Svensk Tillväxtbarometer

”THE NEW NORMAL” BROMSAR ÅTERHÄMTNINGEN

KONJUNKTURPROGNOS 24 APRIL 2014

”THE NEW NORMAL” BROMSAR ÅTERHÄMTNINGEN

Svensk Tillväxbarometer har funnits sedan 1997 och vänder sig till exportföretag och globala företag. Vi följer den ekonomiska utvecklingen och är en plattform för företag att diskutera olika marknaders utveckling på kort- och medellång sikt. Vi anordnar också seminarier, genomför tematiska analyser och publicerar regelbundna Outlooks och konjunkturprognoser. Verksamheten drivs av Stiftelsen Blue Institute med bidrag från VINNOVA.

Svensk Tillväxtbarometers första konjunkturprognos tar avstamp i de senaste årens ekonomiska trender med en längre tillbakablick för att ge en grund till vår syn på konjunkturutvecklingen. Den 5 juni publicerar vi vår första Outlook som innehåller en särskild temaskrift med en fylligare analys på temat ”The New Normal”.

INNEHÅLLSFÖRTECKNING

Sammanfattning 2

Fortsatt svag global återhämtning efter krisen 3

Återhämtning i otakt 4

Lägre global tillväxttrend 6

USA: Investeringsloket saknar bränsle 9

Eurozonen: Hållbar återhämtning denna gång? 13

Ingen sprutt i övriga I-länder 17

Avmattning bland tillväxtländerna 18

Sverige: Starkare än de flesta industriländer 21

Finansiella prognoser 25

FÖR MER INFORMATION, BESÖK WWW.TILLVAXTBAROMETERN.SE ELLER KONTAKTA OSS:

Mats Kinnwall, Analyschef (mats.kinnwall@blueinst.com, Tel: 076 762 77 05)

Benjamin Ståhl, Program Director (benjamin.stahl@blueinst.com, Tel: 070 962 20 44)

Göran Liljegren, Ordförande (goran.liljegren@blueinst.com, Tel: 070 557 37 40)

SAMMANFATTNING

Världsekonomin har lämnat finanskrisen bakom sig och visar tecken på långsamt tillfrisknande. Trots det har återhämtningen varit plågsamt svag och ryckig i många länder. Delvis kan detta förklaras med en betydande baksmälla efter krisen, när såväl den privata som den offentliga sektorn måste hålla igen och skuldsanera för att återställa sina balansräkningar. Detta är dock bara en del av sanningen. Mycket tyder på att världsekonomin redan sedan flera år har växlat in på en långsammare tillväxttrend, vilket även håller tillbaka konjunkturen. Såväl produktiviteten som tillväxten i befolkningen i arbetsför ålder har bromsat det senaste decenniet. Det är faktorer som båda indikerar lägre trendtillväxt och som skapat vad vi kallar "The New Normal".

Kopplingen mellan en vikande tillväxttrend och en ovanligt svag återhämtning innebär att vi har en något mindre positiv syn än konsensus vad gäller både global och svensk konjunktur de kommande två åren. Vi räknar med att global BNP bara kommer att växa med drygt tre procent per år. Det är en betydligt lägre tillväxttakt än den som rådde innan finanskrisen knäckte världskonjunkturen. Det betyder i sin tur att även Sverige får räkna med en fortsatt relativt svag återhämtning, även om svensk ekonomin presterar bättre än många liknande ekonomier.

Den svaga återhämtningen innebär dessutom att resursutnyttjandet i de flesta länder, inklusive Sverige, ökar långsamt vilket bäddar för fortsatt låg inflation och endast långsamt stigande räntor.

Tabell 1. Nyckeltal

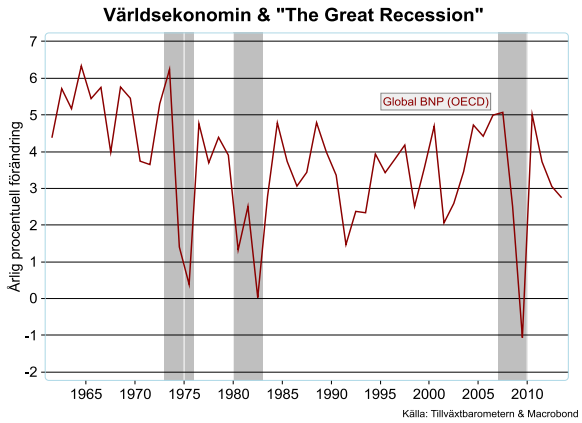
År	USA	EMU	Kina	Global	Sverige			
	BNP	BNP	BNP	BNP	BNP	Arbets-löshet	Syssel-sättning	KPI
2014	2,5	1	7,2	3,1	2,3	7,9	1	0,4
2015	2,8	1,1	6,9	3,2	2,4	7,7	1,1	1,1

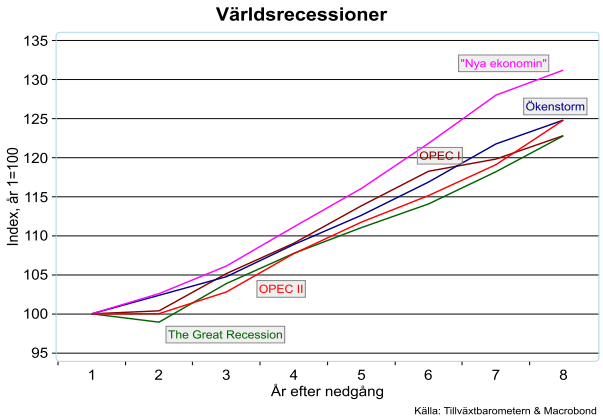
Tabell 2. Finansiella nyckeltal

År	Fed	ECB	Riksbanken	SEK/EUR	USD/EUR	SEK/USD	Sverige 10-år	USA 10-år	Tyskland 10-år
2014	0,25	0,25	0,50	9,15	1,35	6,78	2,30	2,80	1,75
2015	1,50	0,25	1,50	8,60	1,25	7,03	2,50	3,60	1,75

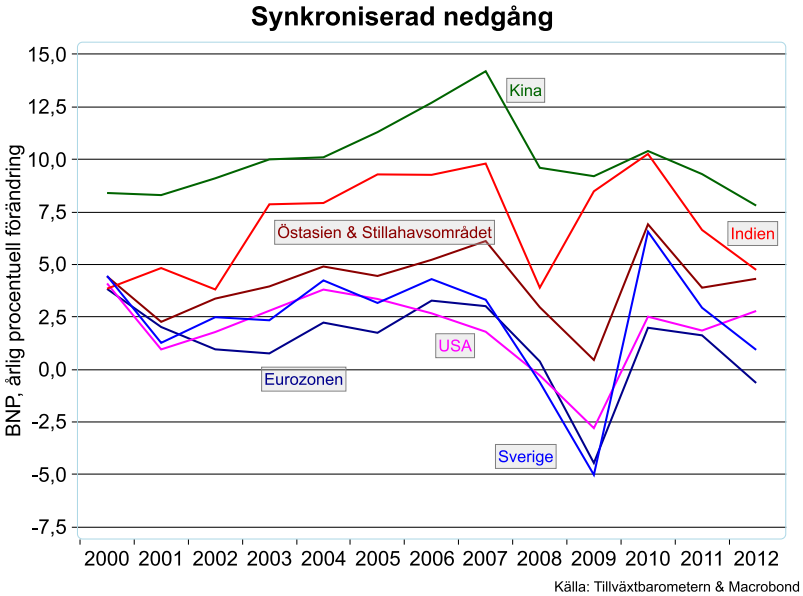
FORTSATT SVAG GLOBAL ÅTERHÄMTNING EFTER KRISEN

Världsekonomin har aldrig, så länge det finns meningsfulla aggregerade BNP-data, drabbats av en så snabb och djup nedgång som den som inträffade i kölvattnet av finanskrisen 2008-2009. År 2009 är faktiskt det enda året sedan 1960 som världs-BNP fallit i reala termer.[1] Det är extra anmärkningsvärt att den djupaste recessionen inträffade efter den längsta perioden med relativt hög och stabil tillväxt i modern ekonomisk historia.





