Turkiet -5/0 procent under 2019/2020. Det betyder att BRIT-ländernas bidrag till global BNP-tillväxt endast blir cirka 0,2 procentenheter per år.

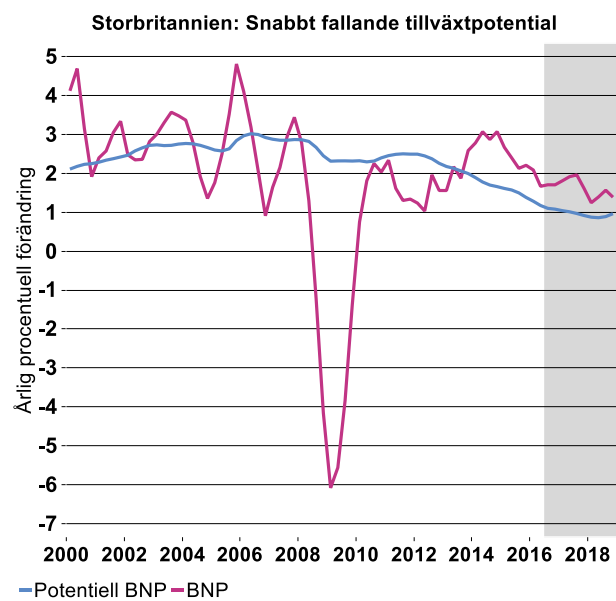
STORBRITANNIEN: BREXIT SÄNKER TILLVÄXT OCH INVESTERINGAR

Storbritanniens ekonomi har drabbats hårt av Den Nya Normalen de senaste åren. Produktivitetstillväxten har rasat, i synnerhet i tillverkningsindustrin men även i den så viktiga tjänstesektorn (se bilden nedan till vänster). Konsekvensen är att tillväxtpotentialen fallit med hela två procentenheter bara under det senaste decenniet (se bilden nedan till höger).

Britterna får vara glada om ekonomin växer med en procent per år i genomsnitt och de långsiktiga effekterna av Brexit lär inte bidra till högre tillväxtförmåga framöver. Teknikföretagen räknar med att Storbritanniens BNP växer med 0,7 procent/0,3 procent 2019/2020.

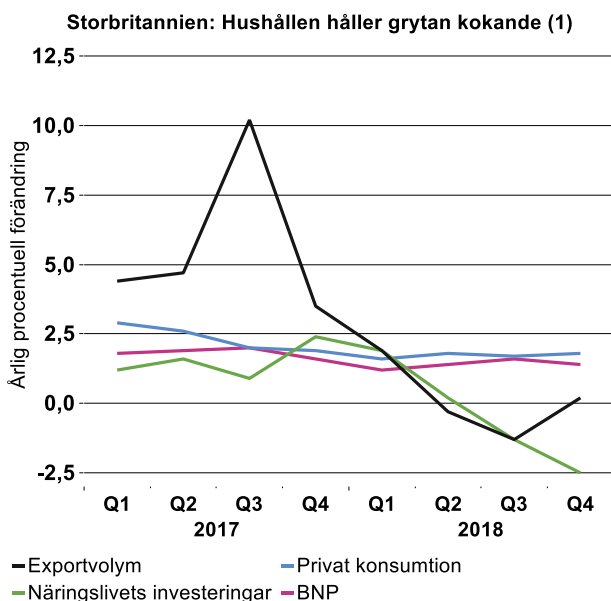


Källa: ONS

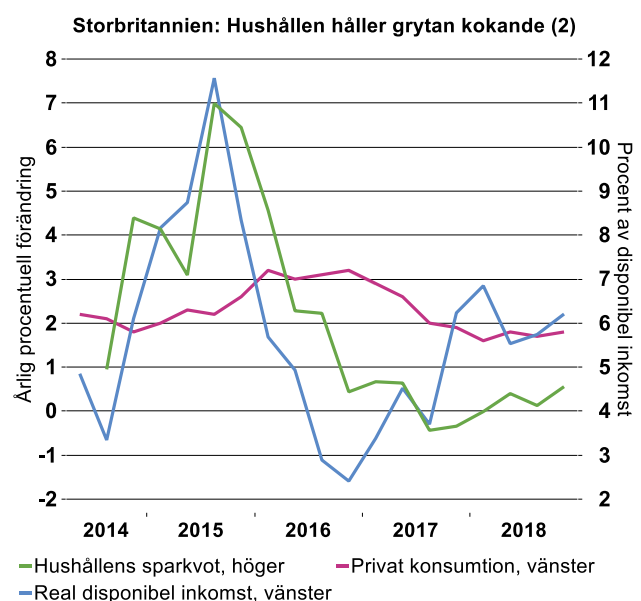


Källa: ONS, Teknikföretagen

Trots olyckskorparnas kraxande har ändå BNP-tillväxten varit skaplig de senaste åren, i första hand tack vare att konsumenterna varit på relativt gott shoppinghumör. Realinkomsterna har tagit fart de senaste åren, tack vare god reallöne- och sysselsättningstillväxt (se bilden nedan till höger).



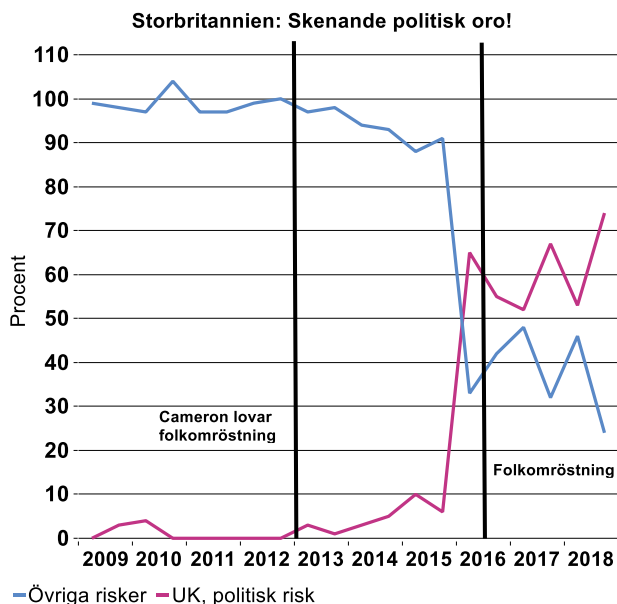
Källa: ONS



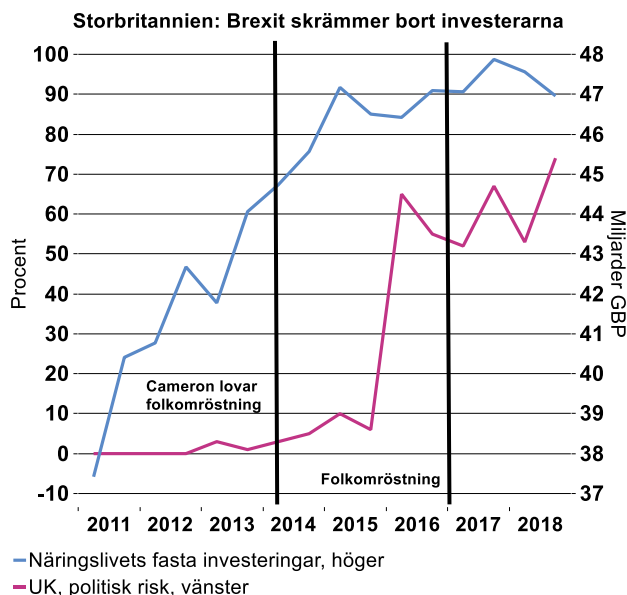
Källa: Eurostat, ONS

Till skillnad från hushållen har näringslivets investeringar tappat farten ordentligt på sistone, vilket högst sannolikt kan kopplas till den totala osäkerheten kring Storbritanniens framtida förhållande till EU. Redan

2013, i samband med att dåvarande Premiärministern David Cameron lovade en folkomröstning, började den upplevda risken kopplad till Storbritanniens inrikespolitik att öka (se bilden nedan till vänster).¹⁶ Det var dock först under 2015 som den politiska risken på allvar började tillta, för att fullkomligt dominera från och med inledningen av 2016, när sannolikheten för Brexit började stiga.



Källa: Bank of England



Källa: Bank of England

Investeringsnivån andra halvåret 2018 var oförändrad jämfört med första halvåret 2015. Visserligen kan det finnas andra bidragande faktorer men det är ändå slående hur näringslivets investeringar bromsade påtagligt i takt med den ökande inrikespolitiska osäkerheten (se bilden ovan till höger).

Inflationen under kontroll - Bank of England vilar på hanen

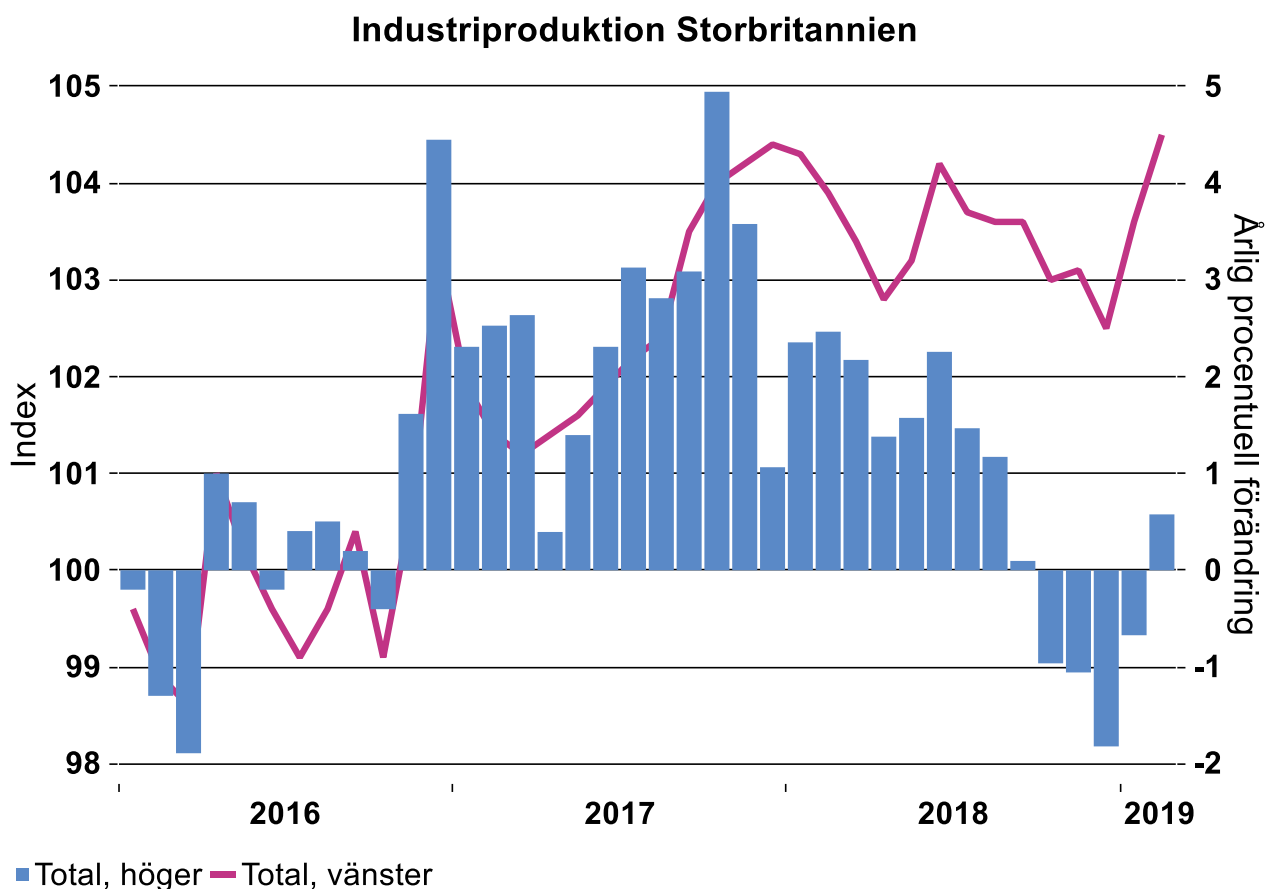
Det brittiska pundet försvagades kraftigt inför och efter Brexitomröstningen, vilket med fördröjning skickade iväg en inflationsraket och utlöste två räntehöjningar (se bilden nedan). Redan mot slutet av 2017 upphörde dock pundförsvagningen, följt av en viss förstärkning det senaste året. Som en konsekvens har också inflationen fallit tillbaka till strax under Bank of Englands två-procentmål. Såvida inte pundet åter börjar att falla kraftigt, och med tanke på den vikande världskonjunkturen och riskerna för negativa effekter på brittisk ekonomi, räknar vi inte med några ytterligare räntehöjningar det närmaste året.

Störningar i industrin

Aktiviteten för tillverkningsindustrin visar för närvarande vad man i ekonomiska tidsserier oftast betraktar som slumpstörning. Lager har byggts upp för att kunna hantera leveranstider under förväntan att förenade konungariket skulle lämna sina EU-partners i slutet av mars. Nu blev det ju inte riktigt så, men industriproduktionen tog preliminärt ett rejält skutt upp under första kvartalet jämfört med sista kvartalet i fjol som följt av denna lagerupbyggnad. Därutöver flyttade flertalet fordonstillverkare fram sina traditionella stoppveckor från semesterperioden i sommar till april i år, en månad som tidigare under felaktiga premisser ändå skulle ha blivit ”en vänta och se månad”. Det blir därmed lite hoppiga månader för industriproduktionen fram till tredje kvartalet i år.

Trots att ett eller annat EU-land (till exempel Italien) skulle kunna vara avundsjuka på brittisk ekonomi vad gäller makroekonomiskt utfall som exempelvis arbetsmarknad eller till och med BNP-tillväxt, har vi alltså inte direkt några större förhoppningar om fridfulla år 2019-2020. Som vi påpekar ovan har tillväxten dessutom inte varit direkt driven av produktiva investeringar. Storbritanniens maskininvesteringar har

¹⁶ Den röda kurvan i figuren visar hur stor andel av respondenterna i näringslivet som uppfattar den inhemska politiska situationen som den enskilt största, finansiella riskfaktorn. Den svarta kurvan visar hur stor andel som anser att summan av övriga faktorer innebär störst finansiell risk.



Källa: ONS, Macrobond

minskat 6 kvartal i rad eller Q3 2017- Q4 2018. Exit kommer därför inledas med en åldrande kapitalstock, vilket knappast kommer vara produktivetsdrivande framöver.

Innan allting sätter sig efter skilsmässan med EU blir det inte mycket till momentum för brittisk industri. Läget är samtidigt svårbedömt och struktureffekter påverkar rimligtvis framöver. En del storföretag inom både maskin- och fordonsindustri samt en och annan procentare inom finanssektorn flaggar för att lämna öriket eller dra ner sin kapacitet. Ett och annat företag inom såväl industri som tjänstesektorn planerar i stället på att satsa, eller har redan gjort det, då det ändå finns drygt 60 miljoner konsumenter att hantera. Innan nettoeffekter av att lämna eller stanna satt sig, blir det ett tekniskt lyft i industriproduktionen i år genom ett starkt första halvår. Industriproduktionen bedöms öka med 0,5 procent i genomsnitt. Följdefekter av exit är ändå enligt vår bedömning knappast positiva och som ett första anslag bedöms industriproduktionen minska med två procent nästa år. För teknikindustrin blir det lite värre siffror än så, som följd av en klart negativ utveckling för fordonsindustrin både i år och nästa år. Det är också den industribransch som påverkas mest av exit, till följd av högre kostnader för tullavgifter med mera. Produktionsvolymen för teknikindustrin bedöms minska med två procent i år och tre procent nästa år.

► FINLAND: EFFEKTERNA KLINGAR AV

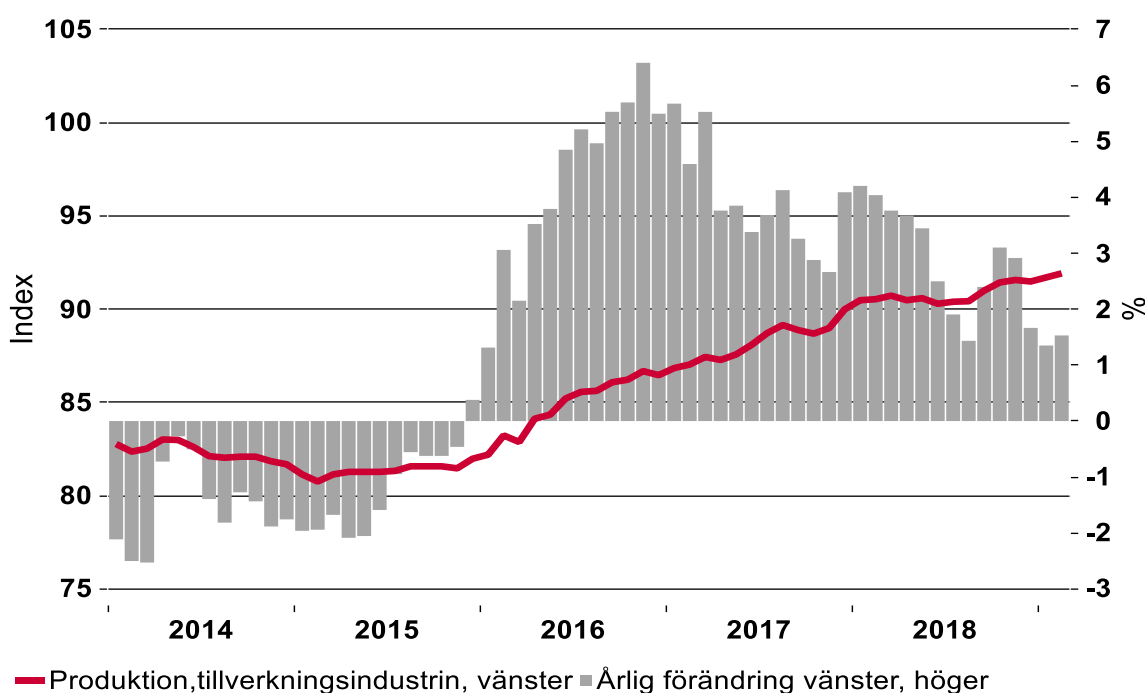
Den tidigare så kallade interndevalveringen, med minskade lönebikostnader och måttliga löneavtal, gav en liten boost för Finlands konkurrenskraft. I kombination med en global ekonomisk återhämtning tilltog BNP-tillväxten och nådde en ökning med 2,7 procent år 2017 respektive 2,3 procent i fjol. Samtidigt började sysselsättningen öka näst intill dramatiskt, från låg nivå i mitten av 2017 och med hela 2,7 procent 2018. Vi får backa ända till år 1999 för att hitta en motsvarande ökning i sysselsättningen. Trots denna uppgång tog hushållen det lugnt med sin konsumtion bland annat till följd av ett tidigare allt för lågt finansiellt sparande.