De enda episoder som kommit i närheten i termer av ekonomisk dramatik är OPEC I och OPEC II men inte ens då krympte global BNP. Det är också anmärkningsvärt att ingen undkom "The Great Recession" även om kraften varierade mellan regionerna. Det är naturligtvis slående att BNP föll i nästan alla utvecklade länder men också Kina och Indien bromsade kraftigt, även om dessa ekonomier fortsatte att växa på.



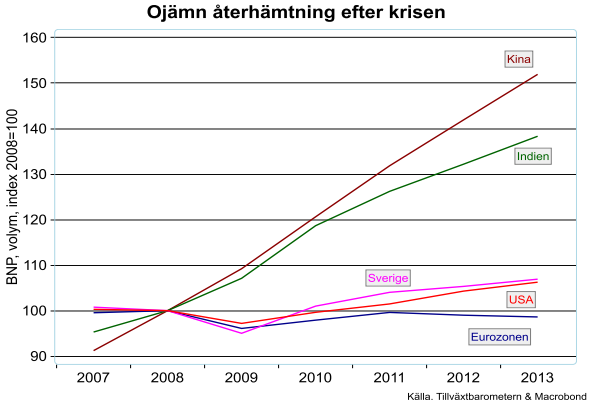
[1] Vi använder oss i detta sammanhang av data från OECD. Även Världsbanken och IMF publicerar globala BNP-data, där Världsbanken indikerar ett fall på hela 2 procent under 2009.

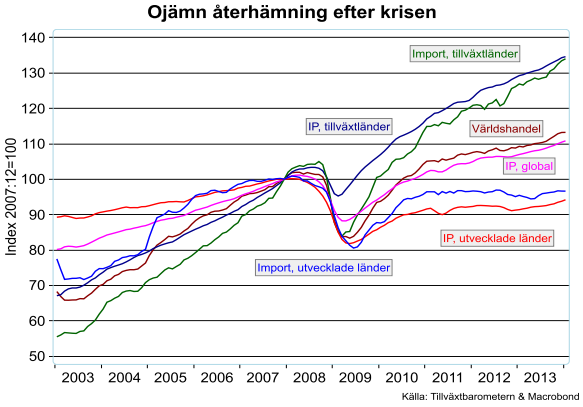
ÅTERHÄMTNING I OTAKT

Visserligen studsade världsekonomin tillbaka ordentligt redan 2010 men därefter har tillväxten åter avtagit. I sort sett alla länder visar upp ett liknande mönster med en ordentlig rekyl efter det fria fallet åtföljd av en ny sättning. Eurozonen föll t.o.m. tillbaka i krympande BNP under 2013.

Tillväxtgapet mellan snabbväxare som Kina och Indien och de mer dynamiska delarna av OECD har visserligen krympt de senaste åren men gapet är fortfarande betydande. Det innebär att den globala återhämtningen i mycket kan tillskrivas tillväxtländerna. BNP i Sverige och USA, industriländer som ändå klarat sig hyfsat, är t ex endast c:a sex procent högre medan Eurozonens BNP fortfarande är c:a 1,5 procent lägre än innan krisen samtidigt som Kinas och Indiens BNP är drygt 50 respektive nästan 40 procent högre.

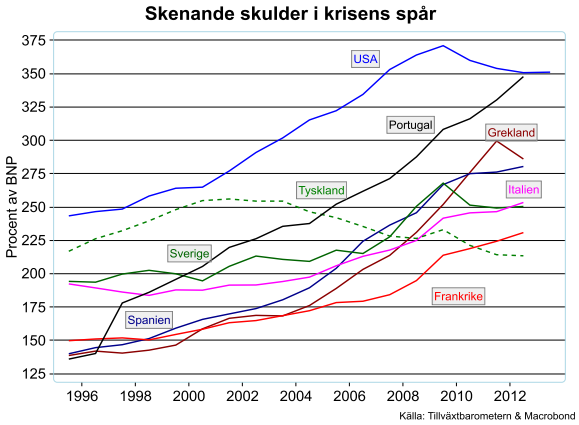
Den ojämna karaktären på återhämtningen framgår också tydligt av den högra bilden nedan. Världshandeln har endast ökat med knappt 15 procent sedan slutet av 2007, importen till de utvecklade länderna har fallit med nästan fem procent medan importen till tillväxtländerna ökat med 35 procent. Ett likartat mönster syns i industriproduktionen som fortfarande är under 2008-års nivå i industrivärlden men har ökat med c:a 35 procent i tillväxtländerna.

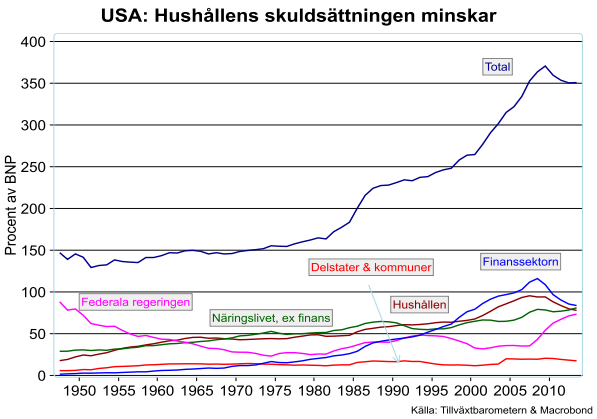




BAKSMÄLLA EFTER KRISEN

Det är väl känt att återhämtningar efter nedgångar som utlösts av finanskriser tenderar att vara segare och hackigare än andra. Ett typiskt fenomen är t ex att såväl den privata som den offentliga sektorn är djupt skuldsatta i krisens spår, eftersom den urholkat tillgångssidan i balansräkningarna och blåst upp skuldsidan. Som framgår av bilden nedan ökade skuldkvoten i flertalet länder – ett undantag är Tyskland - redan innan finanskrisen, för att sedan ta ett ytterligare språng i samband med recessionen.



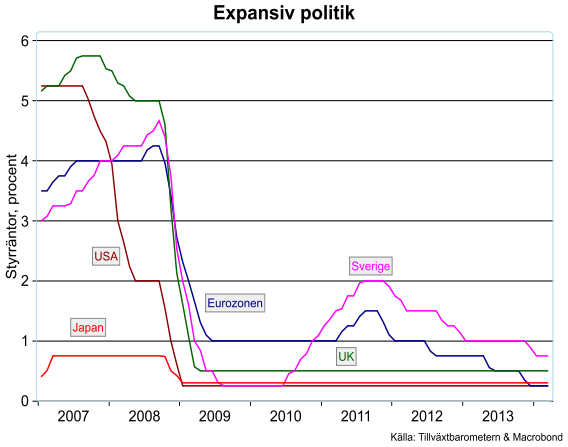


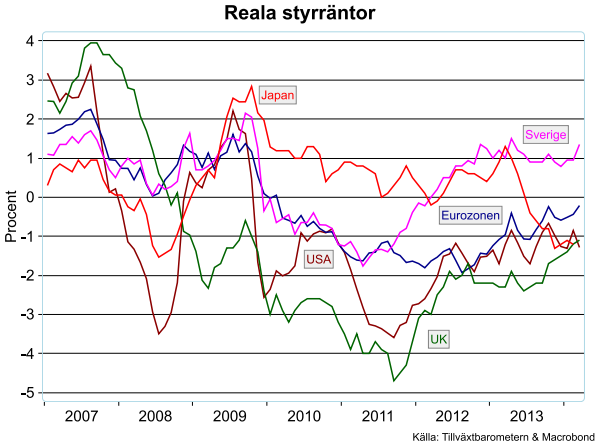
Den nödvändiga skuldsaneringen innebär i sin tur en period med relativt svag tillväxt. Eftersom den senaste finanskrisen var osedvanligt djup ska man således inte förvånas sig över att även återhämtningen varit ovanligt kraftlös. Det är dock värt att notera att USA, som har betydligt högre skuldkvot även jämfört med de europeiska värstingarna, faktiskt lyckats pressa tillbaka skuldkvoten de senaste åren. USA är ett typexempel på Keynesiansk konjunkturpolitik, där en fallande skuldkvot för hushållen och delar av näringslivet delvis matchats av en ökad (federal) offentlig skuldsättning.

Det är också värt att notera att skuldkvoterna fortsätter att öka i flertalet av Eurozonens värst drabbade länder, undantaget Grekland. Det betyder sannolikt att vi måste räkna med ytterligare flera år av svag inhemsk efterfrågan i Sydeuropa. Även om skuldkvoten fallit något ska man heller knappast räkna med att USA:s hushåll ska kunna spela sin traditionella roll som världsekonomins konjunkturlokomotiv.

EXTREM MONETÄR EXPANSION

Inte nog med att den globala återhämtningen varit osedvanligt svag, den framstår som ändå svagare om man betänker den extremt expansiva penningpolitik som centralbankerna bedrivit.

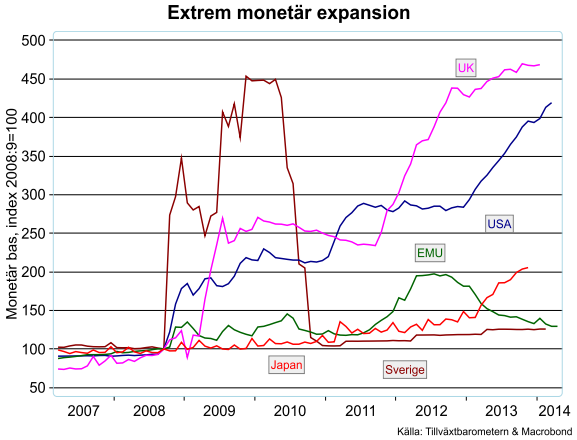


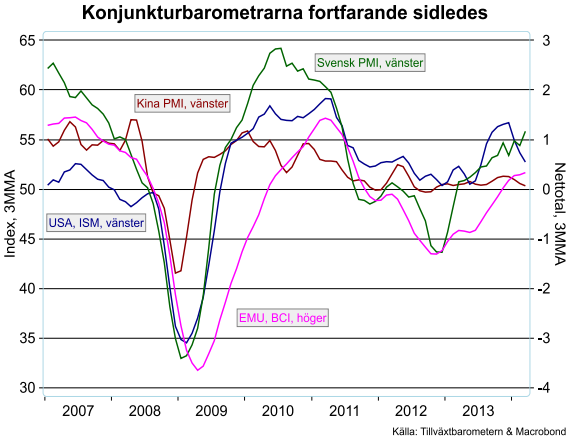


Centralbankerna i flertalet utvecklade länder sänkte sina styrräntor till nära noll under krisens akuta fas. Några, t ex Riksbanken och ECB, började sedan höja räntorna när ekonomierna visade gryende tecken på återhämtning men har sedan tvingats till nya sänkningar i takt med att återhämtningen svikit och inflationen fallit till mycket låga tal. De nominella räntorna ger dock

inte hela bilden. Fokuserar vi istället på de reala styrräntorna ser vi att det varit stora skillnader mellan länderna.[2] Till skillnad från Bank of Japan har ECB, Federal Reserve och Bank of England lyckats åstadkomma rejält negativa realräntor under en längre tid eftersom inflationen varit relativt hög i dessa länder. I Sverige har realräntan i genomsnitt varit betydligt högre, i synnerhet under senare tid eftersom inflation fallit kraftigt.

Ett annat sätt att analysera penningpolitikens expansivitet är utifrån utvecklingen för monetära aggregat. Vi kan se att Riksbanken var mycket aggressiv under krisens inledande fas, genom att flerdubbla den monetära basen. När man kunde blåsa den akuta faran över för det finansiella systemet under 2010 plockade Riksbanken snabbt bort de extra stimulanserna. Federal Reserve och Bank of England har istället kontinuerligt fortsatt att ”trycka pengar” under krisen, i samband med att de kvantitativa stimulanserna gradvis ökat. Bilden nedan illustrerar även hur kvantitativa stimulanser blivit en del av Japans ”Abenomics” under senare tid.



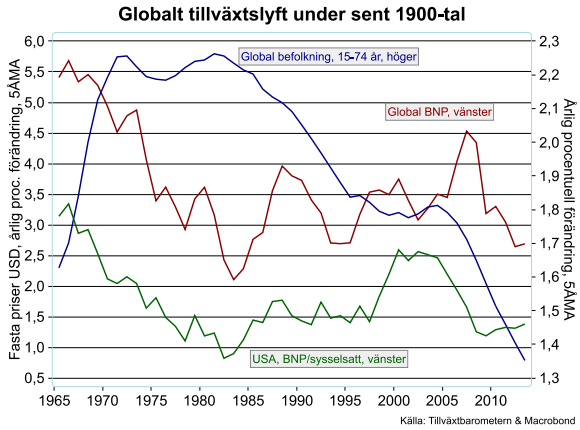


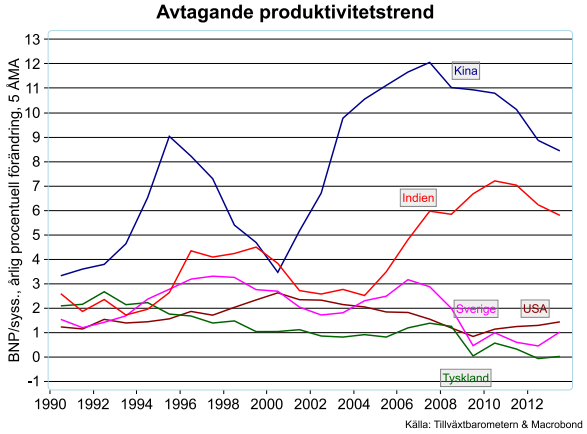
Sammanfattningsvis kan man konstatera att hur man än mäter har penningpolitiken varit mycket expansiv de senaste åren, även om låg och fallande inflation i vissa länder hållit uppe de reala korträntorna. Att återhämtningen trots detta varit svag och hackig är säkert delvis en ”baksmälla” kopplad till den pågående globala skuldsaneringen. Det finns inte heller några tydliga tecken på att den globala aktiviteten kommer att accelerera den närmaste tiden, konjunkturbarometrarna pekar på fortsatt medioker återhämtning. Baksmällan är dock inte hela sanningen, det finns även mer långsiktiga faktorer som tynger den globala ekonomin.

LÄGRE GLOBAL TILLVÄXTTREND

Även om den globala recessionen blev relativt kortvarig och vissa länder fortsätter att växa på i god takt, har återhämtningen alltså varit långsam. Det tycks som om världen har växlat in på en lägre tillväxtbana. Den vänstra bilden nedan visar att en viktig tillväxtmotor, befolkningen i arbetsföra åldrar, börjat hacka betänkligt det senaste decenniet. Visserligen är korrelationen mellan global BNP och den arbetsföra befolkningen långt ifrån klockren på kort sikt men det är ändå slående hur avmattningen i BNP och arbetskraften sammanfallit.

[2] Här har vi helt enkelt dragit bort förändringen i KPI från styrräntorna i respektive land.

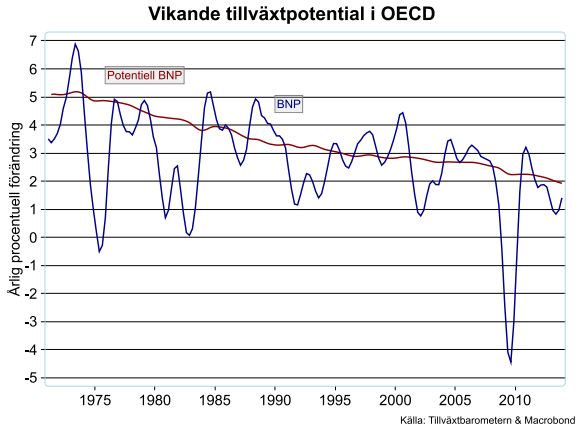


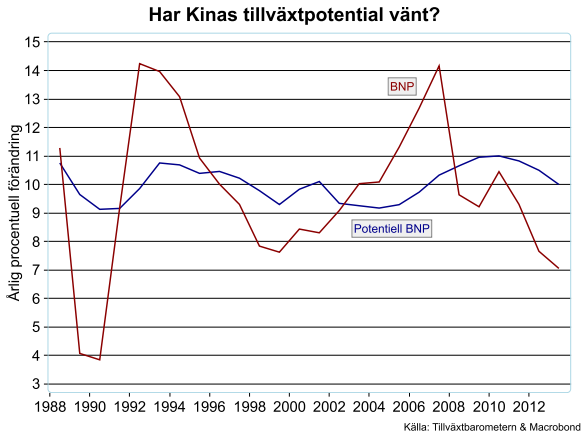


Den fallande tillväxttrenden är dock inte bara ett demografiskt fenomen, även produktiviteten har utvecklats svagt på sistone. Data för global BNP-produktivitet saknas men det framgår tydligt av den högra bilden ovan att global BNP-tillväxt i mycket speglar USA:s produktivitetstillväxt. Det verkar som att det teknologidrivna produktivitetslyftet som ”drabbade” merparten av den industrialiserade världen under 1990- & tidigt 2000-tal, har klingat av.