Nu kanske man får uppfattningen att allt är frid och fröjd. Så är inte fallet. Finland är en liten öppen ekonomi med stort beroende av ekonomisk aktivitet i omvärlden och handelsmönstret är näst intill en blåkopie av Sveriges dito. 60 procent av exporten går till EU (varav Sverige 10 och Tyskland 15 procent), fem procent vardera till Ryssland och Kina och sex procent till USA. Exporten av teknikvaror (exklusive fartyg) till EU har de senaste två åren ökat (med 25 procent 2017 och 9 procent i fjol) klart högre än EU:s inhemska efterfrågan och Finland har tagit marknadsandelar. Bakom denna succé finns en stark maskinexport, men också Valmet Automotive. Men lägre tillväxt i EU och Euroområdet slår naturligtvis negativt på Finlands utrikeshandel och vi räknar med att exporten inte kan öka i samma höga omfattning som tidigare utan rätar in sig mot den underliggande tillväxten i inhemska efterfrågan i EU.

En stor del av det ekonomiska uppsvinget sedan mitten av 2016 var inte bara internationellt betingat. Likt Sverige startade i Finland också en byggboom under senare delen av 2016 som nu sjunger på sista versen. Antalet byggnadstillstånd (bostäder och övrigt byggande) minskade under loppet av fjolåret och hamnade under sista kvartalet på den lägsta nivån sedan år 2015. Vi noterar samtidigt att löneökningarna börjar tillta efter den tidigare inkomstpolitiska uppgörelsen, om än i begränsad omfattning. Dessvärre har produktivitetstillväxten (BNP/sysselsatt) inte bara avtagit, utan minskade i fjol och enhetsarbetskostnader börjar därmed återigen gå åt fel håll. Konkurrenskraften börjar urholkas och behöver adresseras. Finlands BNP bedöms öka med 1,5 procent i år och med en procent nästa år.

För industrin räknar vi med en fortsatt inbromsning i tillväxten i år, efter två relativt starka år 2017-2018. I fjol ökade industriproduktionen sammantaget med 2,5 procent varav i teknikindustri med 3,2 procent. I år räknar vi med en tillväxt på en respektive två procent, med en möjlig svag återhämtning år 2020 till 1,5 respektive 2,5 procent, givet att exporten kan börja tillta.

Industriproduktion Finland



Källa: Statistics Finland, Macrobond

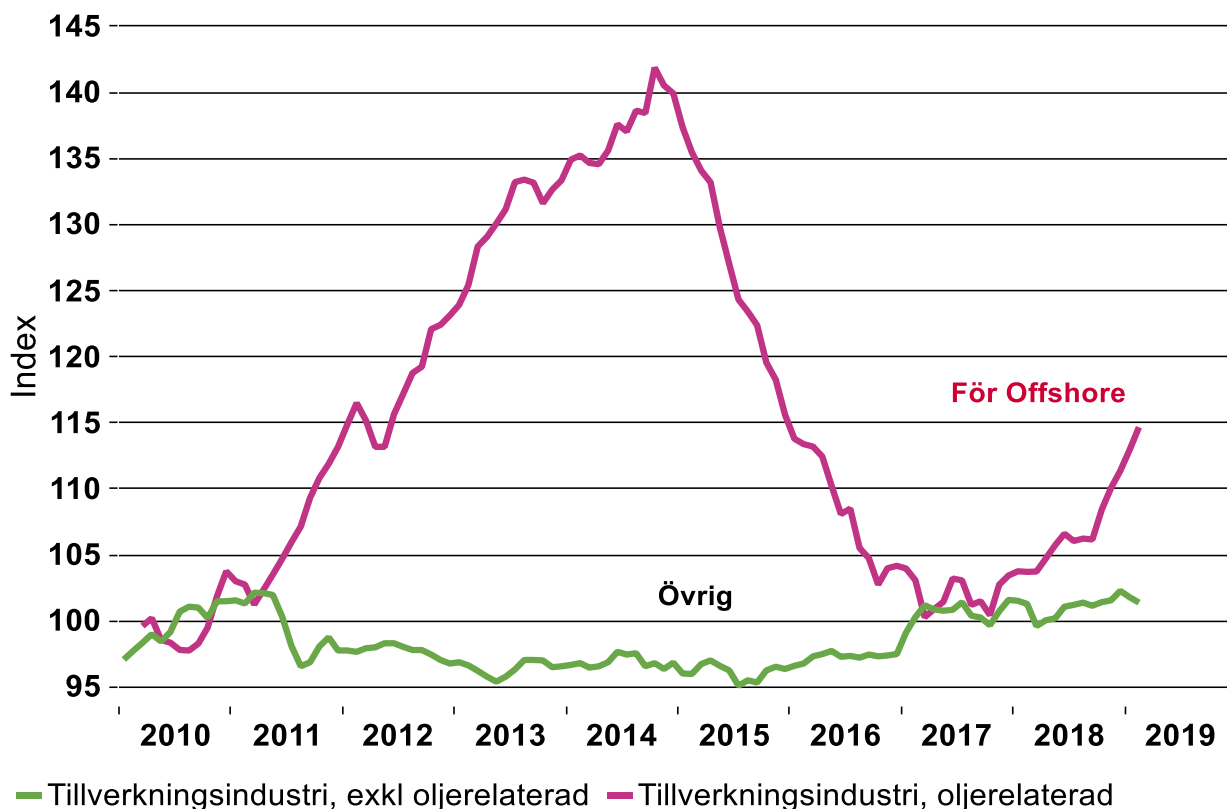
► NORGE: BRA 2019 MED AKTIV CENTRALBANK– MINDRE TREVTLIGT NÄSTA ÅR

Högt oljepris - hög tillväxt. Lågt oljepris – låg tillväxt. Det ligger faktiskt en hel del i detta kanske lite triviala påstående. Efter det att oljepriset föll från omkring 650 NOK per fat andra halvåret 2014 till 300 NOK första kvartalet 2016 för att därefter öka till cirka 625 NOK tredje kvartalet i fjol har tillväxten i Norges ekonomi tilltagit. Visserligen dämpades BNP-tillväxten inklusive offshore till 1,4 procent i fjol mot två procent året innan, vilket bland annat var en effekt av minskad export av olja, naturgas och oljeutrustning. Men för fastlandsekonomin tilltog i stället tillväxten något från två procent 2017 till 2,2 procent 2018.

Investeringar i oljesektorn kom igång första kvartalet i fjol och sysselsättningstillväxten tilltog efter nära tre år av oförändrad tillväxt. Då arbetslösheten återigen börjat närma sig den låga nivån från 2014 och då löneökningar steg med 3,5 procent sista kvartalet i fjol, har centralbanken nödgats att börja strama åt ekonomin med styrräntehöjningar. Efter oförändrat låg styrränta på 0,5 procent sedan första kvartalet 2016 kom första höjningen i september i fjol, till 0,75 procentenheter, och i mars i år levererades ytterligare en höjning, till en procentenhet vilket var förväntat sedan tidigare. Centralbanken aviserade i januari i år ”at styringsrenten mest sannsynlig ville bli satt opp i mars 2019”.

Den underliggande inflationstakten i Norge har dragit i väg lite väl mycket. KPI exklusive administrerade priser och energi har legat över inflationsmålet två procent sedan november i fjol. Centralbanken förväntar sig mot bakgrund av detta ”en litt raskere renteoppgang” i år (under andra halvåret) och lite lägre ränteuppgång längre fram än tidigare aviserat. Som vanligt brukar centralbanker samtidigt friskriva sig från sina framtida bedömningar. Skulle ekonomiska utsikter ändras, kommer också politiken att ändras. Detta gäller även i nuvarande formulering från centralbanken.

Industriproduktion Norge



Källa: Nat Stat, Macrobond

Bra för Sverige

En ökad ekonomisk aktivitet har också fått Norges industri, och även offshoresektorn, att bli allt mer optimistisk vilket återspeglas i senaste investeringsenkäten från Statistisk Sentralbyrå. Industriinvesteringarna förväntas öka med drygt 26 procent i år jämfört med i fjol. Här är optimismen särskilt hög i kemiindustri, oljeraffinaderi, papper och massa samt stål och metallverk. Även Norges teknikindustri planerar en ökning, exklusive tillverkning av oljeplattformar, på närmare 15 procent. Offshoresektorn planerar investeringar för 172 Mdr NOK i år mot 152 Mdr i fjol. Trots denna uppgång är ändå de årliga offshoreinvesteringarna klart lägre än toppåren 2013-2014 på omkring 220 Mdr NOK per år och tragglar sig därmed uppåt från en ganska låg nivå.

Denna tilltagande optimism rörande investeringar, även om planerna kanske inte realiserar 100 procent fullt ut, är av betydelse för Sverige. För maskinindustrin i Sverige är Norge den tredje största exportmarknaden efter USA och Tyskland.

Grannlandet utgör lite av ett glädjeämne för Sverige jämfört med de fyra stora inom EU (Tyskland, Frankrike, Italien och Storbritannien) som sammantaget inte mår lika bra med att visa samma höga efterfrågan som 2017-2018 för tillfället. Sveriges export till Norge följer dess inhemska efterfrågan väldigt väl och vi räknar med att denna efterfrågan kan öka måttligt åtminstone i år.

9 till 5

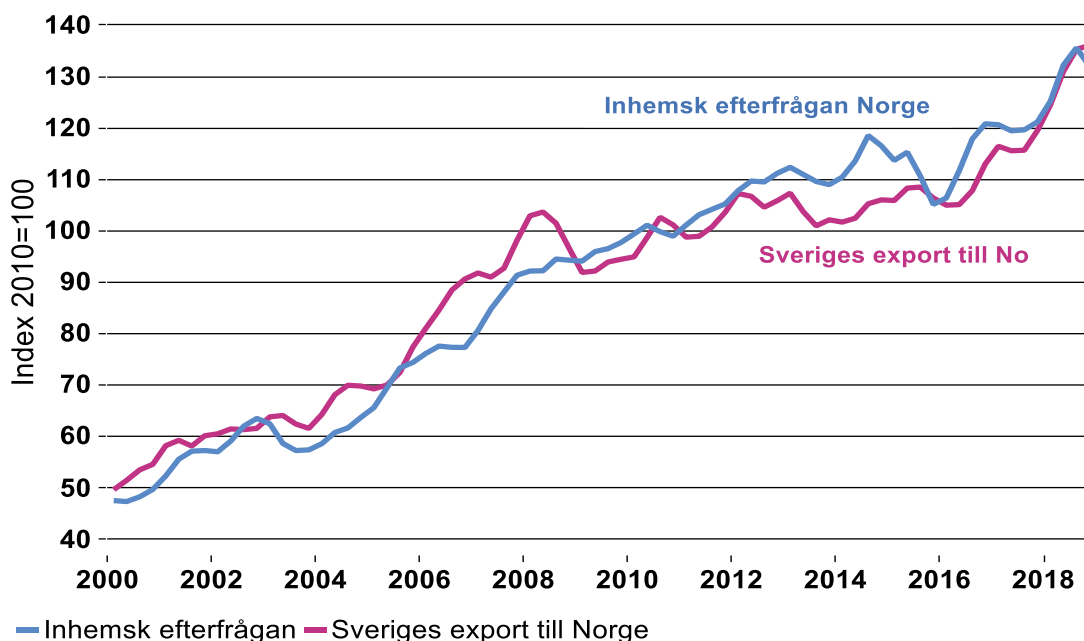
För teknikindustri i Norge är det full fart, vilket är naturligt mot bakgrund av en offshore-sektor som kvicknat till. För närvarande rullar produktionen av oljeplattformar i en tillväxttakt på drygt 30 procent, men följer på en produktionsminskning i samma härad 2015-2017. Metallvaruindustrin, där många underleverantörer till offshore-sektorn återfinns, har hakat på med tvåsiffrig tillväxt under inledningen av 2019.

Sammantaget räknar vi med en produktionsökning på hela nio procent i år för Norges teknikindustri, men som dämpas till en ökning på fem procent nästa år då förväntade räntehöjningar i år börjar bita och dämpar tillväxten något.

Oljedirektoratet räknar därutöver med att offshore-investeringar toppar i år, för att falla tillbaka något fram till år 2022. Norges BNP-tillväxt förväntas uppgå till 2,2 procent i år, men växlar ner till en ökning på 1,8 procent 2020, vilken även här förväntas vara en följd av lägre aktivitet inom off-shore och effekter av den förväntade penningpolitiken.

Inhemska efterfrågan Norge och Sveriges export till Norge

SEK Index 2010=100



Källa: Nat Stat, Macrobond

► SVERIGE: SVAGARE EFTERFRÅGETRYCK GER LÄGRE FART

Den inbromsning i svensk ekonomi i år som vi flaggade för i vår förra konjunkturrapport i november förra året stöds av den fortsatta utvecklingen i ekonomin sedan dess. De drivkrafter som under de senaste åren dragit upp Sveriges BNP-tillväxt har definitivt förlorat i styrka. De relativt stora bidragen från bostadsinvesteringar och hushållens konsumtion har krympt ordentligt och det saknas förutsättningar för en snabb återgång till att dessa delar av BNP ska få ett nytt uppsving. Dessutom visar världshandeln en kraftig inbromsning sedan slutet av förra året, vilket naturligtvis påverkar exportindustrin, som normalt följer svängningarna i exportmarknadstillväxten. Även tunga tjänstebranscher har påverkats av svagare efterfrågan från både export- och hemmamarknaden, vilket medfört att deras tidigare så starka bidrag till tjänstesektorns tillväxt fått pyspunka i början på 2019. Därmed blir även bidraget från tjänstesektorns produktion till Sveriges BNP-tillväxt betydligt mindre än under de senaste högkonjunkturåren.

Den starkare världshandeln under 2017-2018 drevs i hög grad av ökade investeringar inom produktionen av verkstadsprodukter runt om i världen, en uppgång driven av cykliska och strategiska investeringsbehov. Efter att denna typ av investeringar till stor del avklarats, saknas tecken på incitament för mer långsiktiga investeringar som skulle hålla uppe både investeringar och världshandeln framöver. Därmed kan inte heller Sveriges export förväntas överta stafettpippen som starkt draglok för ekonomins tillväxt i närtid, dvs. under 2019 och nästa år, då vi utgår från att den globala tillväxten kommer ligga kvar i en lägre växel jämfört med de senaste högkonjunkturåren.

Sveriges BNP-tillväxt bromsade in under andra halvåret 2018, men ett starkare första halvår gjorde att Sveriges BNP ändå steg med 2,3 procent jämfört med 2017. Vi bedömer att tillväxten i år kommer växla ned till 0,9 procent och öka svagt till 1,2 procent 2020. Nedan följer en genomgång av vad som ligger bakom denna prognos.

Minskade industriinvesteringar...

Nedgången i näringslivets investeringar, som startade andra kvartalet i fjol, fortsatte under fjärde kvartalet, enligt BNP-siffrorna från SCB som publicerades i slutet av februari. Totalt sett minskade de fasta investeringarna med 1,6 procent mellan tredje och fjärde kvartalet, säsongsrensat. En markant nedgång skedde inom tillverkningsindustrin, vars investeringar minskade med 15 procent från tredje kvartalet. Att minskningen blev så kraftig förklaras delvis av en desinvestering (försäljning) av immateriella tillgångar under fjärde kvartalet. I det här fallet rörde det sig om utflyttning av forskning och utveckling till utlandet, som samtidigt återspeglades i en ovanligt stark ökning av tjänsteexporten. Utöver denna tillfälliga, relativt stora effekt på investeringarna respektive tjänsteexporten, tyder annan data på att industrins investeringar kommer fortsätta att minska i år.

Efter de senaste årens relativt stora investeringar inom kemi-, skogs-, stål & metall- samt fordonsindustrin, följer en lägre investeringsnivå. Under 2017 svarade dessa branscher för över 60 procent av industrins samlade investeringar. Investeringslogiken skiljer sig åt mellan branscherna, exempelvis har utvecklingen inom massa- & pappersindustrin drivits av en flerårig omställning från grafiskt papper till förpackningar, mjuk- & finpapper. Inom fordonsindustrin har det istället varit en offensiv satsning på nya modeller inom premiumsegmentet som varit primus investeringsmotor. Det är knappast troligt att investeringarna och kapacitetsutbyggnaden inom dessa branscher nu fortsätter i samma takt som de senaste åren.