Att tillväxtrenden bland de industrialiserade länderna är avtagande är ingen nyhet, det har pågått i flera decennier. Den vänstra bilden nedan antyder att vi borde förvänta oss c:a 2 procent BNP-tillväxt/år inom OECD, att jämföra med närmare 3 procent kring millennieskiftet.

Den högra bilden ovan visar också att särskilt Kina men också Indien har tappat en del fart. I Kina har produktivitetstrenden svalnat från 12 procent/år till 8-9 procent/år de senaste 10 åren. Den avtagande produktivitetstrenden tyder på att Kinas tillväxtförmåga kan ha vänt neråt, även om det är för tidigt att säga säkert.[3] Det finns dessutom anledning att tvivla på den kinesiska datakvaliteten vilket gör estimaten osäkra.





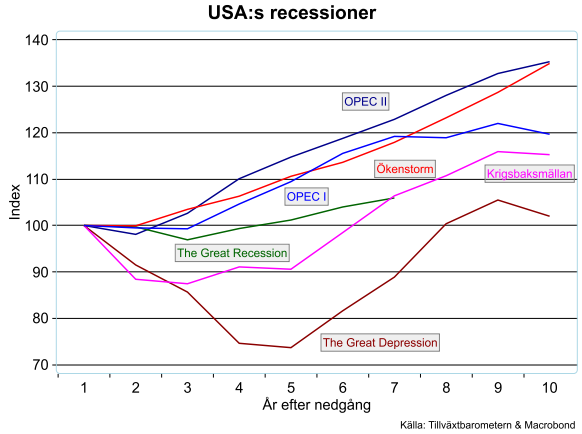
Brist på tillförlitliga nödvändiga data gör det skakigt att estimera global potentiell BNP med samma metod men preliminära resultat talar för global trendtillväxt strax över 3 procent/år att jämföra med knappt 4 procent kring millennieskiftet.

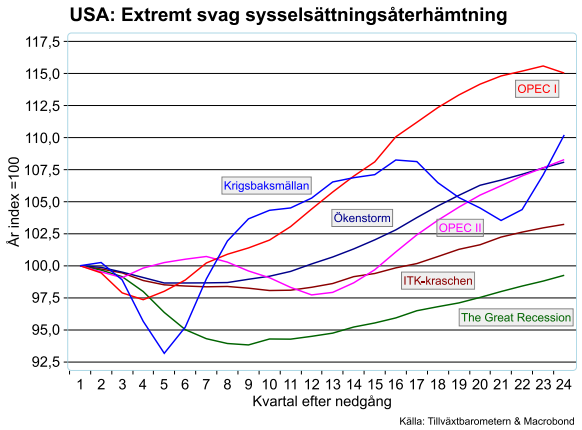
[3] Vi estimerar $\dot{y}_t = \alpha + \beta \Delta u_t + \varepsilon_t$, där $\dot{y}_t = BNP - tillväxt\ och\ \Delta u_t = förändring\ i\ arbetslösheten$ med rullande 10-årsfönster. Förändringen i arbetslösheten antas fånga den cykliska komponenten vilket innebär att α kan tolkas som potentiell tillväxt under de gångna 10 åren.

Sammanfattningsvis är det just nu mycket tal om att världsekonomin håller på att normaliseras och att tillväxten är på väg tillbaka mot trenden. En normalisering är det mest sannolika scenariot men våra resultat tyder på att trenden är lägre än vad vi vant oss vid de senaste 20 åren.

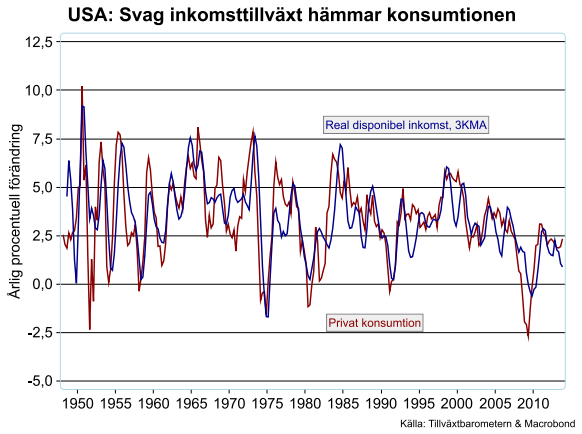
USA: INVESTERINGSLOKET SAKNAR BRÄNSLE

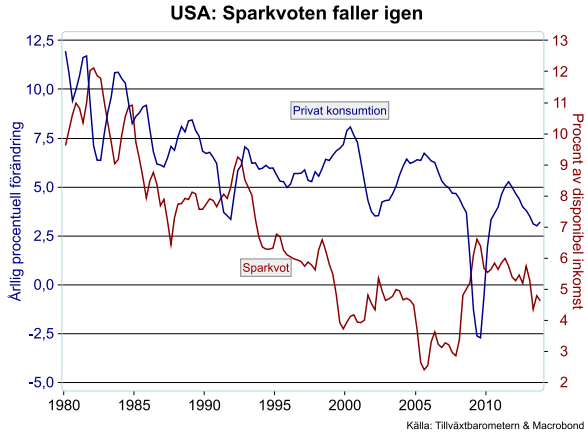
USA uppvisar samma mönster som världsekonomin i sin helhet: Som framgår av bilden nedan till vänster har återhämtningen efter kraschen varit ovanligt trög även om BNP-tappet i samband med Den Stora Depressionen och recessionen efter Andra Världskriget var betydligt större. I termer av sysselsättning är den senaste episoden ännu mer exceptionell. Ännu sex år efter att recessionen inleddes har inte sysselsättningen återgått till utgångsnivån.



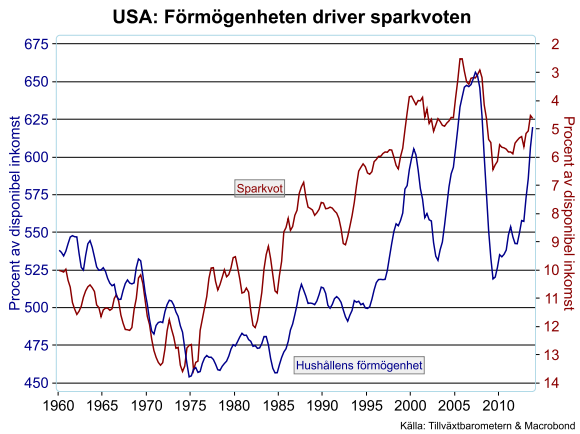


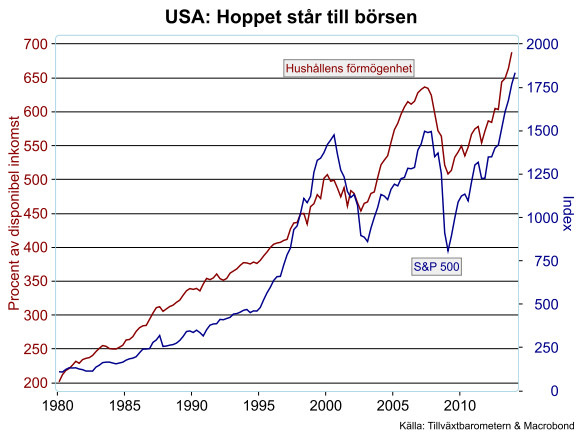
Den skrala utvecklingen på arbetsmarknaden kastar ljus över konsumtionsutvecklingen. Som vanligt ställs stora förhoppningar till att USA:s normalt sett köpglada konsumenter ska börja spendera och lyfta ekonomin. Hittills har konsumtionstillväxten varit måttlig med historiska mått, delvis som en konsekvens av hushållens skuldsanering men också eftersom sysselsättnings- och inkomsttillväxten varit relativt svag. Bilden nedan till vänster visar snarast på en försvagning i inkomstutvecklingen på sistone.