...i värde... än mer i volym

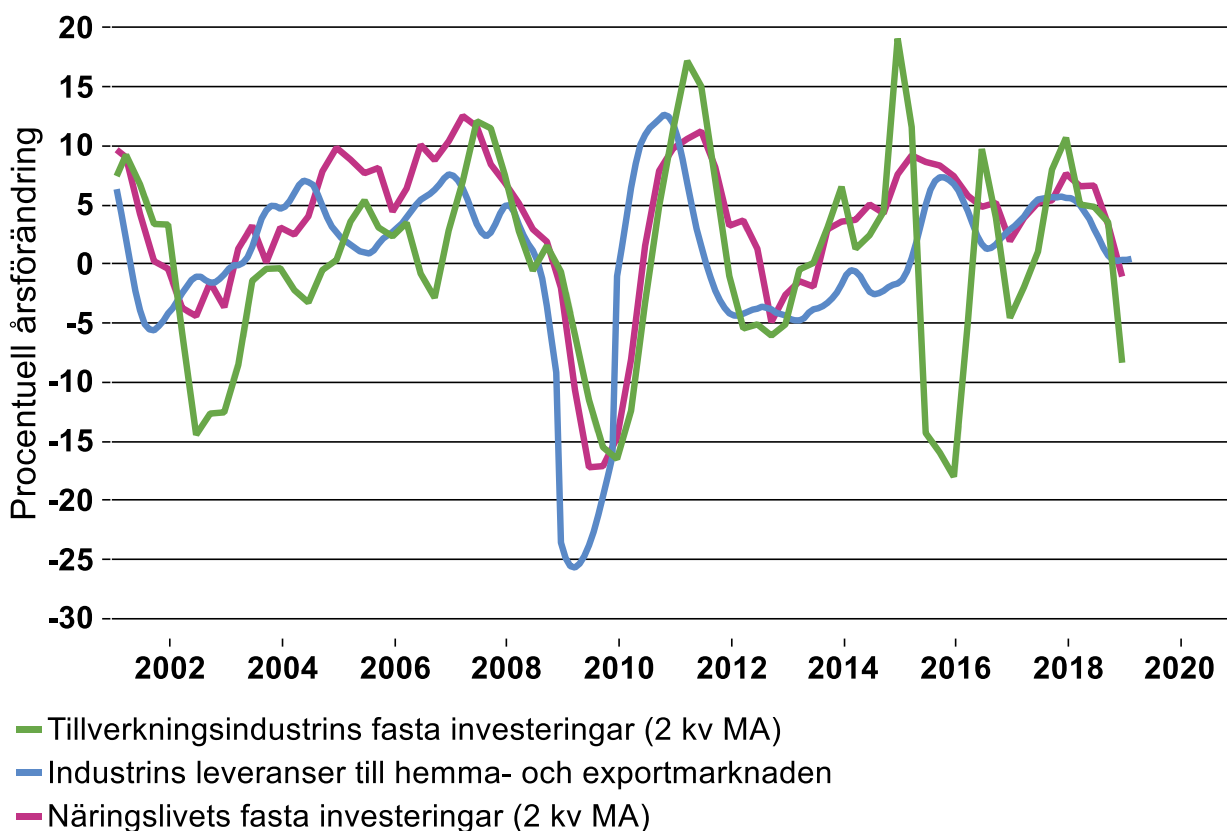
Den vikande globala industrikonjunkturen talar i stället för att investeringarna inom tillverkningsindustrin står inför en fortsatt och betydande avmattning 2019. Industrileveranserna bromsade snabbt i årstakt under hösten förra året, vilket normalt inverkar negativt på företagens investeringsplaner, se diagram nedan. Enligt SCB:s investeringsenkät från februari planerar gruv- och tillverkningsindustrin för en minskning med 10 procent av sina investeringar totalt i år jämfört med 2018, räknat i löpande priser. Här framgår också att motorfordons- samt massa- och pappersindustrin drar ned sina investeringar i år.

I volymtermer kan dock fallet 2019 bli än större givet vår bedömning för deflatorn för investeringsvaror som förväntas öka med 3,5 procent i år som följd av ökade importpriser (en hög andel maskinutrustning för industrin i Sverige är import).

Inför år 2020 borde investeringar i Sveriges industri börja ta fart efter två år av minskning och givet ett scenario om global ekonomisk återhämtning. Vi tror att så inte riktigt blir fallet även om det kanske vore önskvärt. Produktionstillväxten blir fortsatt begränsad och med den massiva våg av investeringar som genomfördes under 2016-2017 och en bit in på 2018 innebär att det finns en hel del kapacitet att utnyttja. Senast när investeringstillväxten stod still eller 2011-2013 (cirka 44 mdr SEK per år 2008 års priser) sammanföll det med minskad industriproduktion. Ett best case scenario för 2020 är att industriinvesteringarna blir oförändrade jämfört med i år.

Det finns dock en del redan tagna beslut om igångsättning av investeringar nästa år i motorfordonsindustrin. Det är dock värt att påpeka att dessa investeringar vanligtvis genomförs med långa mellanrum (exkl vardagsunderhåll). De sammanhänger inte direkt med nivån på kapitalkostnader utan är drivna av teknisk utveckling och de förväntade vinster denna utveckling genererar. Vinsterna kommer från smartare realkapital i sig, lägre energiförbrukning och miljöpåverkan samt genom bättre utväxling av given mängd använt råmaterial.

Fallande industrileveranser och investeringar



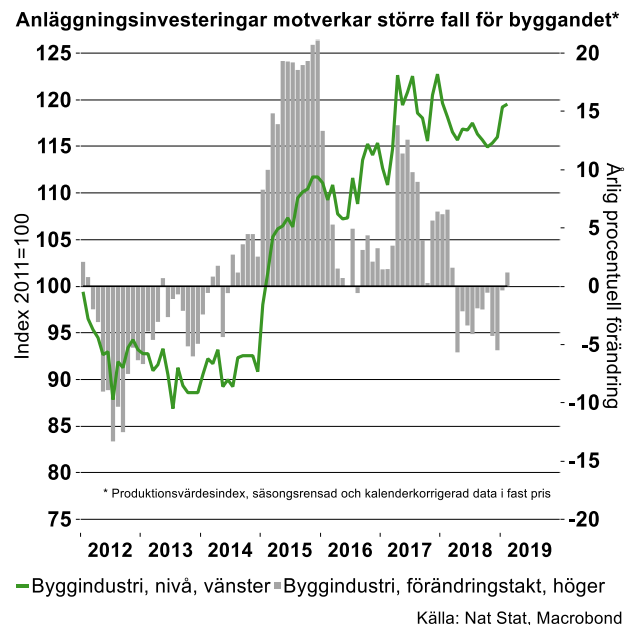
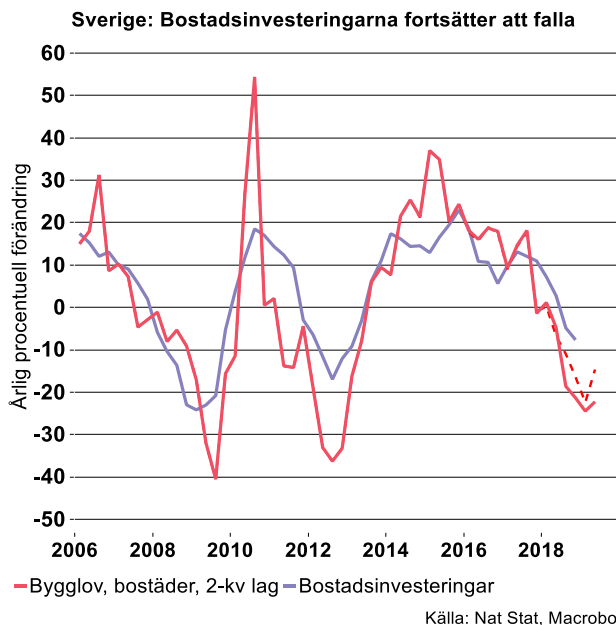
Källa: Nat Stat, Macrobond

Även tjänstesektorns investeringar kan väntas fortsätta bromsa i år, efter att de passerade en topp i början av 2018. Inbromsningen hör samman med både svagare konjunktur och de senaste årens försämring av produktivitetstillväxten och därmed lönsamhetsutvecklingen inom tjänstesektorn (se vidare sidan 60). Det historiska sambandet mellan produktivitetstillväxt och investeringar i tjänstesektorn står sig.

Byggnade drar ner Sveriges BNP-tillväxt

Efter att byggloven för bostäder började minska för ungefär ett år sedan inleddes fallet i bostadsinvesteringarna under andra kvartalet förra året. Byggloven fortsatte att minska under andra halvåret, med drygt 22 procent i årstakt under tredje kvartalet och ungefär lika mycket under det fjärde, enligt preliminära siffror. De kommer sannolikt revideras upp något, till en minskning med cirka 15 procent, då mer definitiva siffror för fjärde kvartalet kommit in, se diagram till vänster nedan.

Vi räknar med att bostadsinvesteringarna i år kommer att minska med 10 procent och ytterligare 5 procent nästa år. Bakom denna utveckling ligger främst ett prisfall på bostäder, med nära 6 procent jämfört med augusti 2017, då bostadspriserna nådde en toppnivå. Prisfallet hör bland annat samman med att det blivit svårare att sälja nyproducerade bostäder i storstadsområden. Relativt höga utgångspriser, hårdare krav på amorteringar samt förväntningar om stigande bolåneräntor, har sannolikt inverkat på både hushållens efterfrågan och bostadsinvesteringarna. Bygginvesteringarna totalt bidrar härmed inte längre till BNP-tillväxten, i motsats till det relativt starka bidraget under åren 2014-2017. Då drog de upp BNP-tillväxten med i genomsnitt 0,8 procentenheter per år. I år drar de i stället ned BNP-tillväxten, med 0,3 procentenheter.



Även om övrigt byggande ökar i år, dvs. i anläggningar och lokaler, räcker inte den uppgången för att motverka ett fall i de totala bygginvesteringarna respektive i byggproduktionen, med 3 procent respektive 2 procent.

I motsats till det fallande bostadsbyggandet gynnas övrigt byggande av ökade offentliga satsningar på järnvägsbyggande. Dessutom ökar investeringar i offentliga verksamhetslokaler. Det minskade bostadsbyggandet drar ändå ned byggandet totalt, vilket påverkar även andra sektorer. Inom teknikindustrin påverkas särskilt underleverantörerna till byggindustrin. Här finns alltifrån tillverkare av ventilationssystem och VVS-utrustning till leverantörer av metallstommar och fästelement. Denna delbransch av teknikindustrin omsätter årligen cirka 100 miljarder kronor. Hälften av försäljningen går till hemmamarknaden medan resterande del går på export. Även andra industribranscher som exempelvis betong-, stål- och trävaruindustrin, som är stora leverantörer till byggindustrin, kan antas drabbas hårt.

Förutom de direkta effekterna på byggindustrin och dess leverantörer inom tillverkningsindustrin, påverkas också andra sektorer inom svensk ekonomi av minskat byggande – inte minst arkitekter och teknik konsulter, vilket vi utvecklar längre fram i rapporten. Sammantaget slår alltså det fallandet byggandet på bred front mot Sveriges ekonomi och BNP-tillväxt.

Världshandeln bromsar både av svagare efterfrågan och av strukturella skäl

Efter den starka uppgången för världshandeln med varor under 2017, då den ökade med 4,7 procent i fasta priser, mattades tillväxttakten under förra året, till 3,3 procent.¹⁷ Under november-december 2018 inträffade emellertid en kraftig nedgång och i december hade världshandeln minskat med 1,5 procent jämfört med motsvarande månad 2017. Senast ett så kraftigt fall inträffade var i oktober 2008, innan fallet blev ännu djupare under finanskrisen.

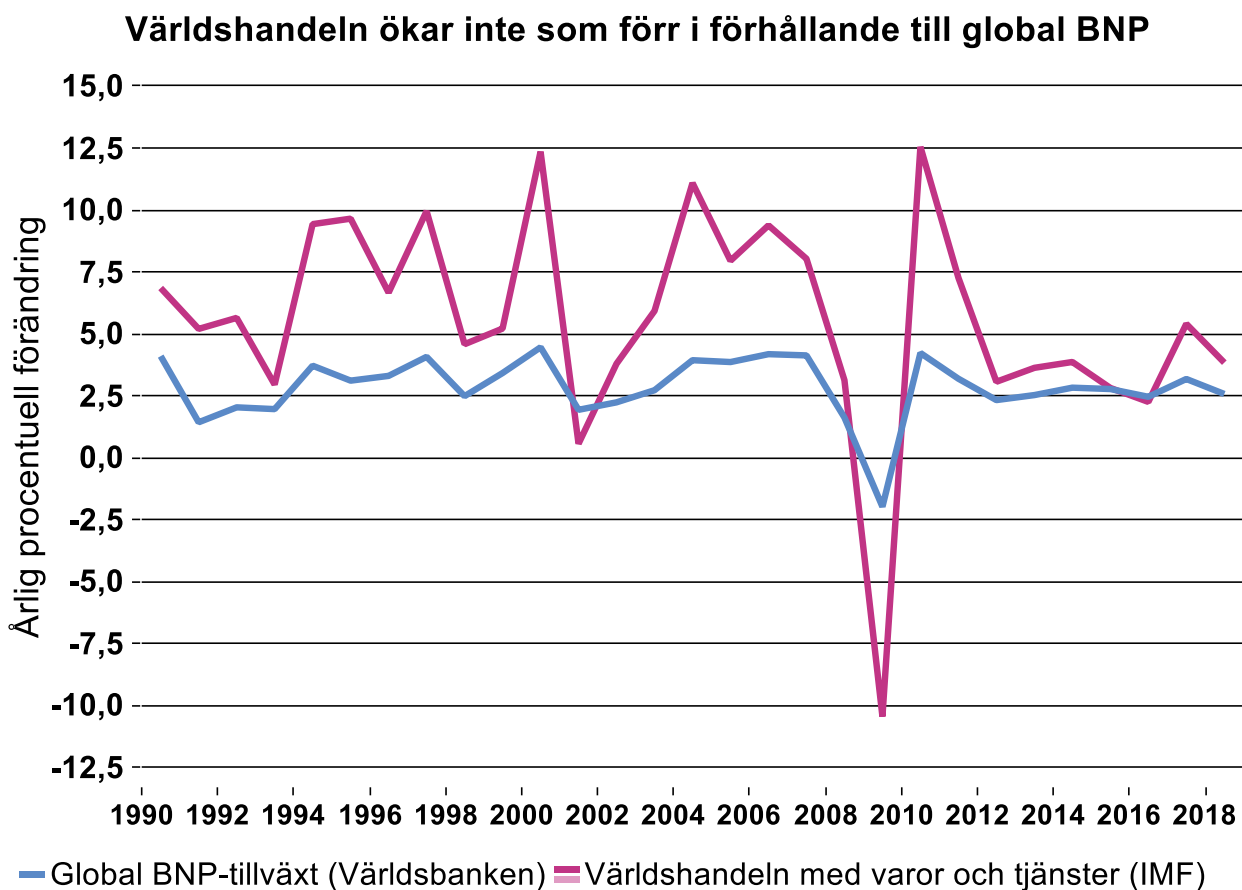
Sveriges varuexport följer normalt utvecklingen av världshandeln med varor, men ökade mer än världshandeln under förra året då dess uppgång nådde 4,3 procent, medan världshandeln med varor ökade med 3,3 procent. Det var främst den starka exporten av motorfordon samt maskiner som bidrog till den relativt högre takten. Den faktiska inbromsning som skett och fortsatt svag orderingång från exportmarknader för större delen av exportindustrin har föranlett oss att justera ned vår prognos för världshandeln med tillverkade varor, till en ökning med endast drygt 1 procent i år (från 2 procent enligt vår prognos i november). Nästa år räknar vi med en något högre takt, 1,6 procent. Vår prognos för Sveriges export totalt, inklusive tjänsteexporten, ligger nu på 2 procent för i år och 2,3 procent nästa år.

Även om exporten tappar i tillväxt, räknar vi med att Sveriges nettoexport ändå i viss grad kommer att bidra positivt till Sveriges BNP-tillväxt, med 0,5 procentenheter i år och nästa år, i samband med svagare importefterfrågan inom främst industrin och byggsektorn. Vi räknar alltså med att importen av främst varor kommer att utvecklas svagare än exporten, vilket gör att exportnettot ökar. Det positiva bidraget till BNP-tillväxten kommer emellertid inte väga upp bortfallet av det tidigare relativt starkare bidraget från hushållens konsumtion samt bostadsinvesteringar.

Världshandeln med varor och tjänster totalt har visat en svagare tillväxt i förhållande till den globala BNP-tillväxten efter finanskrisen jämfört med innan den. Då visade världshandeln normalt en klart högre tillväxt än global BNP. Exempelvis steg världshandeln med hela 7,1 procent i genomsnitt per år under 1996-2007 medan global BNP steg med 3,7 procent i genomsnitt per år.¹⁸ Under 2011-2018 steg världshandeln med varor och tjänster med 4 procent i genomsnitt per år medan global BNP steg med 2,7 procent i genomsnitt. Under perioden före finanskrisen var tillväxten i världshandeln alltså drygt 3 procentenheter högre än den globala tillväxten, men under perioden 2011-2018 var skillnaden endast drygt en procentenhet högre för världshandeln jämfört med den globala BNP-tillväxten.

¹⁷ Enligt CPB World Trade Monitor avseende varuhandeln.

¹⁸ Global BNP-tillväxt är här icke-köpkraftskorrigerad och hämtad från Världsbanken, april 2019. Uppgifterna för världshandeln med varor och tjänster är hämtade från IMF, World Economic Outlook, april 2019.



Källa: Världsbanken, IMF (WEO).

Trots de två senaste årens uppsving var världshandelns tillväxt lägre dessa år jämfört med genomsnittet för perioden 1996-2007. Skillnaden jämfört med perioder innan finanskrisen beror både på den långsamma återhämtningen av investeringar på exportmarknader, men även på en strukturell förändring. En del av denna förändring utgör omläggningen av Kinas tillväxtstrategi, det vill säga att Kinas ekonomi har blivit mer hemmaorienterad mot mer högteknologisk samt tjänsteproduktion, till skillnad från tidigare produktion av relativt billiga insatsvaror för export, där Kina bidrog kraftigt till ökningen av globala värdekedjor och världshandelns tillväxt. (Se även sidan 9 i denna rapport).

En annan del av den strukturella förändring som ligger bakom den långsammare världshandeln är att trenden mot ökad fragmentering av produktionen utmed globala värdekedjor har vänt under senare år, något som fått den nya benämningen ”slowbalisation”. Att trenden brutits under senare år i en rad utvecklade ekonomier visar bland annat statistik över globala värdekedjor för tillverkningsindustrin.¹⁹

En rapport från Teknikföretagen i april²⁰, baserad på data från SCB samt OECD, visar att produktionen inom Sveriges exportindustri och även inom vissa tjänstebanscher ökat sin andel inhemsk, direkt produktion av deras förädlingsvärde under senare år. Samtidigt visar OECD:s data att andelen importerat förädlingsvärde av insatsvaror och tjänster minskat till vissa industri- och tjänstebanscher i Sverige. Det kan finnas flera förklaringar till detta. En kan vara att industrin i ökad grad investerat i automatisering. Denna utveckling kan i sin tur höra samman med att arbetskraftskostnaderna har stigit i länder som tidigare producerat insatsvaror till industrin i Sverige, och därmed har den relativa kostnaden för att importera dessa insatser stigit och gjort denna import mindre lönsam.

¹⁹ Conference Board, februari 2019, “Going Local – changing global value chains and the impact on revenue and jobs”.

²⁰ Se vidare ”Exportsektorn växer”, Teknikföretagen, april 2019.

Industrins utveckling av automatisering, artificiell intelligens och annan ny teknologi möjliggör en mer kostnadseffektiv produktion, samtidigt som ökade kostnader för importerade insatsvaror kan undvikas. Med ökad automatisering kan produktion lättare flytta närmare företagets slutkunder på närliggande marknader, men även flytta närmare mer avlägsna marknader. Det kan också vara så att automatiseringen snabbar upp produktionen och även leveranser, vilket kan styra företagets beslut om var de lägger sin produktion. Den sammantagna effekten blir sannolikt minskad världshandel med insatsvaror.

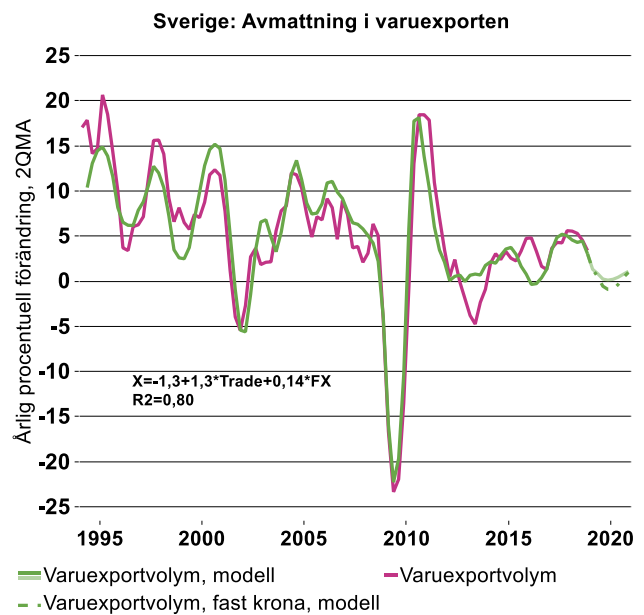
The Economist tog i januari i år upp den bromsande globaliseringen, ”slowbalisation”, och vad den kan bero på. ”Importen av insatsprodukter steg snabbt under 20 år fram till 2008, men har därefter fallit från 19 procent av världs-BNP till 17 procent.” Några förklaringar som nämns är att transport- och tullkostnaderna som andel av företags exportvärde slutat att falla och att företag koncentrerar sina värdekedjor till mer närliggande regioner. OECD-data bekräftar detta, som bland annat visar att handeln med insatsvaror som producerats inom exempelvis EU har ökat sin andel av importen av insatsvaror till EU under 2012-2016.

Svag krona hjälper inte då exportmarknaden viker

Den svenska kronan har gradvis försvagats sedan våren 2016, men Sveriges exportvolym av varor har ändå vuxit ungefär i takt med världshandeln med varor (se bilden nedan till vänster). Att svensk exportvolym inte ”slagit” tillväxten i världshandeln tack vare en allt svagare krona innebär naturligtvis inte att valutan är irrelevant. Utvecklingen hade rimligen blivit svagare med en starkare krona. En enkel regression visar att världshandeln och valutautvecklingen förklarar merparten av variationerna i svensk exportvolym. Utgår vi ifrån scenariot att världshandeln försvagas i år samt att kronan förblir på dagens nivå, indikerar modellen att exportvolymen bromsar till cirka 1,5 procent i årstakt under 2019. Skulle däremot kronan stärkas mot de nivåer som gällde sommaren 2017, indikerar modellen att exportvolymen bromsar till noll i slutet av 2019 (se bilden nedan till höger).



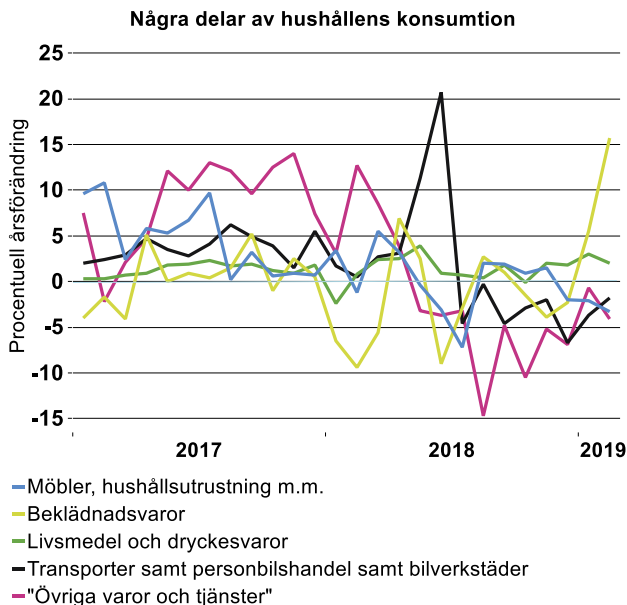
Källa: Nat Stat, Macrobond



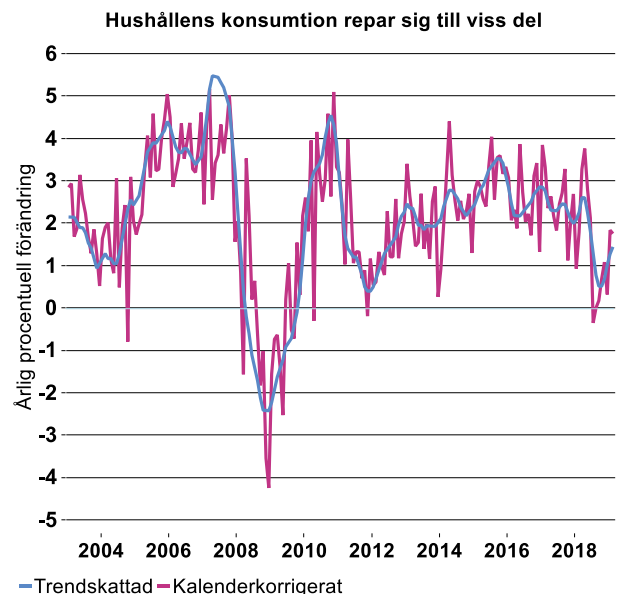
Källa: Riksbanken, SCB, Teknikföretagen

Hushållen avvaktar med större utgifter

Efter att ha börjat hålla igen på sin konsumtion under andra halvåret 2018 har hushållens konsumtion i viss mån repat sig i början på 2019. Konsumtionen svängde upp i januari-februari och låg drygt 1 procent högre än i december, säsongrensat, enligt SCB:s månadsindikator för hushållens konsumtion. Jämfört med motsvarande månader i fjol var konsumtionen 1,8 procent högre, kalenderkorrigerat, se diagram nedan.



Källa: SCB, Macrobond



Källa: SCB, Macrobond

Även om konsumtionen repat sig i början på året märks att hushållen dragit ned på delar av sin konsumtion, bland annat på varaktiga varor. Det gäller exempelvis möbler, hushållsutrustning och personbilar, se diagram till vänster ovan. Hushållen har även fortsatt planer på att hålla igen något på kapitalvaruinköp under de närmaste 12 månaderna, enligt KI-barometern i april. Det gäller även ”övriga varor och tjänster”, såsom sjukvård, kosmetika, klockor, smycken, hår- och skönhetsvård, kroppsvård, fastighetstjänster med mera. Denna sistnämnda del av konsumtionen utgör visserligen en mindre del av den totala hushållskonsumtionen, men dess relativt stora nedgång sedan maj förra året har bidragit till den svagare konsumtionen.

Hushållens inköp av bilar har fortsatt att falla i början på 2019. Bilinköpen minskade med drygt 10 procent i årstakt i februari. Under andra kvartalet i år kan vi vänta oss ännu kraftigare fall i årstakt, då bilinköpen kommer att jämföras mot den kraftiga uppgången som skedde innan de högre skatterna på nyregistrerade bensin- och dieselbilar infördes från och med juli 2018.

Konsumtionen av dagligvaror inom detaljhandeln, som består mest av livsmedel och dryck, har däremot ökat i början på året, och i februari låg årstakten på 2 procent. Detaljhandeln väger tungt i hushållens konsumtion, med en andel på 18 procent. Konsumtionen av kläder och skor fick därutöver ett rejält uppsving i februari, med nära 16 procent jämfört med februari förra året, men den väger betydligt mindre som andel av konsumtionen, 3 procent. Även konsumtionen inom restaurang och hotell ökade, med 3,1 procent i årstakt i februari, som väger något tyngre med en vikt på 6 procent av hushållens konsumtion.

De senaste siffrorna över detaljhandels utveckling visar en viss nedgång i mars i årstakt, från 3 procent i februari till 1,9 procent i mars. Både dagligvaruhandeln samt sällanköpshandeln ökade något mindre än i februari, enligt SCB:s kalenderkorrigerade siffror. Ökningstakten gick ned för en rad delar av detaljhandeln, men dessa delar har visat en mycket varierande utveckling och det är svårt att dra några slutsatser av utvecklingen en enskild månad. SCB:s månadsindikator för de huvudsakliga delarna av hushållens konsumtion visar lättare trender i konsumtionen, som vi belyst ovan.

Vi räknar med att hushållen kommer att vara fortsatt mer återhållsamma i sin konsumtion av varaktiga varor, men att deras övriga konsumtion kan fortsätta att bidra till en något starkare konsumtion i år än under förra året. Även om konsumtionen i år blir något starkare än förra året, som då uppgick till endast 1,2 procent, räknar vi med en relativt måttlig tillväxt på 1,8 procent jämfört med de starka åren 2013-2017 då konsumtionen steg med 2,5 procent per år i genomsnitt.

Hushållens sparkvot, dvs. sparande i procent av disponibel inkomst, låg på i genomsnitt 15,5 procent under åren 2013-2017, men steg till 17,1 procent 2018. För i år räknar vi med nästan samma höga nivå på sparkvoten som förra året. Nästa år räknar vi med att konsumtionen ökar med 1,5 procent. Det innebär att hushållens sparkvot minskar till något över 16 procent. Här inverkar den mycket begränsade ökningen av

sysselsättningen nästa år och en klart svagare realinkomstökning på endast 0,8 procent. I år beräknas realinkomsten öka med 1,8 procent, alltså lika mycket som hushållens konsumtion.

Borde inte skattesänkningarna ge skjuts till konsumtionen?

Bakom hushållens höga sparande kan finnas flera förklaringar, såsom att de blivit mer pessimistiska om utvecklingen i Sveriges ekonomi på ett års sikt. Hushållens konfidensindikator enligt KI-barometern steg visserligen i april, till följd av en mer optimistisk syn på den egna ekonomin, men hushållens syn på den svenska ekonomin fortsätter att vara klart mer pessimistisk än normalt. Hushållens konfidensindikator har legat under dess historiska genomsnitt sedan oktober förra året.

Hushållen räknade senast i april med att bolåneräntorna kommer att stiga under de närmaste åren, enligt Konjunkturinstitutets barometer bland hushållen. Frågan är om hushållen möjligen kommer att räkna med en svagare ränteuppgång närmaste åren, efter Riksbankens senaste besked, den 25 april, om att de flyttat fram sin räntehöjning till slutet av 2019 alternativt början av 2020 och indikerar en långsammare takt i sina räntehöjningar närmaste åren. Vi utgår ändå från att hushållen kommer räkna med högre bolåneräntor på längre sikt, men sannolikt med en långsammare uppgång än de tidigare räknat med. Detta är dock inte avgörande för vår prognos för hushållens konsumtion utan snarare en svagare tillväxt, arbetsmarknad och inkomstutveckling.

Men borde inte årets sänkning av inkomstskatterna dra upp hushållens konsumtion? Vi räknar inte med en sådan effekt. Vi utgår från att en tillfällig skatteförändring inte har någon märkbar effekt på privat konsumtion. Forskning visar att det totala sparandet i ekonomin inte påverkas av en engångsförändring i offentligt sparande, som exempelvis en skattesänkning.²¹ Skälet är att hushållen inser att dagens budgetförändring måste kvittas mot ändrade skatter eller offentliga utgifter i framtiden. Enligt empirisk forskning finns ett starkt samband mellan hushållens sparkvot och det offentliga sparandet. Hushållen låter förväntade framtida inkomstflöden påverka konsumtionen idag. Hushållen tar med andra ord hänsyn till om de förväntar sig att ändrade skatter och offentliga transfereringar kommer att bestå på lång sikt.

Forskning visar alltså att det finns ett mycket starkt samband mellan variationer i offentligt sparande och hushållens sparkvot. Enkelt uttryckt, ett större offentligt strukturellt överskott som andel av BNP²² har motsvarats av ett minskat sparande som andel av hushållens disponibla inkomst.

Det offentliga strukturella överskottet bedöms för närvarande vara mycket lågt och minska under de närmaste åren, vilket talar för en fortsatt hög sparkvot bland hushållen. Konjunkturinstitutet räknar i sin senaste prognos från mars med att det strukturella sparandet i år kommer ligga kring noll. Det hör samman med att inkomsterna ökar långsammare i förhållande till BNP. Sparandet kan behöva stärkas under de kommande åren för att överskottsmålet i de offentliga finanserna ska kunna nås över konjunkturcykeln.

²¹ Se Ekonomisk Debatt 2001, nr 1, ”Ricardianska effekter på hushållens sparkvot i OECD: Hur starka är de?”, Jan Häggström, Mats Kinnwall.

²² Det strukturella sparandet i offentlig sektor är en beräkning av vad det finansiella sparandet skulle vara om ekonomin var i konjunkturrell balans. Beräkningen av det strukturella sparandet har rensat för effekter av konjunkturen, exempelvis för att skatteinkomsterna ökar när konjunkturen förstärks, samtidigt som utgifterna för framför allt arbetslöshet sjunker. Se vidare ”Konjunkturläget”, Konjunkturinstitutet, mars 2019.

► TJÄNSTESEKTORN

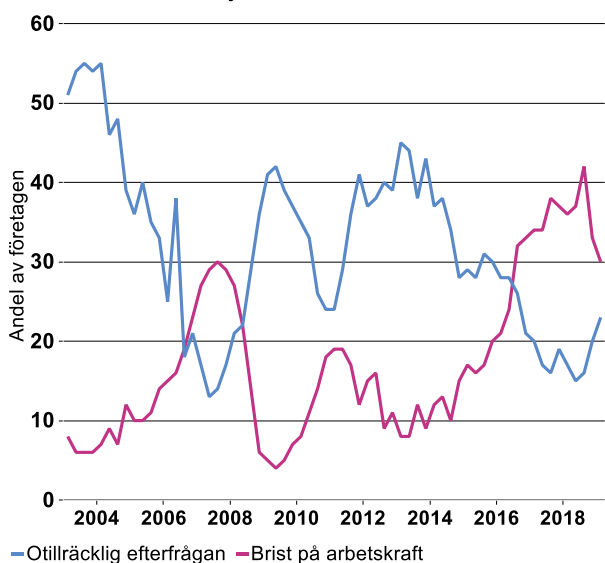
Har tappat drivkraft

Mot slutet av 2018 märktes allt tydligare att stora delar av tjänstesektorns produktionstillväxt bromsade in. Den privata tjänstesektorns produktion ökade ändå med hyggliga 3,2 procent under helåret 2018, vilket vi också räknade med i vår novemberprognos.

Inbromsningen för större delen av tjänstesektorns delbranscher mot slutet av 2018 hör samman med svagare efterfrågan både från hemmamarknaden och omvärlden. Tunga tjänstebranscher med stark koppling till byggsektorn och exportindustrin, som tidigare bidragit starkt till tjänstesektorns tillväxt, visade allt tydligare svaghetstecken mot slutet av året. Endast ett fåtal branscher låg bakom den tillväxt som trots allt kom i tjänstesektorn under fjärde kvartalet, främst branschen information och kommunikation, där utgivning av programvara samt datakonsulter ingår.

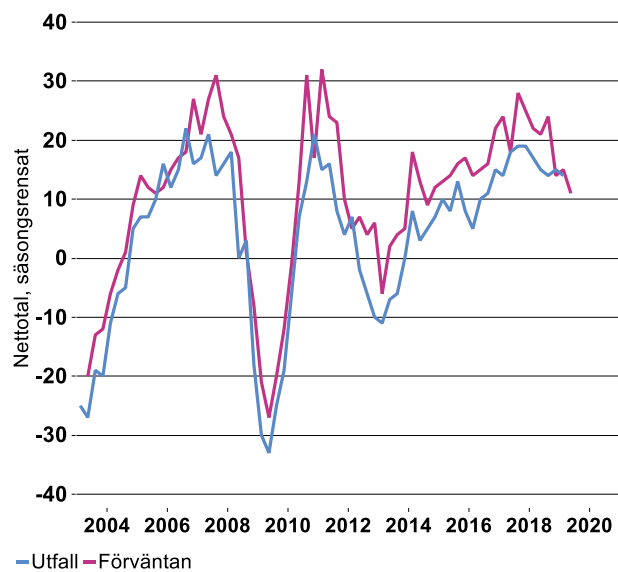
Ledande konjunkturindikatorer visar att tjänstesektorn följt industrins nedgång med en normal fördröjning, som syns exempelvis mellan Inköpschefsindex (PMI) för industrin respektive för tjänstesektorn. Vidare har konfidensindikatorn för tjänstesektorn, enligt KI-barometern, legat under det historiska genomsnittet sedan november förra året. Den senaste barometern från april visar en fortsatt stigande andel av tjänsteföretagen som anger att otillräcklig efterfrågan nu är främsta hindret för verksamheten, en uppgång som inleddes fjärde kvartalet förra året. Efterfrågan har börjat minska för en något större andel av företagen och tjänsteföretagens förväntningar om efterfrågan närmaste månaderna har skruvats ned jämfört med förra året. Det tyder på att tillväxten i sektorn under de närmaste månaderna kan väntas fortsätta att vara svagare än under de senaste högkonjunkturåren. Likaså kan en långsammare ökning av sysselsättningen inom tjänstesektorn förväntas framöver, då en större andel av företagen, cirka 1/5 räknar med att dra ned antalet anställda under andra kvartalet, enligt KI-barometern.

Arbetskraftsbristen i tjänstesektorn viker som främsta hinder



Källa: KI-barometern.