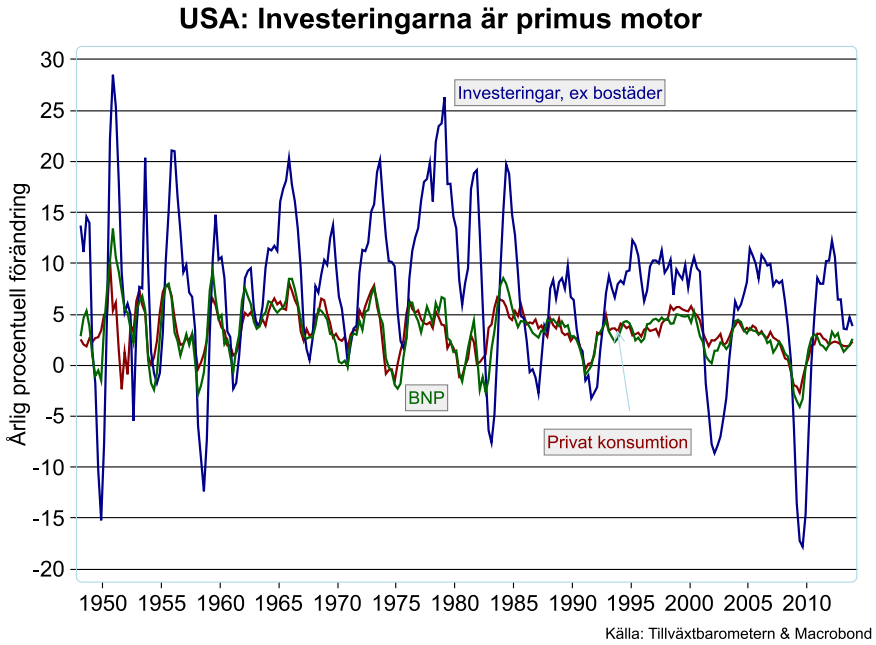
Om inte inkomsttillväxten tar fart måste en acceleration i konsumtionen bygga på fallande sparkvot. Historiskt har hushållens sparbeteende i sin tur i mycket varit en spegelbild av förmögenhetsutvecklingen. Det är tydligt att Fed:s aggressiva politik, även om den inte satt tydliga spår i form av en kraftig konjunkturuppgång, ändå gjort en del av jobbet genom att läka hushållens balansräkningar. Stigande fastighetspriser och börskurser i nollräntepolitikens spår har skjutit förmögenheten i höjden vilket i sin tur pressat ner hushållens sparkvot och gett stöd till konsumtionen.





INVESTERINGARNA PRIMUS MOTOR I KONJUNKTUREN

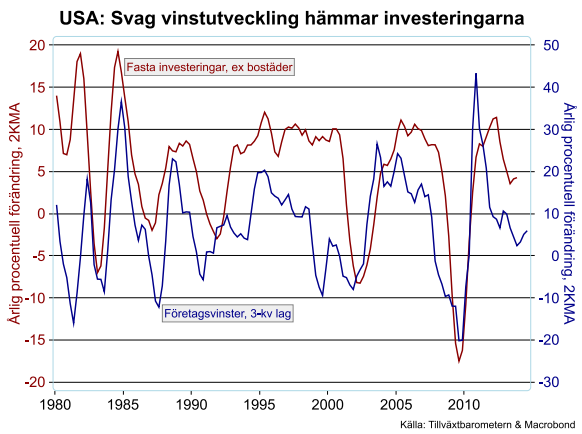
Det förefaller alltså som om hoppet om en konsumtionsuppgång får ställas till fortsatta förmögenhetsuppgångar för hushållen. Samtidigt leder det tankarna lite fel att fokusera på konsumtionen som primus motor. Eftersom hushållen tenderar att smeta ut konsumtionen över tiden är den mindre volatil än BNP och mycket mindre volatil än företagens investeringar. Vill vi hitta tecken på en begynnande acceleration i konjunkturen ska vi således i första hand leta i investeringsdata.



I ett medelfristigt perspektiv har investeringarna samvarierat relativt starkt med företagsvinsterna, även om korrelationen långt ifrån är perfekt. Liksom ekonomin i övrigt studsade vinsterna upp kraftigt under 2010 för att sedan mattas betänkligt. De senaste två åren har vinsterna vuxit med historiskt mediokra 5-10 procent och vi ser inga tecken på en acceleration.

En mer kortsiktig investeringsindikator är leveranserna av kapitalvaror.[4]

[4] Leveranser av kapitalvaror exklusive flygplan och försvarsmateriel är indata, tillsammans med industriproduktionen, till investeringarna i nationalräkenskaperna.

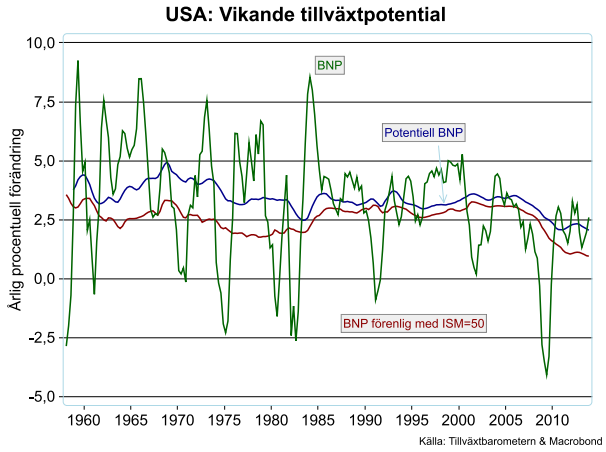


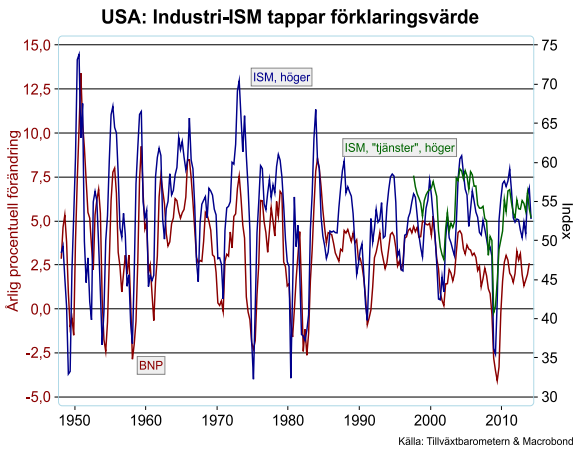
Inte heller här finns några tecken på en påtaglig förstärkning av investeringsaktiviteten de närmaste kvartalen.

LÄGRE TRENDTILLVÄXT HÄMMAR ÅTERHÄMTNINGEN

Så här långt är det inte svårt att till stor del relatera USA:s svaga återhämtning till finanskrisens efterbörd, i form av skuldsanering för hushållen och en svag vinstsituation för företagen. Till detta måste dock läggas den smygande effekten av ”The New Normal”. Det är tydligt att USA:s tillväxtpotential avtagit ordentligt de senaste 10 åren: Enligt våra estimat var potentiell tillväxt kring millennieskiftet c:a 3,5 procent att jämföra med dagens c:a 2 procent.

Intressant är även att notera att signalvärdet i ISM för tillverkningsindustrin, länge med rätta ansedd som en av de främsta konjunkturindikatorerna, samvarierar med tillväxtpotentialen. I bilden nedan till vänster framgår den BNP-tillväxt som är förenlig med ISM=50, vanligen uttolkat som ett slags tröskelvärde för stagnation.[5] Som framgår är en rimligare tolkning att ISM=50 signalerar ett normaltillstånd: Ju högre tillväxtpotential desto högre BNP-tillväxt är förenlig med ISM=50. Det är också tydligt att ISM för tillverkningsindustrin tappat en del av sitt förklaringsvärde i takt med att industrins andel av ekonomin minskat. Som synes har BNP samvarierat mycket starkare med ”tjänste-ISM” på senare år. Ingendera barometer indikerar emellertid någon påtaglig acceleration i ekonomisk aktivitet i närtid.



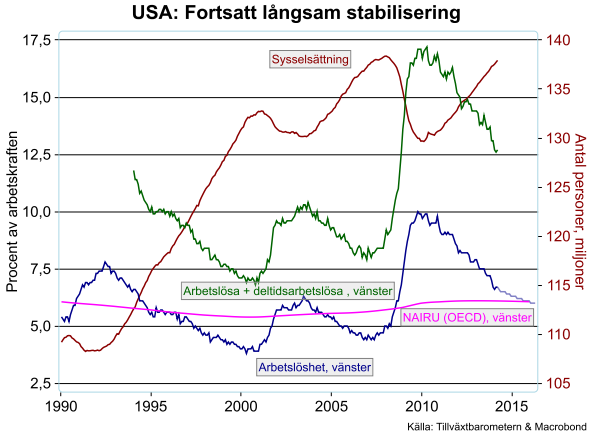


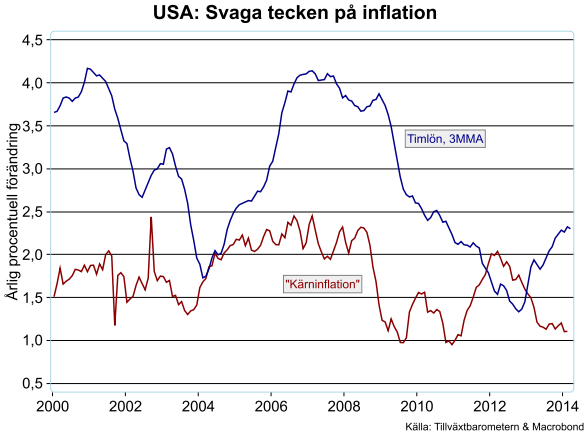
[5] Vi estimerar modellen $\dot{y}_t = \alpha + \beta * ISM$, för ISM=50, med rullande 10-årsfönster.

Sammanfattningsvis är det svårt att finna argument för en stark amerikansk konjunkturuppgång, åtminstone att döma av dagens situation för hushåll och företag. Vad indikerar då den fortsatt måttliga expansionen för arbetsmarknad och penningpolitiken?

FORTSATT LÅNGSAM STABILISERING AV ARBETSMARKNADEN

Som noterats har återhämtningen på arbetsmarknaden varit osedvanligt långsam efter krisen, vilket inte är förvånande med tanke på den svaga tillväxten. Ändå har sysselsättningen i stort sett hämtat in hela tappet samtidigt som arbetslösheten fallit med över tre procentenheter sedan toppen. Under ytan är dock arbetsmarknaden svagare än vid första anblicken eftersom en stor del av arbetskraften antingen har lämnat arbetsmarknaden eller är deltidsarbetslös. Med tanke på att vi förväntar oss en tillväxt något över USA:s tillväxtpotential på c:a två procent de närmaste åren kan vi räkna med att arbetslösheten fortsätter att falla långsamt mot NAIRU.

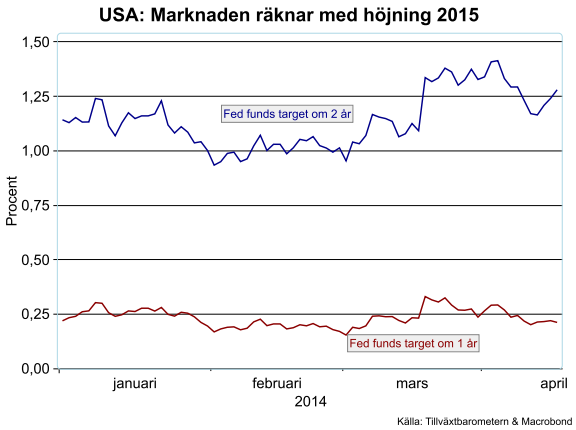




Det betyder att resursutnyttjandet fortsätter att vara måttligt under de närmaste åren. Samtidigt finns det en oro på sina håll, även inom Federal Reserve, att de senaste årens kraftiga monetära expansion ska skapa en inflationsbrasa. Ännu ser vi inga tydliga inflationstendenser, tvärtom är Fed:s favoritindikator – prisindex för privat konsumtion exklusive mat & energi – fortfarande långt under målet. Man kan dock ana att förstärkningen på arbetsmarknaden håller på att skapa ett "säljläge" för arbetskraften, eftersom lönerna accelererat en del det senaste året.

FED LIGGER LÅGT ETT TAG TILL

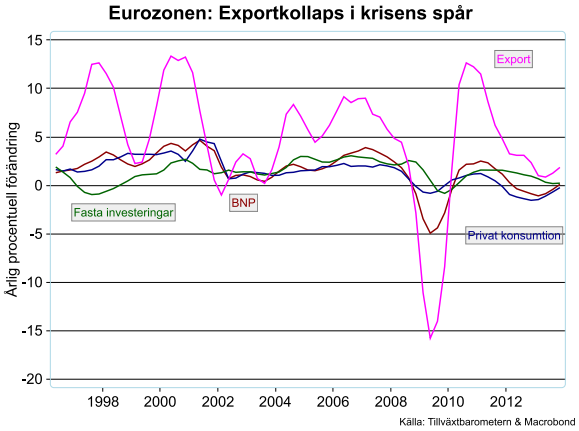
Bristen på inflationsimpulser och en måttlig återhämtning på arbetsmarknaden gör att Federal Reserve fortsätter med sin försiktiga linje.

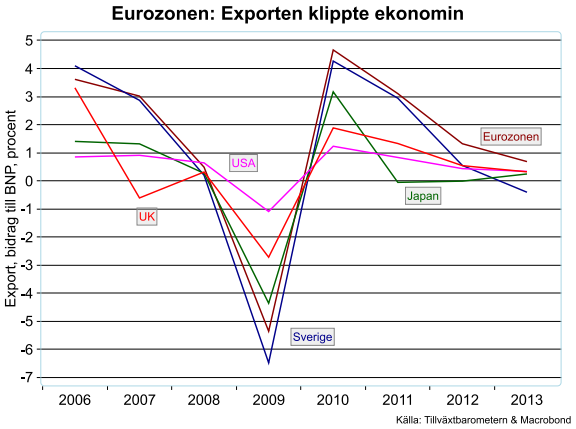


I samband med det senaste Fed-mötet signalerades de första höjningarna, sannolikt under andra halvan av 2015 och att Fed-direktörerna räknar med att styrräntan når c:a 1 procent mot slutet av 2015. Marknadsprissättningen indikerar inte heller förväntningar om tidigare höjningar än så. Vi skulle dock inte bli förvånade om Fed inleder höjningscykeln något tidigare än vad som hittills indikerats givet att återhämtningen fortsätter enligt förväntningarna. En första höjning mot sommaren 2015 verkar rimlig. Skulle Fed följa det historiska mönstret borde räntan snarast ligga kring 1,5 procent i slutet av nästa år (se den högra bilden ovan).

EUROZONEN: HÅLLBAR ÅTERHÄMTNING DENNA GÅNG?