Sysselsättningen i tjänstesektorn ökar i mindre grad



Källa: KI-barometern

I vår prognos från november räknade vi med att tjänstesektorns produktion 2019 skulle öka med 1,6 procent, en halvering jämfört med 2018. Den svaga avslutningen på förra året för flertalet tjänstebranscher och indikatorer som tyder på fortsatt försvagning i början av 2019 talar för att vår bedömning för tjänstesektorns tillväxt i år står sig ganska väl. Den negativa utvecklingen för tungt vägande företagstjänster samt partihandeln i början på 2019 stödjer prognosen. Vi räknar nu med att tjänstesektorns produktion kommer växa med omkring 1,5 procent i år. För nästa år räknar vi med att tillväxten ligger kvar kring samma takt, inte minst mot bakgrund av att produktivitetstillväxten kan väntas vara fortsatt låg, då stora delar av tjänstesektorn hämmas av fortsatt kompetensbrist. Någon snabb lösning på denna brist finns ännu inte i sikte.

Kompetensbristen bromsar produktivitetstillväxten

I vår förra konjunkturrapport belyste vi den markanta förändringen av vilka produktionsfaktorer som bidragit till förädlingsvärdets tillväxt inom tjänstesektorn²³ då man jämför perioden 2000-2007 med den efter finanskrisen. Efter krisåren 2008-2009 är det främst en ökning av arbetade timmar som ligger bakom den ökade produktivitetstillväxten i tjänstesektorn. Däremot bidrog produktivitetstillväxt i klart mindre grad jämfört med perioden innan finanskrisen.

Den allt sämre produktivetsförändringen hör samman med ett betydligt mindre bidrag från arbetskraftens kvalitetsförändring samt ett negativt bidrag från effektiviteten i produktionen, det som brukar fångas in av multifaktorproduktiviteten, MFP. En av förklaringarna till detta hör sannolikt samman med att företagen fått allt svårare att rekrytera tillräckligt med den kompetens företagen söker, sådan kompetens som normalt bidrar till en effektivare användning av produktionsresurserna.

De senaste årens försämrade produktivetsutveckling i tjänstesektorn står i stark kontrast mot perioden innan finanskrisen, 2000-2007, då användningen av produktionsfaktorer blev allt effektivare, vilket fångades i ett ökat bidrag från MFP till produktivitetstillväxten, enligt SCB:s beräkningar. Då var tillgången på särskilda kompetenser inom olika tjänstebanscher inte heller lika akut som under de senaste åren.

Svagare efterfrågan för tjänstebanscher med stark koppling till bygg- och tillverkningsindustrin

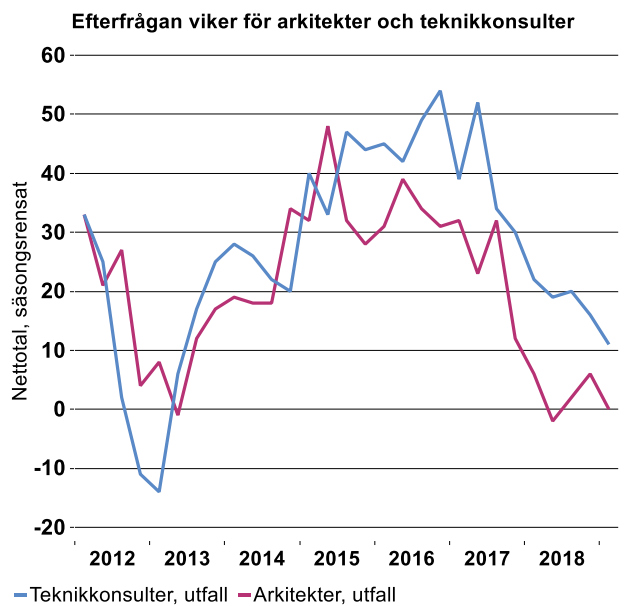
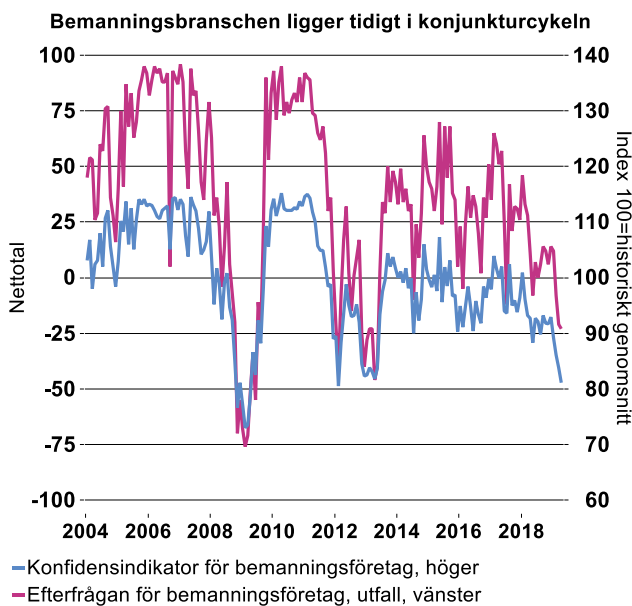
Allt fler tjänstebanscher började visa tecken på att bromsa in mot slutet av förra året, särskilt en rad banscher som främst har företag som kunder. Endast ett fåtal banscher stod bakom tillväxten i tjänstesektorn i slutet av förra året och i början av 2019. Under första kvartalet i år visade en fortsatt ökad andel av företag inom uppdragsverksamhet, det vill säga en rad företagstjänstbanscher, att otillräcklig efterfrågan var främsta hindret för deras verksamhet, enligt KI-barometern. Samtidigt minskade andelen företag som ser brist på arbetskraft som främsta hinder.

Bland de företagstjänstbanscher som först märkte av svagare konjunktur finns bemanningsbanschen. Efterfrågan för banschen blev allt svagare under förra året, se diagram nedan till vänster. Konfidensindikatorn för banschen har i år fortsatt att falla allt längre under dess historiska genomsnitt, se diagram nedan.²⁴

Under första kvartalet i år steg efterfrågan för endast 1/4 av bemanningsföretagen och minskade för en större andel, 40 procent av företagen, enligt KI:s senaste barometer. Nu förväntar sig cirka hälften av företagen att efterfrågan kommer att minska under andra kvartalet i år. Banschen har dragit ned på antal anställda sedan fjärde kvartalet förra året, och fortsatta neddragningar förväntas under andra kvartalet i år.

²³ Se vidare nationalräkenskaperna, SCB.

²⁴ Denna indikator bygger på ett medelvärde för utvecklingen av företagens verksamhet (utfall), efterfrågan på företagens tjänster (utfall) samt företagens förväntningar på hur efterfrågan kommer utvecklas under de närmaste månaderna. Tidsserien standardiseras till en tidsserie med medelvärdet 100.



Omsättningen för hela branschen har visat en gradvis avmattning från en tillväxttopp första kvartalet 2017, och under fjärde kvartalet minskade omsättningen med något över 4 procent jämfört med motsvarande kvartal föregående år, enligt Kompetensföretagens kvartalsrapport. Denna bransch ger normalt tidiga signaler om en konjunkturvändning för tillverkningsindustrin, som har en relativt stor andel av bemanningsbranschens omsättning, 31 procent.²⁵

Även arkitekter och teknik konsulter har känt av svagare efterfrågan i ett relativt tidigt skede, från slutet av 2017, se diagram till höger ovan. Dessa påverkades särskilt av de minskade bostadsinvesteringarna som inleddes under förra året. Cirka 1/4 av arkitekternas omsättning bygger på projekt med koppling till bostadsbyggandet. Försvagningen av efterfrågan för arkitekter har fortsatt till och med första kvartalet i år, enligt KI-barometern.

För teknik konsulter ser det något ljusare ut, jämfört med arkitekterna, men efterfrågan har mattats även för denna bransch, se diagram ovan. Teknik konsulter med en relativt stor andel av omsättningen med inriktning på infrastrukturprojekt samt byggnader vid sidan av bostäder, har gynnats av den fortsatta ökningen av investeringar i både lokaler och anläggningar. Teknik konsulter som är stora leverantörer till exportindustrin och kunder på exportmarknaden påverkas däremot av svagare efterfrågan från omvärlden.

Svagare exportleveranser från Sverige påverkar också partihandeln. Tillväxten inom denna bransch fick, liksom exportindustrin, en extra skjuts från slutet av 2016 till en topp kring årsskiftet 2017/2018. Avmattningen under 2018 märks tydligt för partihandel som i hög grad utgör mellanled i industrins leveranser av både insats- och exportvaror.

Den svagare utvecklingen inom export- och byggindustrin har också märkts allt tydligare bland företagstjänster i allmänhet, vars produktion minskade både i januari och februari, enligt SCB:s tjänsteproduktionsindex. För företagstjänster inom ekonomi, juridik, vetenskap och teknik minskade produktionen med 2,3 procent i februari jämfört med samma månad i fjol, och bidrog alltså negativt till tjänstesektorns tillväxt. Härmed uteblev det starka bidrag som dessa företagstjänster legat bakom under de senaste årens högkonjunktur.

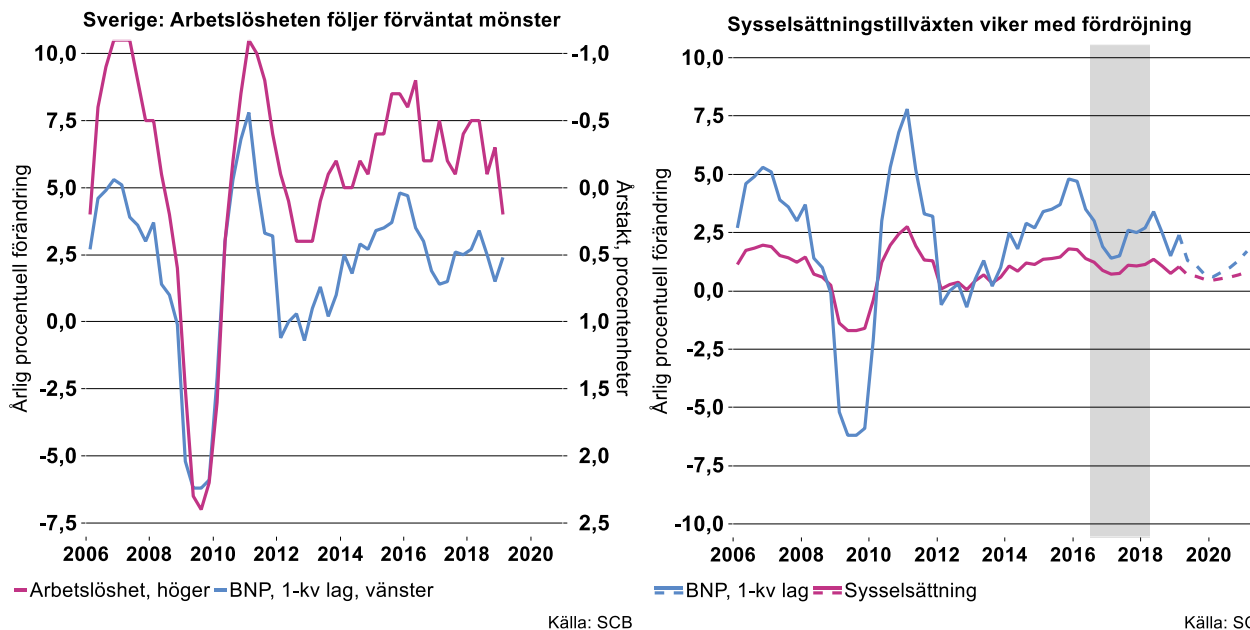
Arbetsmarknaden bromsar enligt klassiskt mönster

Den svenska arbetsmarknaden fortsatte att utvecklas relativt starkt ända till början av 2019, och den vikande konjunkturen inom både industrin och tjänstesektorn märktes ännu inte i siffror för arbetslöshet och

²⁵ Se Kompetensföretagens kvartalsrapport för fjärde kvartalet 2018.

sysselsättning. Detta följer ett klassiskt mönster, där arbetsmarknaden normalt följer utvecklingen för produktionen med viss fördröjning. Arbetslösheten visar emellertid tecken på att ha börjat stiga i mars i år, till 6,7 procent från 6,3 föregående månad, säsongrensat enligt SCB:s Arbetskraftsundersökning (AKU). Samtidigt visar sysselsättningen tecken på svagare ökningstakt under första kvartalet. Under förra året steg sysselsättningen totalt med 1,8 procent. Vi räknar med att ökningstakten växlar ned till 1 procent i år och till 0,5 procent nästa år.

Arbetslösheten steg i stort sett uteslutande för utrikes födda i mars, från 15,1 procent av arbetskraften till 16,4 procent, vilket motsvarar en ökning med cirka 38 000 fler arbetslösa bland utrikes födda jämfört med mars förra året.



Grafen till vänster ovan visar det stabila sambandet mellan den årliga förändringen i arbetslösheten och BNP-tillväxten; den så kallade Okuns relation. Den kan även användas för att beräkna den potentiella BNP-tillväxten, det vill säga den tillväxt som ekonomin med befintliga resurser förmår prestera i genomsnitt över konjunkturcykeln. Teknikföretagens bedömning av Sveriges potentiella BNP-tillväxt är för närvarande ca 1,7 procent. Med tanke på att BNP vuxit fortare än potentiell tillväxt de senaste åren är det således inte konstigt att arbetslösheten då fortsatte att falla.

Vår BNP-prognos för 2019-2020 ligger under Sveriges potentiella tillväxt, vilket talar för att arbetslösheten ska börja stiga i år. I genomsnitt följer utvecklingen för arbetslösheten förändringen i BNP-tillväxten med ett kvartals fördröjning. Ännu saknas siffror på hur stark BNP-tillväxten varit under första kvartalet i år, men om arbetslösheten fortsätter att stiga, talar det för att tillväxten ligger under den potentiella. (I graferna ovan är BNP-tillväxten framskjuten ett kvartal för att än tydligare visa det starka sambandet). Vi räknar med att arbetslösheten kommer att stiga till 6,7 procent av arbetskraften i slutet av 2019 och vidare till 7 procent i slutet av nästa år.

Förutom svagare tillväxt i ekonomin, kan det finnas fler förklaringar till ökad arbetslöshet. Dels har arbetskraften fortsatt att stiga, medan det ökade utbudet av arbetskraft inte omedelbart lett till sysselsättning. Det är främst en ökning av utrikes födda som stått bakom inflödet till arbetskraften under de senaste åren, det vill säga bland dem som beviljats uppehållstillstånd och gradvis kommit in i arbetskraften som arbetssökande. Matchningen mellan efterfrågan på kompetenser och utbudet av kompetens har samtidigt försämrats generellt, vilket försvårat integreringen av den växande arbetskraften.

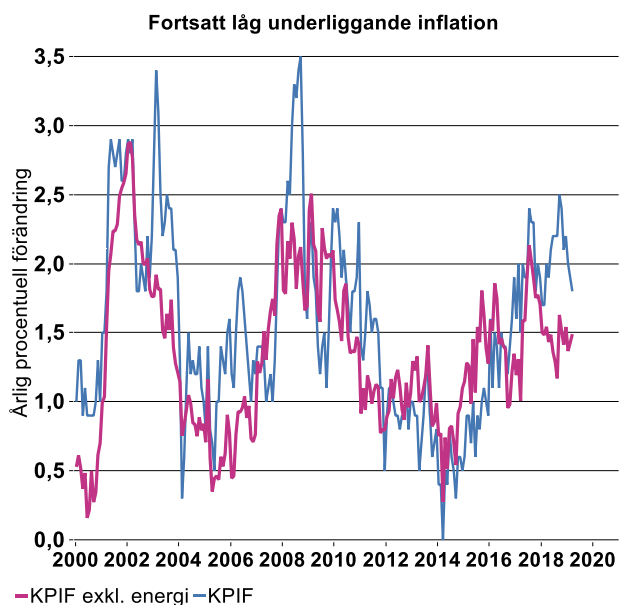
Den förra regeringen startade 2015 full finansiering av så kallade extratjänster inom offentlig sektor, vilket drog upp sysselsättningen ytterligare, särskilt under 2017-2018. I slutet av 2018 hade nära 18 000 personer en

extratjänst.²⁶ Endast långtidsarbetslösa eller nyanlända som fått uppehållstillstånd och sökt arbete hade möjlighet att få denna typ av jobb. Tillkomsten av dessa jobb bidrog sannolikt till att det historiska sambandet mellan sysselsättnings- och BNP-tillväxten tillfälligt kortslöts under 2017-2018, se skuggad period i grafen till höger ovan. Från 1 januari i år tas inga nya beslut för extratjänster och de befintliga extratjänsterna kan inte förlängas.

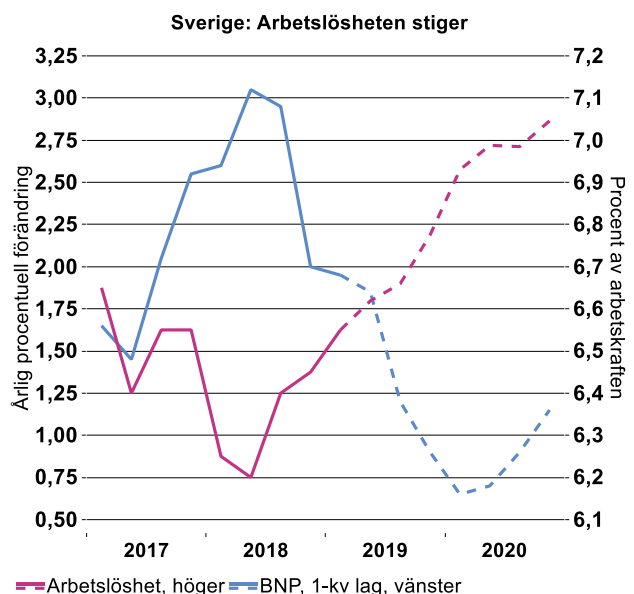
Den underliggande inflationen ligger fortsatt lågt...

Inflationstakten enligt KPI med fast ränta (KPIF) låg på 1,8 procent i mars och utan fast ränta (KPI) på 1,9 procent. Om priser på energi exkluderas låg inflationstakten på 1,5 procent. Den uppgång i KPIF exklusive energi (KPIFE) som Riksbanken tidigare räknat med har ännu inte infunnit sig.

Inflationen har utvecklats betydligt svagare i början på 2019 än vad Riksbanken räknat med i sina tidigare prognoser. Det beror delvis på att SCB från och med januari i år börjat använda en ny metod för att samla in prisdata för sina beräkningar av priser på paketresor. Den nya metoden innebär att mätningarna fångar ett större urval samt ett mer detaljerat underlag för priserna på paketresor. Med andra ord fångar den nya metoden bättre in säsongs- och prisvariationer på paketresor, vilket kommer att avspeglas i periodvis lägre inflationstakt under loppet av året jämfört med tidigare metod. Utöver denna effekt har den underliggande inflationen hittills utvecklats svagare än Riksbanken räknat med. För mars räknade Riksbanken i februari med att KPIFE skulle öka med 1,8 procent. Utfallet blev som nämnts 1,5 procent. I sin februariprognos räknade Riksbanken också med att den underliggande inflation gradvis skulle öka till en takt på 2,1 procent i juni. I sin nya prognos från april är denna prognos nedreviderad till 1,8 procent. Riksbanken medger att inflationen upprepade gånger blivit lägre än förväntat och skriver att genomslaget från konjunktur och kostnader på inflationen väntas bli mindre än tidigare bedömning.²⁷



Källa: Nat Stat, Macrobond



Källa: SCB, Teknikföretagen

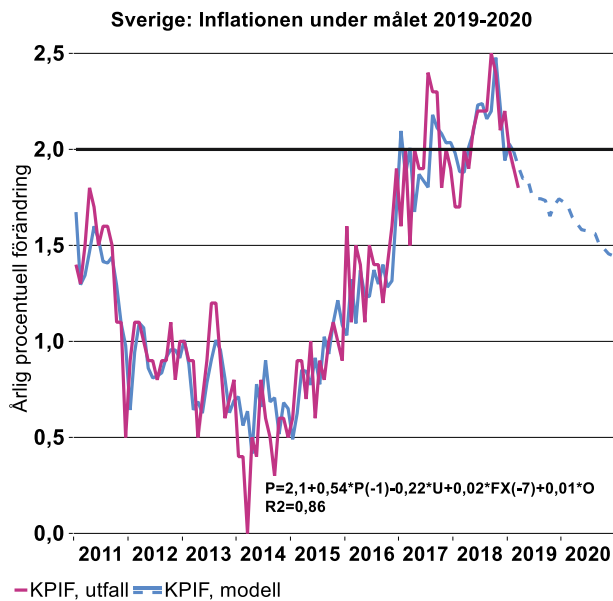
...och stannar under målet 2019-2020

Utnyttjar vi ovan nämnda Okuns relation och Teknikföretagens BNP-prognos, talar detta för att arbetslösheten kommer att stiga till cirka sju procent mot slutet av 2020 (se bilden ovan till höger). En enkel modell, där inflationen (KPIF) beror på svensk arbetslöshet, valutakursen och oljepriserna, har väl *förklarat* inflationen under återhämtningen efter finanskrisen (se bilden nedan till vänster). Antar vi för enkelhetens skull att kronan och oljepriserna ligger kvar på nuvarande nivå (KIX=121, Brent ~ 70 USD/fat), talar stigande arbetslöshet för att inflationen gradvis faller mot 1,5 procent de kommande åren.

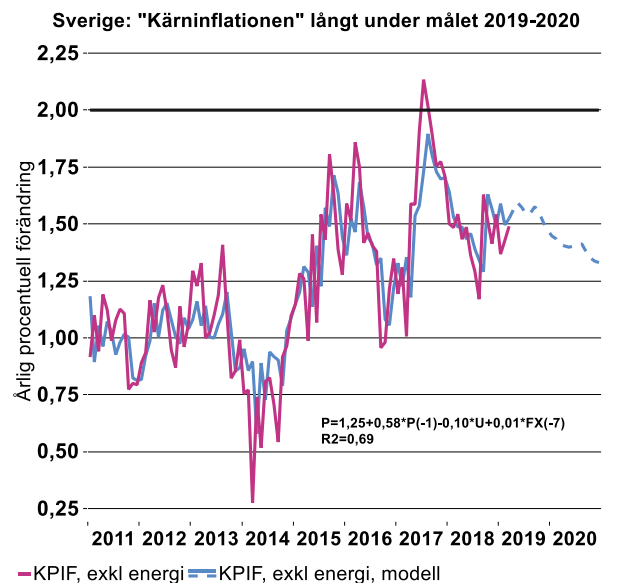
²⁶ Enligt Arbetsförmedlingen.

²⁷ Se Riksbankens penningpolitiska rapport, april 2019.

Motsvarande modell – men utan oljepriseffekten - talar för att KPIFE gradvis faller och stannar långt under 1,5 procent under merparten av perioden. Vår prognos är att KPIFE kommer ligga på 1,3 procent i slutet av 2020.



Källa: SCB, Teknikföretagen



Källa: SCB, Teknikföretagen

Faktaruta

Inflationsprognoserna är baserade på det som kallas för förväntningsutvidgade Phillips-kurvor:

$$\pi = \alpha\pi_{-1} + \beta u + \gamma s + \varepsilon$$

där π är dagens inflation, π_{-1} är förra månadens inflation, u är arbetslösheten och s olika typer av chocker, exempelvis råvaru- eller valutaförändringar. Inflationen är notoriskt persistent, vilket i detta fall innebär att dagens inflation till stor del bestäms av gårdagens inflation: koefficienten för förra periodens inflation är mycket hög, en procentenhet högre inflation idag leder i genomsnitt till cirka ½ procentenhet högre inflation nästa månad. Variationer i förra månadens inflation förklarar i sig hela 80/65 procent av variationerna i KPIF/KPIFE 2011-2019:3.

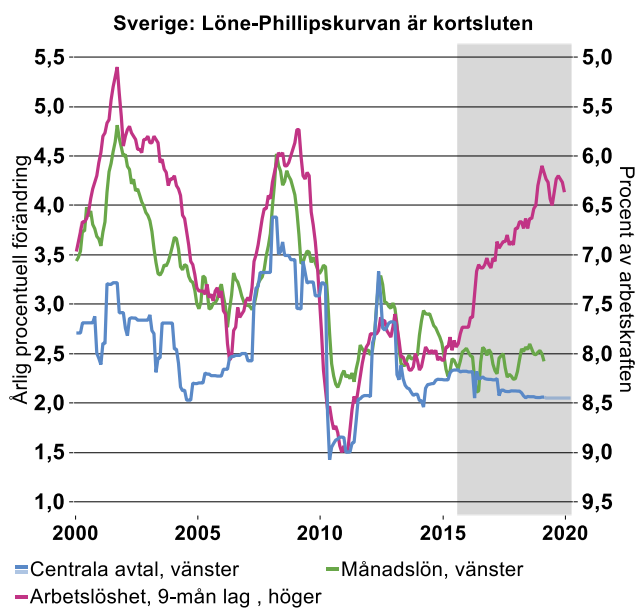
Som nämns ovan har inte minst Riksbanken förundrat sig över att inflationen vägrat att ta fart, trots en exceptionellt lång period med exceptionellt expansiva finansiella förhållanden. Visserligen har svensk inflation lämnat de extremt låga takterna som noterades för några år sedan. Rensat för energipriser - vilka till stor del bestäms på världsmarknaden och inte relaterar till svensk penningpolitik - och trots ett allt högre resursutnyttjande, har KPIFE dock de senaste åren oftast varit långt under inflationsmålet (se bilden ovan till höger).

Det svaga sambandet mellan resursutnyttjande/arbetslöshet och KPIFE bekräftas av vår analys: i genomsnitt har en procentenhet lägre arbetslöshet lett till 0,1 procentenhet högre KPIFE sedan 2011 (se bilden ovan till höger). Som jämförelse var motsvarande utväxling i genomsnitt 0,2 procentenheter under åren 2001-2008.

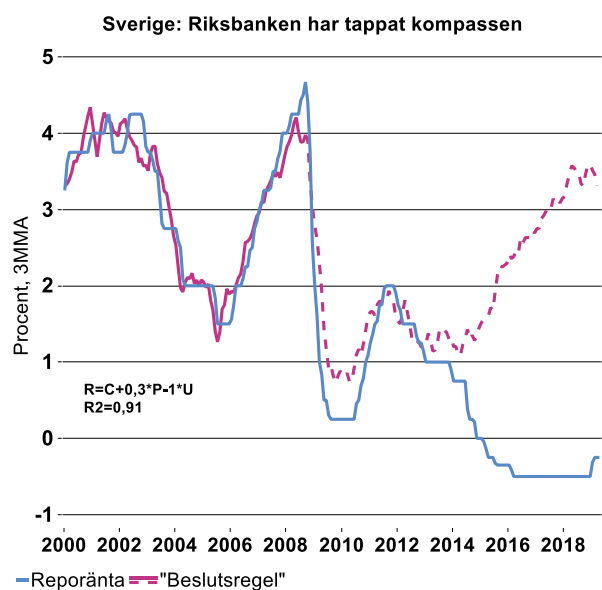
Inte heller lönerna har tagit fart i den takt som många förväntat sig. Lönerna ökade med 2,5 procent under januari-februari i år jämfört med samma period 2018, enligt Medlingsinstitutets preliminära utfall. Löneökningstakten ligger därmed kvar på samma takt som under förra året. Takten har också legat på ungefär 2,5 procent per år sedan 2013. Löneglidningen, det vill säga löneökningen utöver de centrala avtalen, har varit betydligt mer begränsad under de senaste tio åren jämfört med tidigare, endast 0,3 procent i genomsnitt (se figur nedan till vänster). Under perioden 1993-2008 uppgick löneglidningen till i genomsnitt 1 procent.

Nedväxlingen av löneglidningen har sannolikt flera förklaringar, som att en växande del av tjänstesektorn också utsätts för internationell konkurrens och prispress, att arbetsmarknaden är global och att företagens produktion är utspridd utmed globala värdekedjor. Med andra ord kan högt resursutnyttjande i Sverige och kapacitetsbrist här leda till att företag bygger upp verksamhet utomlands där det finns större tillgång på den kompetens företagen behöver. Samtidigt gör den ökade internationella konkurrensen att företag med högt resursutnyttjande i Sverige inte kan höja lönerna i högre takt då ökad konkurrens från utländska konkurrenter på hemmamarknaden i Sverige har lett till ökad prispress. Högre löneökningar skulle alltså inte kunna kompenseras med högre priser då det skulle leda till försämrade konkurrenskraft.

Globaliseringen har inneburit att allt fler såväl varu- som arbetsmarknader i snabb takt blivit immuna mot inhemska förhållanden. Inhemskt resursutnyttjande får därmed allt mindre betydelse för pris- och löneutvecklingen i takt med att allt fler marknader blir globala. Det finns även en annan viktig förklaring till lägre löneökningar, som bland andra IMF belyser i en rapport, i synnerhet i de länder där arbetslösheten fallit till lägre nivåer än innan krisen, nämligen den lägre produktivitetstrenden.²⁸



Källa: Medlingsinstitutet, SCB



Källa: SCB, Teknikföretagen

Riksbanken i japanska fällan

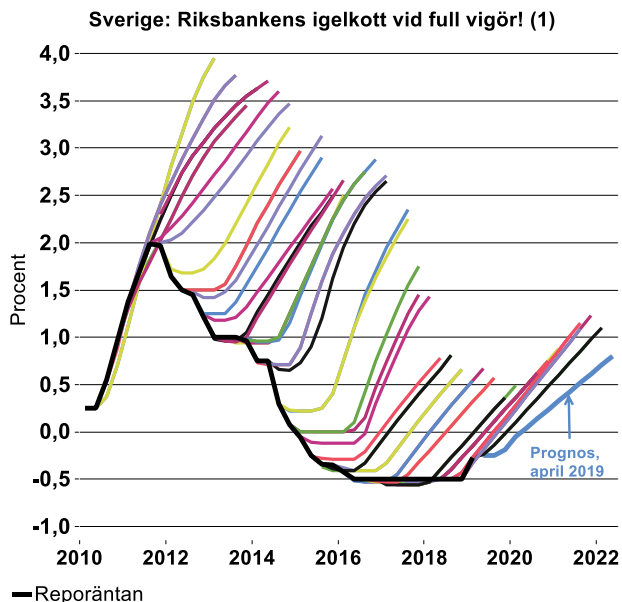
Vad kan vi då förvänta oss av Riksbanken under dessa förutsättningar? Under hösten 2018 tyckte Riksbankens direktion att ett fönster för normalisering av penningpolitiken hade öppnat sig: man såg framför sig fortsatt stark global och svensk konjunktur och att inflationen äntligen fastnat på, eller till och med över, inflationsmålet. Man höjde därför reporäntan i december och signalerade en gradvis stigande ränta de kommande åren. Emellertid visade sig tidpunkten för omläggningen av politiken vara osedvanligt illa vald, som Teknikföretagen noterade redan i början av 2018 var den globala tillväxttoppen redan passerad och Sverige stod näst i tur. Dessutom började, som nämns ovan, inflationen återigen överraska på nedsidan i förhållande till Riksbankens prognoser. I april valde därför Riksbanken att backa tillbaka från sin tidigare plan, senarelägga nästa räntehöjning och platta till sin planerade räntebana.

Under trycket av alla strukturella förändringar som inträffat de senaste decennierna har Riksbanken blivit lika famlande som exempelvis ECB (se avsnitt om Eurozonen). Liksom för ECB och Federal Reserve kan vi statistiskt spåra Riksbankens tankegångar i efterhand; det vi kallat centralbankens *beslutsregel*. Bilden ovan till höger visar dels reporäntan och dels den reporänta som har varit konsistent med Riksbankens beslutsregel under perioden 2000-2008:9, det vill säga innan kraschen för Lehman Brothers. Som synes förklarades

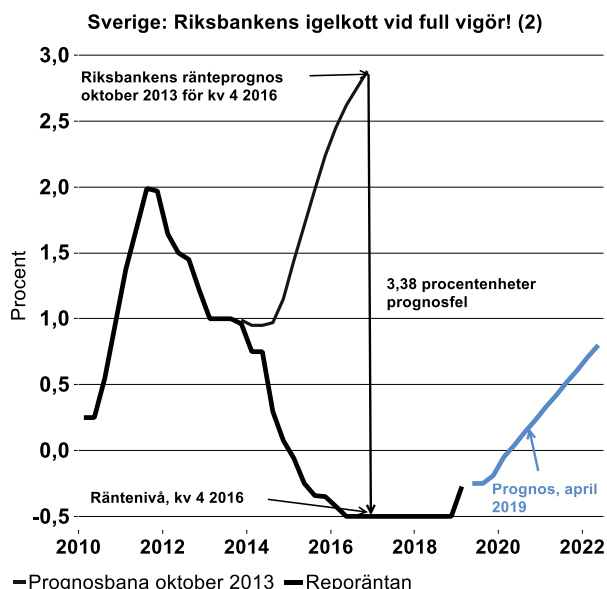
²⁸ Se vidare "More Slack than Meets the Eye? Recent Wage Dynamics in Advanced Economies", IMF samt Teknikföretagens konjunkturrapport nr 1 2018.

Riksbankens beteende i stort sett helt av (KPIF)inflationen och arbetslösheten. Riksbanken fortsatte sedan att tillämpa samma beslutsregel ända fram till 2014.

I takt med att gamla samband inte längre varit gällande har man sedan dess valt att helt överge sin tidigare strategi: som framgår av bilden ovan till höger *borde* reporäntan börjat höjas gradvis i mitten av 2014 för att nå drygt 3,5 procent i mitten av 2018. Under samma period har Riksbanken gått i diametralt motsatt riktning och sänkt reporäntan med 1,5 procentenheter. Sedan ett år tillbaka talar å andra sidan beslutsregeln för oförändrad reporänta medan Riksbanken alltså istället bestämde sig för att börja höja förra hösten.



Källa: Riksbanken, Teknikföretagen



Källa: Riksbanken, Teknikföretagen

Mönstret känns igen från de senaste åren, där Riksbankens ränteprognoiser bäst kunnat liknas med en igelkott (se bilden ovan till vänster). Varje *tagg* i igelkotten visar Riksbankens prognos för reporäntan i samband med de penningpolitiska rapporterna medan den tjocka svarta kurvan visar utfallet för reporäntan. Riksbanken har med varierande tidsperspektiv, planerat för stigande reporänta vid varje räntebeslut sedan 2010 och varje gång har man fått backa tillbaka. Prognosfelen har inte bara varit systematiska, de har dessutom varit mycket stora. Exempelvis gjorde Riksbanken i oktober 2013 prognosen att reporäntan i slutet av 2016 skulle nå 2,9 procent medan utfallet blev -0,5 procent: ett prognosfel på 3,4 procentenheter (se bilden ovan till höger). Notera att beslutsregeln stipulerade att reporäntan i slutet av 2016 skulle vara 2,7 procent, alltså väl i linje med Riksbankens prognos tre år tidigare.

Riksbanken har visserligen återigen plattat till sin räntebana men räknar fortfarande med gradvisa höjningar med början runt årsskiftet 2019/2020 för att nå 0,8 procent i början av 2022. Med tanke på konjunktur- och inflationsutsikterna bedömer dock Teknikföretagen det som osannolikt att Riksbanken kommer att kunna höja reporäntan de kommande åren. Om inte den penningpolitiska strategin ändras radikalt, blir det överhuvudtaget svårt för Riksbanken att ta sig ur den extrema politiken. En förändring skulle exempelvis kunna innebära att man tar ett bredare perspektiv och fokuserar på ytterligare faktorer som real tillväxt, arbetslösheten, finansiella risker, etcetera. Tills vidare verkar dock även Riksbanken ha hamnat i *Den Japanska Fällan*.