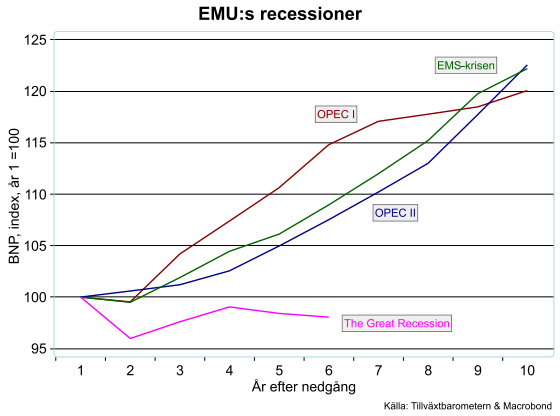
Även Eurozonen drabbades hårt av kollapsen i väldskonjunkturen 2008-2010. Trots att Eurozonen är en nästan lika stor ekonomi som USA är exportens andel av BNP tre gånger så stor, mycket beroende på Tysklands jättelika exportindustri. I termer av exportandel påminner Eurozonen mer om Sverige, med exportandelar över 45 procent i bägge fallen. Eurozonens starka exportfokus innebar att exportfallet klippte över fem procent från Eurozonens BNP 2009. Här är det tydligt att USA:s relativt skyddade ekonomi inte alls drabbades lika hårt av den globala krisen eftersom exporteffekten år 2009 inskränkte sig till -1 procent av BNP.

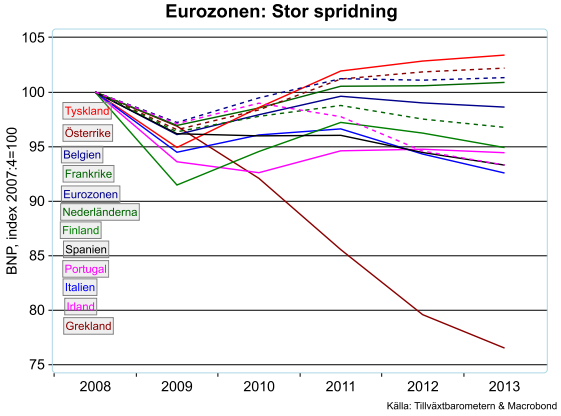




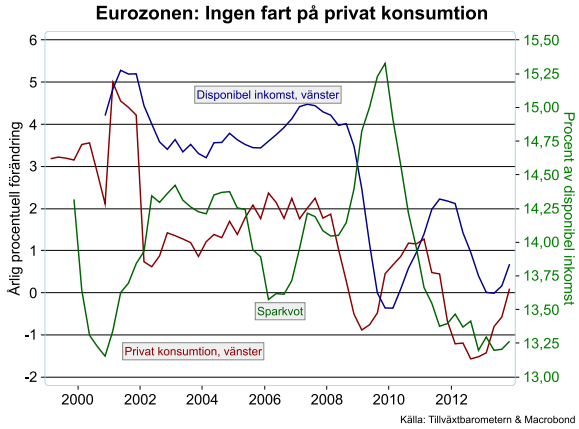
Trots att Eurozonen, i större utsträckning än USA, kunde surfa på den globala rekylen 2010-2011 har återhämtningen sammantaget varit betydligt svagare än i USA. Jämför vi med recessionerna under de tidigare 40 åren kan vi se att förloppet denna gång har varit extrem långsamt. Ännu efter 6 år är BNP fortfarande 2 procent lägre än vid krisens inledning. Dessutom är spridningen inom Eurozonen mycket stor, i figuren nedan till höger har vi sorterat länderna efter ”prestation”. De enda länder (inom EMU12) som med nöd och näppe tagit sig över startpunkten är Tyskland, Österrike, Belgien och Frankrike.

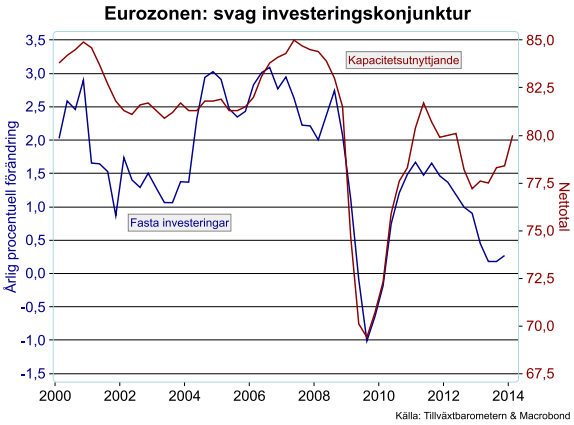
Att GIIPS-länderna alla befinner sig under startpunkten kommer knappast som en överraskning. Däremot är det slående hur illa det gått för Finland som fortfarande ligger 5 procent under 2008-års nivå. Finlands öde är en trist illustration av nackdelen med att dela valuta med disparata länder.





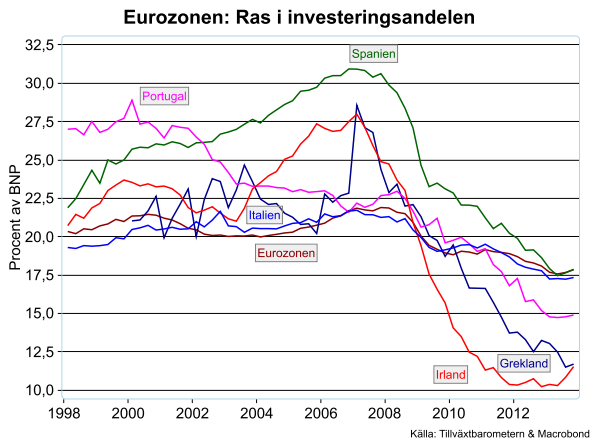
Nu är det inte bara exporten som tagit stryk de senaste åren. Även inhemsk efterfrågan har utvecklats mycket svagt. Svag sysselsättning har tillsammans med en stram finanspolitik i de flesta länder, lett till svag inkomst- och konsumtionstillväxt. Visserligen har sysselsättningsfallet bromsat upp på sistone vilket ger visst stöd för hushållen. Den svaga BNP-tillväxten och fortsatt finanspolitisk åtstramning i många länder, talar dock inte för någon påtaglig förbättring för hushållen i närtid.

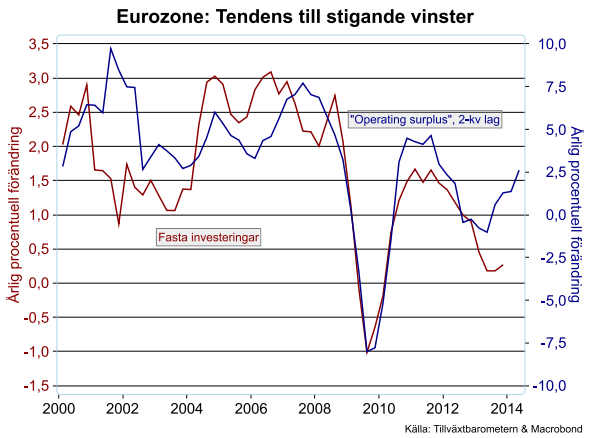




Även företagens investeringar har utvecklats mycket svagt. Investeringsandelen har fallit i snart sagt alla medlemsländer det senaste decenniet men det är påtagligt hur krisen fullständigt drog undan mattan för investeringarna i de mest krisdrabbade länderna. I Irland har således investeringsandelen fallit från 27 procent till 10 procent och i Spanien från över 30 procent till 17 procent.

Ett fortsatt relativt lågt kapacitetsutnyttjande i näringslivet talar inte för att investeringarna kommer att ta märkbar fart i närtid, även om kapacitetsutnyttjandet ökat något på sistone. Vi kan dock notera en viss begynnande vinstuppgång vilket bådar för en stabilisering av investeringar under 2014.