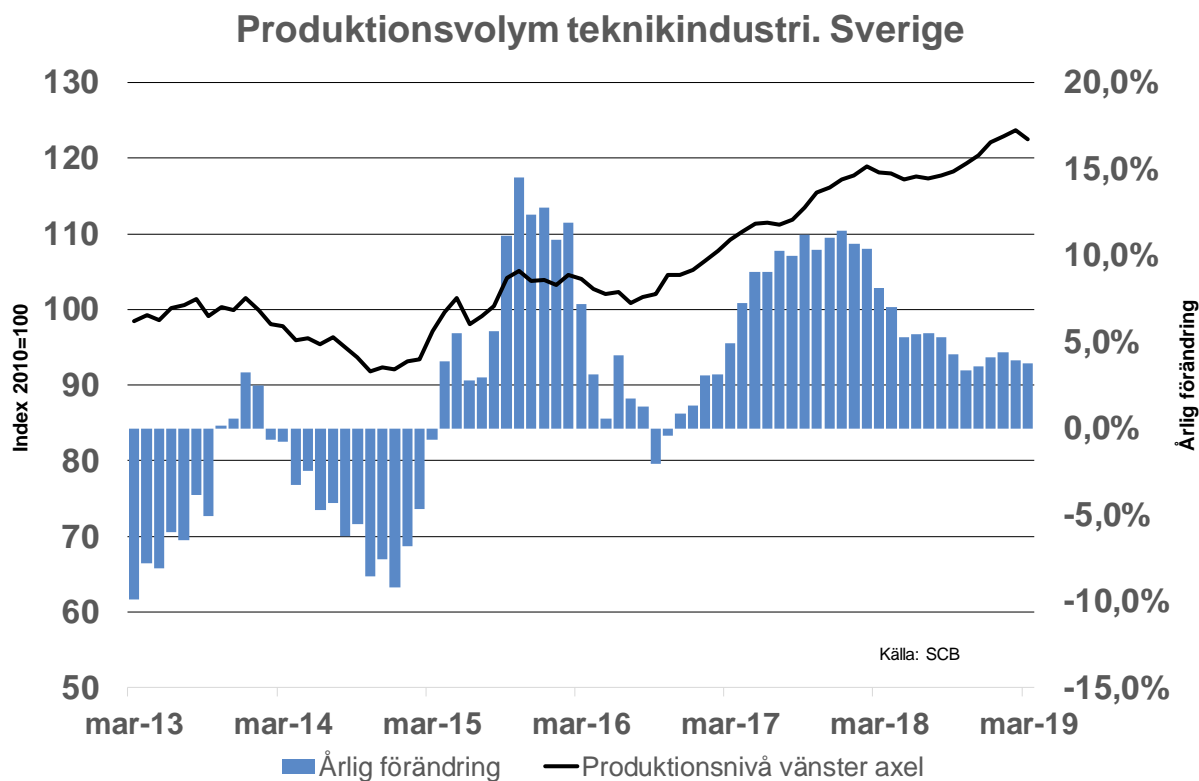
TEKNIKINDUSTRI SVERIGE

Produktionstillväxten i Sverige teknikindustrin ökade med fem procent i fjol. Detta var lägre än vår bedömning i maj samma år. Sverige var inte helt immun mot den globala avmattning som inleddes i början av 2018 samtidigt som tillväxten i transportmedelsindustrin inte blev fullt lika kraftigt som vi hade räknat med. Men fjolårets tillväxt var ändå klart över långsiktigt genomsnitt.

Efter en tillfällig svacka under andra och tredje kvartalet i fjol ökade produktionsnivån i teknikindustrin sammantaget under sista kvartalet i fjol. Den har därutöver mäktat med att öka ytterligare något första kvartalet i år enligt våra preliminära siffror. Trots detta ligger produktionsnivån bara drygt tre procentenheter högre jämfört med första kvartalet i fjol.

Vår nuvarande bedömning utgår ifrån att produktionsnivån börjar minska något under andra halvåret i år och produktionstillväxten förväntas därmed bara öka med två procent i genomsnitt 2019. Givet vårt scenario om global tillväxt nästa år (se sidan 4) blir ändå tillväxten för teknikindustri i Sverige inte speciellt hög i genomsnitt år 2020 utan förväntas öka med en procent. För Sveriges industriproduktion sammantaget (teknik inklusive livs, kemi, basindustri, plast, gummi med mera) räknar vi med en produktionstillväxt på en procent både i år och nästa år.

Nedan går vi igenom förutsättningarna för olika delbranscher.



Metallvaror: Lite plus

Metallvaruindustrins affärs läge påverkas i hög grad av aktiviteten hos kunderna. Branschen består till knappt 75 procent av insatsvaror till olika industrigrenar, främst till maskin- och fordonsindustri på hemmamarknaden. Övriga delar av metallvaruindustrin är främst tillverkare av byggmetaller samt en ringa del konsument- och försvarsprodukter. Sammantaget är det direkta exportberoendet betydligt lägre än för övriga delbranscher i Sveriges teknikindustri. Det indirekta exportberoendet via leverantörskedjor till inhemsk exportindustri är däremot högt.

Produktionstillväxten ökade med tre procent i fjol, en klar nedväxling jämfört med uppgången på sju procent året innan. Behovet av arbetskraft var rekordhøgt samtidigt som drygt hälften av företagen angav fullt kapacitetsutnyttjande i genomsnitt. Sammantagna kapacitetsbrister bidrog därmed i någon mån till att produktionstillväxten avtog. Exportvolymerna ökade i ringa omfattning eller knappt två procent (trots dopad

växelkurs). I stället prioriterades kunder på hemmamarknaden. Leveranser till hemmamarknaden ökade i högre omfattning än export genom hög produktionstillväxt för metallvaruindustrins kunder, främst maskin- och fordonsindustri.

Utsikterna för i år och nästa år är nu inte riktigt lika ljusa som 2017 och 2018. Den produktionstillväxt vi räknar med för metallvaruindustrins kunder i Sverige 2019-2020 blir sammantaget klart lägre än 2018. Därtill förväntas inte byggsektorn i Sverige ånga på som tidigare. Detta påverkar naturligtvis tillverkare av byggmetaller även om dessa varor inte uteslutande är beroende av bostäder utan också av underhåll, reparation, infrastruktur samt lokalbyggnader. Vi räknar ändå med att produktionstillväxten för metallvaruindustrin ökar med en procent i år och lika mycket nästa år.

Maskinindustrin: Lite andelar

Sveriges maskinindustri är kraftigt nischad vilket medför att denna industrigren vissa år växer klart sämre än världsmarknaden för att under andra år ta rejäla marknadsandelar. En tredjedel av förädlingsvärdet produceras av tillverkare av specialmaskiner för gruv-, bygg- och tillverkningsindustri och med omfattande export följer affärsaktiviteten i denna bransch främst investeringar i global industri. En femtedel är maskiner för kyla- och ventilation och följer främst byggaktivitet och infrastruktur i Sverige och globalt. Femton procent utgörs av maskiner för gods- och varuhantering och följer därmed aktiviteten i världshandel, i parti- och detaljhandel och investeringar i intern lagerhantering i industri och näringsliv. Övriga delar av maskinindustrin riktar sig mot industri och näringsliv i allmänhet.

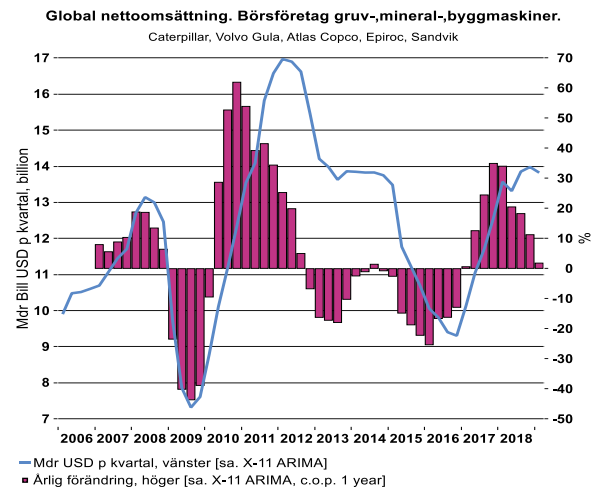
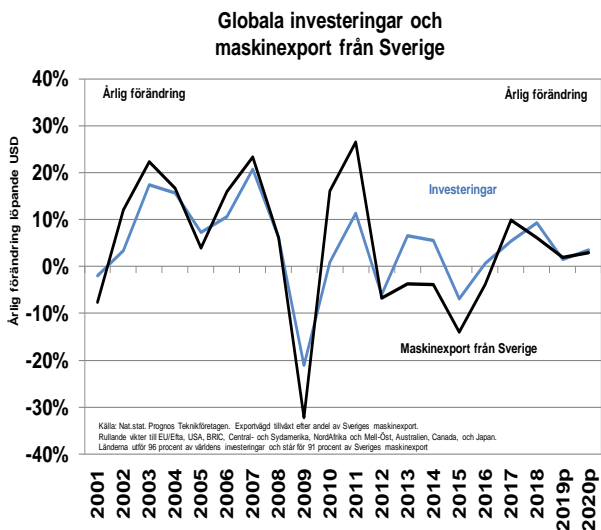
Maskinindustrin i Sverige har hittills haft rejäl medvind i drygt två år genom en hög global efterfrågan på investeringsvaror. Produktionen ökade med sex procent i fjol vilket var en nedväxling jämfört med hela nio procent under återhämtningsåret 2017. Tillväxten båda åren var klart högre än för maskinindustrin i EU och Japan, men inte USA i fjol. En viss grad av ökade marknadsandelar kan därför noteras efter tidigare förluster 2013-2016.

Ner och upp och ner

Produktionsnivån för maskinindustrin i Sverige ökade under andra halvåret i fjol efter en tillfällig tillbakagång under andra kvartalet. Andra halvåret i fjol rapporterade maskinindustrin dessutom en näst intill exceptionellt hög ordergång inom speciella delbranscher, främst maskiner för gruv-, bygg- och tillverkningsindustri. Detta har fått produktionsnivån för hela maskinindustrin att preliminärt öka ytterligare under första kvartalet i år jämfört med andra halvåret i fjol och medför också att hela första halvåret i år blir fortsatt starkt.

Vi räknar dock med att Sveriges maskinindustri inte är immun mot den globala avmattning i efterfrågan på investeringsvaror som nu har infunnit sig. I genomsnitt förväntas produktionen för Sveriges maskinindustri öka med tre procent i år där det största bidraget ligger på första halvåret. Då global investeringskonjunktur inte bedöms komma i gång på allvar förrän slutet av 2020 och in på 2021 samtidigt som produktionsnivån är tillfälligt exceptionellt hög första halvåret i år förväntas produktionstillväxten minska med en procent i genomsnitt nästa år.

Den eltekniska industrin inklusive instrument är något sencyklisk samt är mer beroende av investeringar i infrastruktur och i offentlig sektor jämfört med maskinindustri. Affärsaktiviteten för elteknik avviker därför något från generell efterfrågan på investeringsvaror. För elteknik räknar vi därför med ökad produktion både i år och nästa år eller med 2,5 procent respektive 2 procent 2020.



Fordonsindustri: Rätt portfölj?

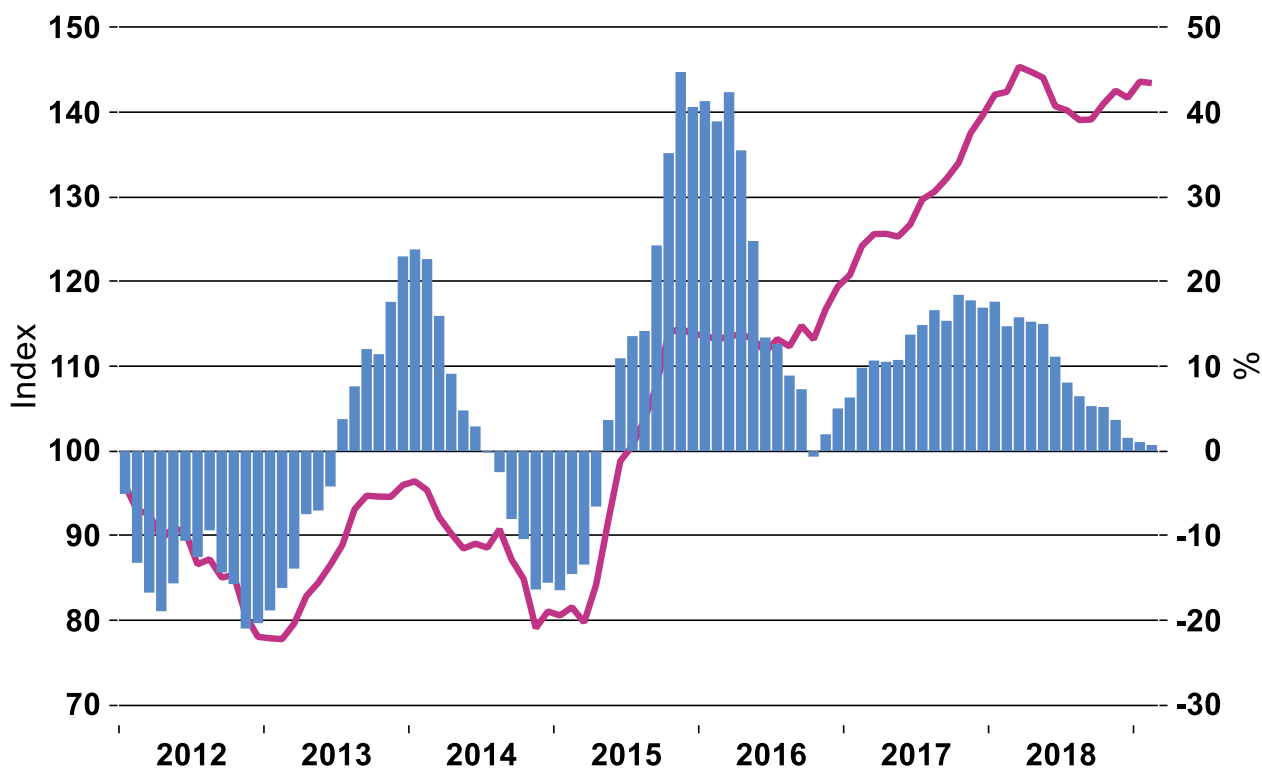
I vår genomgång på sidan 15 framkommer en relativt unik situation för global fordonsindustri. De traditionella långa cyklerna är över för personbilar och lätta kommersiella fordon i EU och USA samtidigt som Kina kört in i väggen. Global efterfrågan på tunga lastvagnar följer tillväxten i global BNP som nu växer i långsammare takt.

Det ska till en riktigt bra produktportfölj för att klara av att ta marknadsandelar på en global fordonsmarknad som knappt visar styrfart. Hittills har det gått ganska bra för Sveriges fordonsindustri med en produktionstillväxt på 7,5 procent i fjol efter en näst intill exceptionellt hög tillväxt på 13 procent året dessförinnan. Men dessvärre bromsade produktionstillväxten för fordon i Sverige till en marginell ökning på låga en procent i årstakt under sista kvartalet i fjol, en tillväxttakt som preliminärt fortsatt i samma storleksordning under första kvartalet i år. Det har blivit allt svårare att hålla uppe volymerna på en global marknad där efterfrågan blir allt svagare. I någon bemärkelse är den lägre tillväxttaket i Sverige för närvarande också en effekt av produktionsomställningar och intern kannibalism där nya modeller knycker volym från fordonsmodeller som introducerades för något eller några år sedan, särskilt för personbilsindustrin.

Merparten eller två tredjedelar av tung fordonsexport från Sverige är destinerad för Öst- och Västeuropa inkl Ryssland samt Turkiet. Orderingen av tunga lastvagnar från Europa för Volvo och Scania föll under andra kvartalet i fjol från toppnivå under första kvartalet. Därefter har den parkerat på drygt 40 000 enheter per kvartal under kvartal 3-4 i fjol. Nivån under sista kvartalet i fjol var ändå 14 procent lägre än under motsvarande kvartal året innan. Första kvartalet i år indikerar fortsatt tillbakagång i order (även om alla företag ännu inte rapporterat).

Den cykliska avmattningen i efterfrågan på tunga fordon i Europa fortsätter även nästa år. Antalet registreringar blir lägre än toppåren 2016-2018, men något över historiskt genomsnitt (se avsnitt sidan 15). Det blir ändå svårt att ta marknadsandelar och produktionsvolymerna i Sverige antas minska i takt med den negativa marknadstillväxten.

Produktionsvolym motorfordon. Sverige

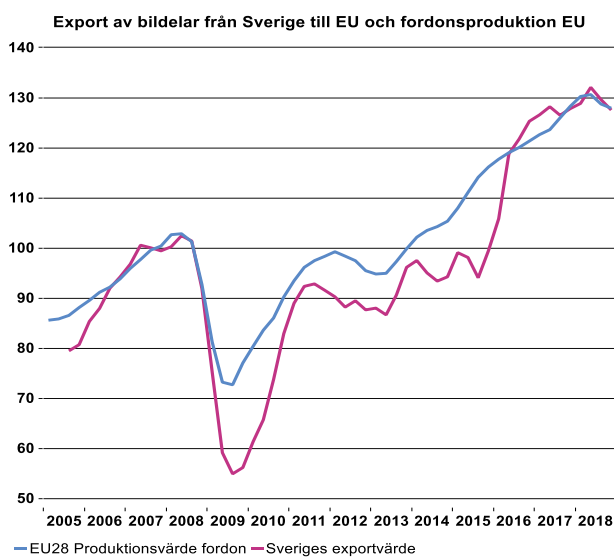


■ Årlig förändring, höger — Prod.nivå, vänster

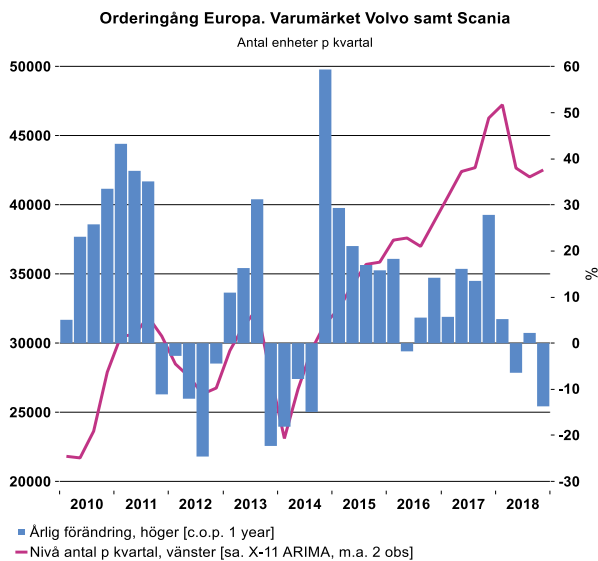
Källa: Nat Stat, Macrobond

Vad gäller fordonskomponenter exporteras 85 procent till Europa. Exporten följer i stort sett tillväxten för EU:s fordonsindustri. Här är det, som vi påpekade ovan, för närvarande tillfälliga störningar som följd av införandet av nya emissionskrav tredje kvartalet i fjol vilket tillfälligtvis påverkat produktionsnivåerna negativt. Dessa nivåer långsamt börjat normaliseras, men på något lägre nivå än under första halvåret i fjol. Som vi påpekat har den cykliska toppen passerats i Europa och såväl produktion som försäljning minskar 2019 och 2020. Detta får naturligtvis en negativ inverkan för tillverkare av komponenter både i år och nästa år.

Sammantaget förväntar vi oss att produktionsvolymen för Sveriges fordonsindustri kan öka något trots svaga omvärldssignaler. Vi räknar med en tillväxt på 3,5 procent i år, där bidraget kommer från fordonskomponenter och personbilar. Trots en svag global ekonomisk återhämtning nästa år förväntas en oförändrad produktionstillväxt för Sveriges fordonsindustri 2020.



Källa: Nat Stat, Macrobond



Källa: Nat Stat, Macrobond

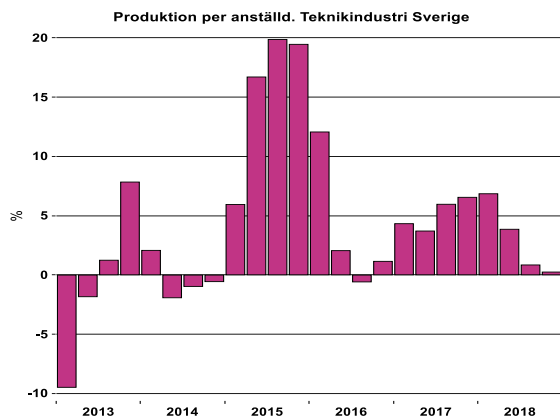
Arbetsmarknad: Svårt att bibehålla

Behovet av arbetskraft för teknikindustri har varit högt under fjolåret enligt vår kvartalsvisa barometerundersökning. Detta yttrade sig också i ett högt inflöde av lediga platser. Kompetens har däremot varit svårare att få tag på. Mot bakgrund av hög produktionstillväxt de senaste två åren, utfallet i olika konjunkturindikatorer som återspeglar behovet av arbetskraft samt erfarenhet från tidigare perioder, borde antalet anställda ha ökat med bort emot fyra procent. Så blev inte fallet utan antalet anställda inskränktes till en ökning på 2,3 procent i fjol.

I metallvaruindustrin som rapporterade rekordhög brist på arbetskraft och som är mest arbetskraftsintensiv ökade antalet anställda med begränsade 0,6 procentenheter vilket vittnar om svårigheter med att finna rätt kompetensnivå. I stället ökade antalet anställda främst i maskin- och motorfordonsindustri i fjol. I den sistnämnda för fjärde året i rad och med hela sju procent.

Hoarding

Den sammantagna produktivitetstillväxten blev relativt hög i fjol eller tre procent i genomsnitt. Men den började avta redan under andra halvåret ifjol som följd av lägre produktionstillväxt. Då kompetensbehovet är fortsatt högt och samtidigt svårt att finna på arbetsmarknaden i stort tilltar så kallad labour hoarding. Företagen kommer in i det längsta försöka behålla antalet anställda efter det att man justerat övertidstimmar, inhyrning och tillfälligt anställda till en lägre produktionstillväxt. Produktivitetstillväxten förväntas bli lägre i år (produktion + 2 % och anställda +0,5 %) än i fjol, men kan tillta något till 2 procent under år 2020 givet den bedömning vi gör för förväntad produktionstillväxt. Att försöka bibehålla arbetskraft förväntas bli allt för kostsamt. Antalet anställda bedöms därför minska med en procent nästa år.



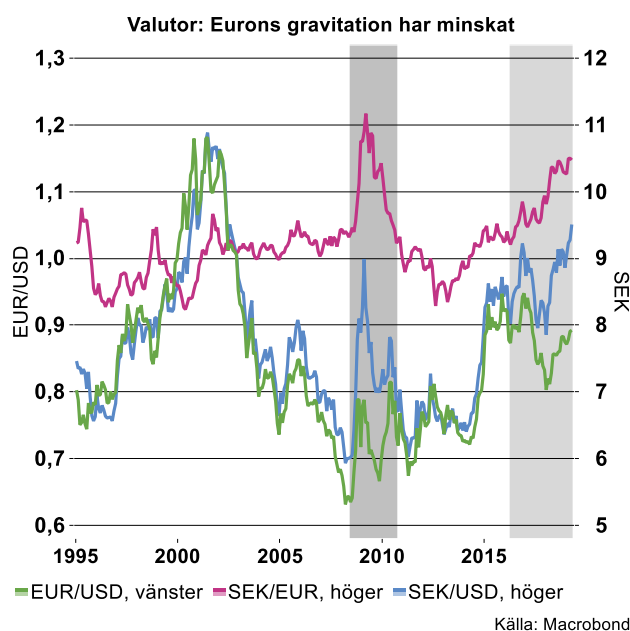
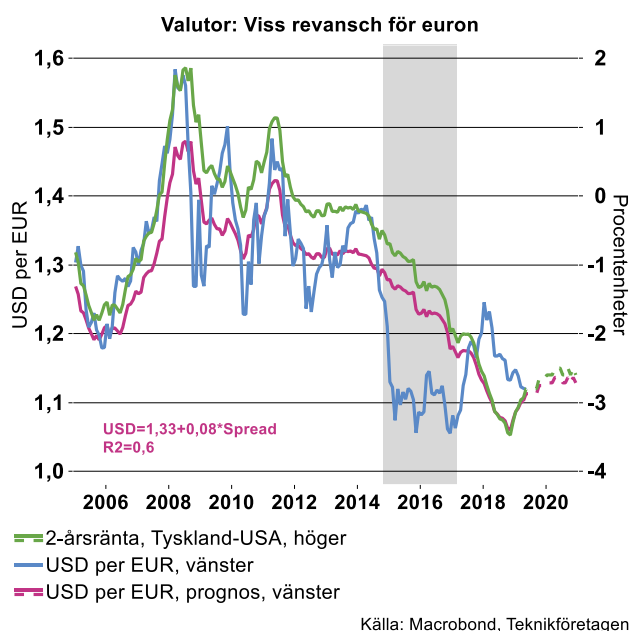
■ SNI 26 har exkluderats som följd av omklassificering av företag.
■ Uppgång 2015 är främst en följd av SNI29, motorfordon [sa. X-11 ARIMA, c.o.p. 1 y...]

Källa: Nat Stat, Macrobond

► VALUTOR: KRAFTIGT UNDERVÄRDERAD KRONA

Olika faktorer styr växelkurser under olika perioder men under en följd av år har centralbanksperspektiven spelat en avgörande roll för utvecklingen i USD/EUR-kursen. Sedan 2005 har således den korta ränteskillnaden ofta varit väl korrelerad med växelkursen, även om det uppstått betydande kortsiktiga variationer från tid till annan. Vi hittar egentligen bara en längre episod då korträntedifferens och USD/EUR-kursen divergerat rejält och långvarigt: slutet av 2014-början 2017. Visserligen steg USA:s marknadsräntor i förhållande till Tysklands under perioden men inte i paritet med förstärkningen av dollarn: en typisk *overshooting* av dollarn i förväntan om kommande räntehöjningar i USA, ett fenomen som är välkänt sen tidigare (se bilden nedan till vänster).

Växelkursen korrigerades under 2017-början av 2018 och har därefter i huvudsak speglat centralbankspelet, dock återigen med betydande kortvariga variationer.



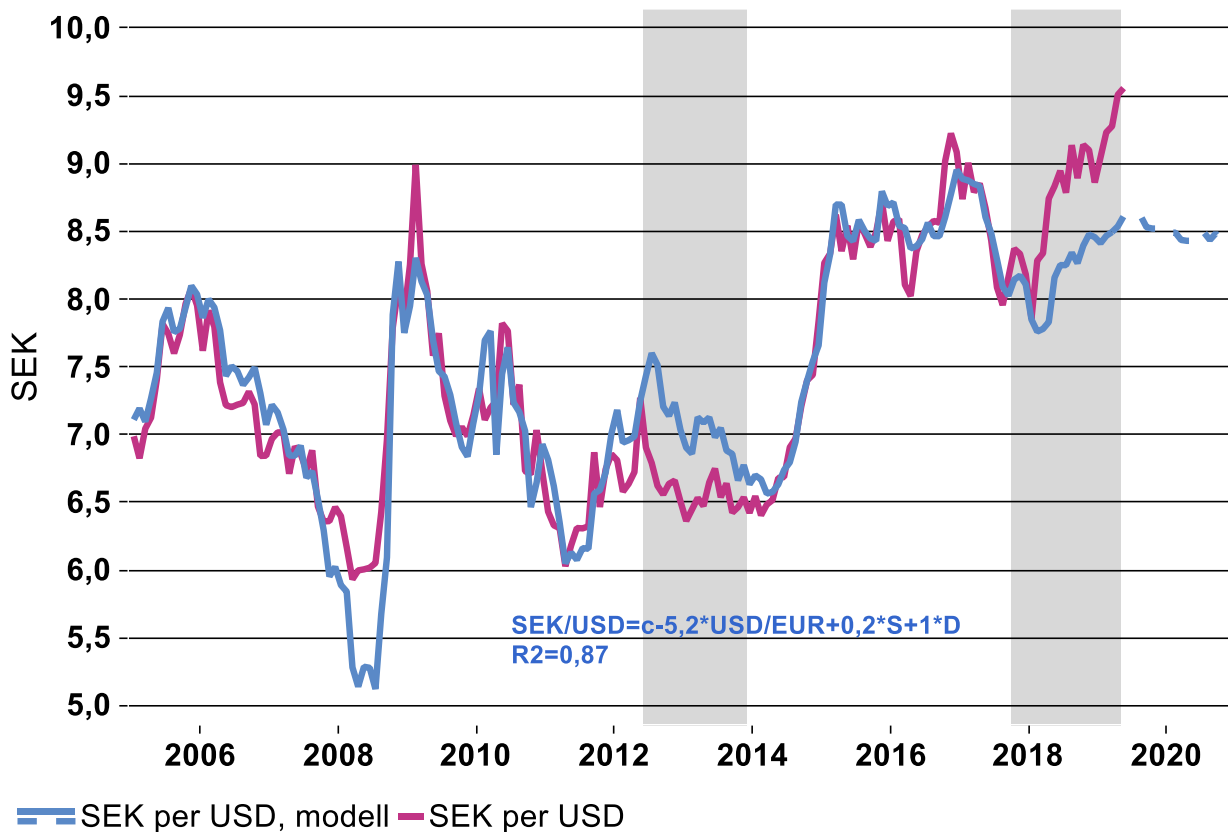
Nu förväntar vi oss inga fler räntehöjningar och så småningom några sänkningar från Fed medan ECB ligger kvar på minusränta för överskådlig framtid. Allt detta ligger visserligen redan i marknadens kort men erfarenheten säger oss att valutor tenderar att försvagas i samband med lättare penningpolitik, även om omläggningen är förväntad. Prognosen blir därför en lätt försvagning av dollarn mot euron med början under andra halvåret 2019.

Kronan av banan

Mycket fokus har riktats mot kronans utveckling på sistone. Analytiker och Riksbanken har lagt pannorna i djupa veck för att försöka förstå den ihärdiga försvagningen. Normalt följs kronan och euron nära åt i förhållande till USA-dollarn, det enda påtagliga undantaget inträffade i samband med finanskrisen 2008-2010 (se bilden ovan till höger). De senaste två åren har emellertid kronan brutit sig loss från eurons gravitation och drivit iväg i svagare riktning såväl mot euron som mot dollarn.

En frekvent utpekad bov i dramat har varit Riksbanken och dess extremt expansiva politik som antas ha skjutit kronans värde i sank. Riksbanken slår i sin tur ifrån sig, med stöd från en del analytiker, och hävdar att man inte bara kan skylla på penningpolitiken. Man verkar ha en poäng, i bilden nedan redovisas SEK/EUR och SEK/USD samt enkla statistiska modeller baserade på ränteskillnaden mot Tyskland respektive USA (S i figurerna nedan). Intrycket bekräftas att kronan normalt sett mycket nära följer rörelserna i de större valutorna (se bilden nedan).

Valutor: Kraftigt "undervärderad" krona



Källa: Macrobond, Teknikföretagen

Dessa enkla modeller fångar merparten av fluktuationerna i kronan, bortsett från den dramatiska försvagningen under finanskrisen. Effekten fångas upp i en dummyvariabel (D i modellerna) som visar att finanskrisen i stort sett försvagade kronan med 1 enhet mellan augusti 2008 och oktober 2010.

Att döma av modellerna kan hela kronförsvagningen 2014-2017 förklaras av en allmän förstärkning av USD samt den relativa centralbankspolitiken. Sedan hösten 2017 har dock kronan gradvis blivit alltmer *undervärderad*, det vill säga skjutit långt över *jämviktsbanan=modellen*, även inkluderat effekten av centralbankspolitiken. Detta är för övrigt den överlägset största avvikelser från *jämviktsbanan* som har noterats mot såväl USD som EUR och kan bara jämföras med kronans *övertvärdering* i samband med Eurokrisen 2012-2013.

Det är långt ifrån ovanligt att växelkurser rör sig kraftigt och långvarigt bort från det som uppfattas som rimliga nivåer. Det finns dock en tendens till återgång mot *jämviktsbanan*, även om det kan gå långsamt och ryckigt. Med tanke på kronans kraftiga avvikelse finns det således goda skäl att i princip förvänta sig en ordentlig förstärkning. Timingen är dock en annan sak: normalt brukar inte kronan rosa marknaden när världskonjunkturen utvecklas svagt, vilket vi räknar med åtminstone det närmaste året. Det är således inte sannolikt att en spontan anpassning till en rimligare växelkurs inträffar i närtid. Samtidigt lär inte kronan få hjälp av vare sig ECB eller Riksbanken. Vi räknar med att bägge centralbankerna bedriver oförändrad penningpolitik under 2019-2020. Möjligen kan det finnas förutsättningar för en viss kronförstärkning mot USD, om kronan följer euron (se bilden ovan).

NYCKELTAL SVERIGE

ÅRLIG PROCENTUELL FÖRÄNDRING

Teknikindustri Sverige	2017 nivå	2018	2019	2020
Förädlingsvärde Mdr	356	+7,4	+4,0	+2,0
Förädlingsvärde 2017 års pris Mdr	356	+5,0	+2,0	+1,0
Exportvolym teknikvaror 2017 års pris Mdr	603	+6,1	+3,0	+2,0
Anställda teknikindustri	280 900	+2,2	+0,5	-1,0
Arbetsmarknad och inflation Sverige	2017	2017	2018	2019
Sysselsättning hela ekonomin nivå/ förändring årsgenomsnitt	5 021 000	+1,8	+1,0	+0,5
Arbetslöshet AKU nivå. Andel av arbetskraften slutet av året procent	358 000	6,4	6,7	7,0
KPIF slutet av året		+2,2	+1,7	+1,4
KPIFE slutet av året		+1,5	+1,5	+1,3
Försörjningsbalans Sverige (volym)	2017	2018	2019	2020
BNP Mdr SEK 2017 års priser nivå, årlig förändring	4578,8	+2,3	+0,9	+1,2
BNP, kalenderkorrigerat		+2,4	+0,9	+1,0
Hushållens konsumtion	2041,0	+1,2	+1,8	+1,5
Offentlig konsumtion	1196,2	0,9	+0,9	+1,2
Fasta bruttoinvesteringar	1142,6	+3,3	-1,0	-0,7
Lagerinvesteringar, bidrag	30,3	+0,4	-0,4	-0,1
Export	2076,3	+3,5	+2,0	+2,3
Import	1907,6	+2,9	+0,9	+1,4
Nettoexporten, bidrag till BNP-tillväxten		+0,4	+0,5	+0,5

**NYCKELTAL INTERNATIONELLT
ÅRLIGT PROCENTUELL FÖRÄNDRING VOLYM**

Årlig förändring volym	BNP			Teknikproduktion		
	2018	2019	2020	2018	2019	2020
EMU	+1,8	+1,0	+1,3	+1,5	-1,0	+1,0
varav						
Tyskland	+1,4	+0,5	+1,5	+1,2	-1,0	+1,5
Finland	+2,3	+1,5	+1,0	+3,2	+2,0	+2,5
Storbritannien	+1,4	+0,7	+0,3	+0,8	-2,0	-3,0
USA	+2,9	+2,0	+1,5	+2,7	+1,0	+1,0
Japan	+0,8	+0,3	+0,5	+1,8	-1,5	+1,0
Kina	+6,6	+6,2	+6,1	+8,0	+6,0	+6,0
Norge	+1,4	+2,2	+1,8	+3,5	+9,0	+5,0
Indien	+7,4	+6,0	+6,5	+9,6	+4,5	+5,0
Brasilien	+1,1	+1,0	+1,0	+5,2	+2,0	+2,0
Världen BNP	+3,2	+2,5	+2,6	+4,8	+2,0	+3,0
Marknadskurser						
Världen exkl Kina	+2,2	+1,5	+1,7	+3,0	+0,0	+1,0

FINANSIELLA NYCKELTAL

Årsslut	Sverige			Eurozonen		USA
	Styrränta	SEK/EUR	SEK/USD	Styrränta	USD/EUR	Styrränta
2019	-0,25	10,70	9,55	-0,40	1,12	2,25
2020	-0,25	10,60	9,10	-0,40	1,13	2,00

TEKNIKFÖRETAGENS KONJUNKTURPROGNOS

ISSN 1403-9559, Utges i maj och november

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

Lena Hagman, 08-782 08 42, lena.hagman@teknikforetagen.se

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

Robert Tenselius, 08-782 08 32, robert.tenselius@teknikforetagen.se



Teknikföretagen

Teknik gör världen bättre

Den svenska teknikindustrins företag står för de lösningar som tacklar vår tids stora utmaningar. Det är hos Teknikföretagen som dessa företag är medlemmar.

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