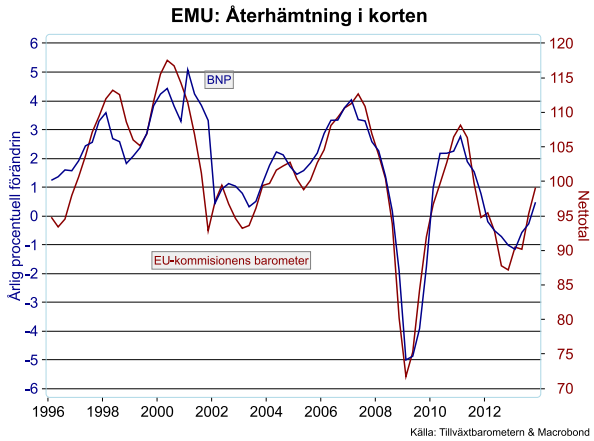


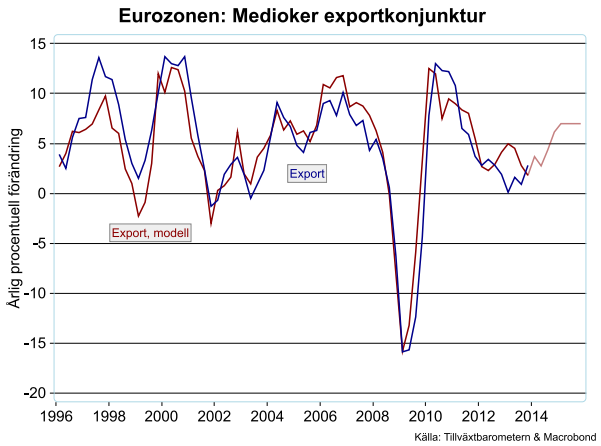


TECKEN PÅ ÅTERHÄMTNING

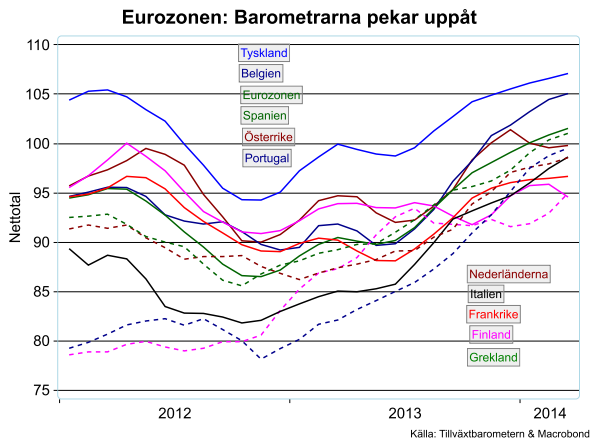
Även om de senaste åren varit fyllda av besvikelser och ”falska starter” kan man nu alltså ana vissa tecken på att det värsta är över och att en återhämtning kan inledas, förhoppningsvis mer hållbar denna gång. I bilden nedan till höger visas exporten tillsammans med en enkel regression, där exporten estimeras med tillväxten i global BNP och effektiv växelkurs. Givet vår prognos om drygt 3 procent global BNP-tillväxt de närmaste åren kan vi, allt annat lika, förvänta oss en exporttillväxt som gradvis stiger till drygt 5 procent de kommande åren.

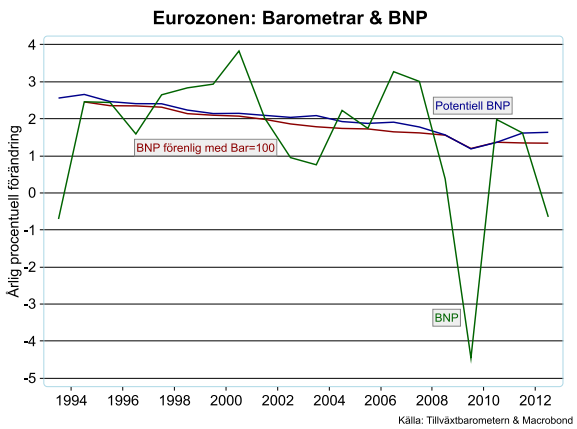
Liksom disponibelinkomsterna, företagsvinsterna och exportindikatorer, pekar EU-kommissionens barometer svagt uppåt, inte bara för Eurozonen som helhet utan även för de flesta medlemsländerna.





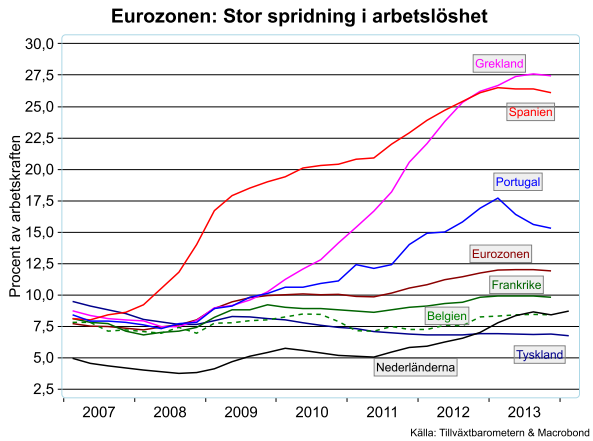
Än så länge är det dock endast en minoritet av länderna vars barometrar kommit in på positivt territorium. Frågan är då vilken kvantitativ information om konjunkturen som EU-kommissionens barometer ger? I bilden nedan till vänster visas såväl BNP-utfallet, vårt estimat för potentiell BNP-tillväxt som den tillväxttakt som varit förenlig med neutralt värde på barometern, allt härlett enligt samma metoder som tidigare.

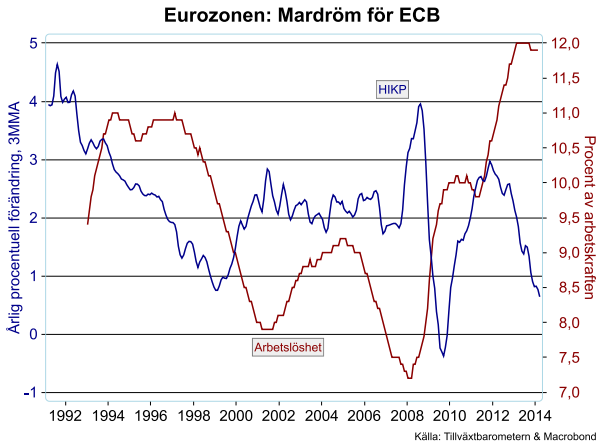




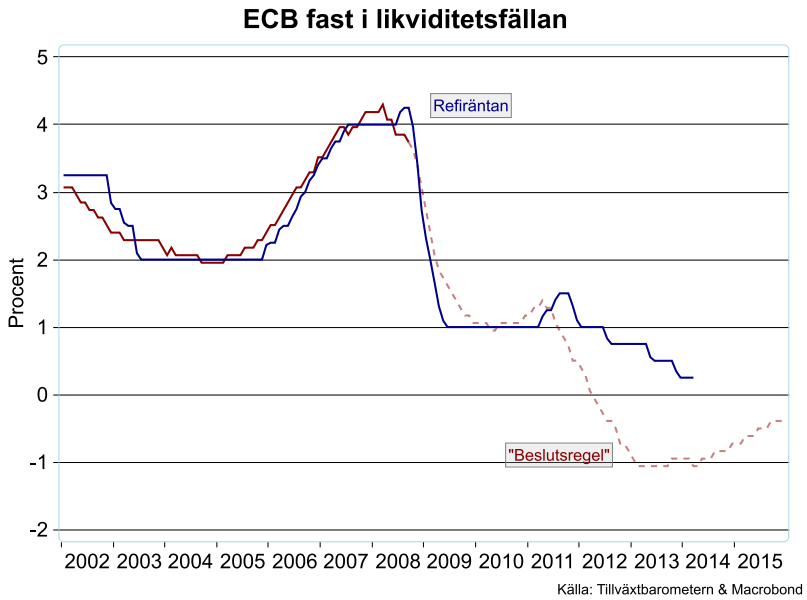
Noterbart är att potentiell tillväxt fallit med c:a en procentenhet sedan mitten av 1990-talet och nu uppskattas till omkring 1,5 procent. Liksom med ISM i USA verkar tolkningen av ett barometervärde på 100 vara ungefär ”normalläge”. För tillfället är detta förenligt med en BNP-tillväxt mellan 1 och 1,5 procent vilket knappast är tillräckligt för att generera en kraftfull återhämtning i arbetsmarknaden.

Arbetslösheten i Eurozonen har i det närmaste fördubblats under en, i det närmaste obruten, 6-årig uppgång. Dessutom är skillnaderna i arbetslöshet mellan de starka och de svaga nationerna enorm. Samtidigt har inflationen sedan hösten 2011 fallit från tre procent till bara drygt 0,5 procent. Sammantaget innebär detta att trycket på ECB att agera vuxit sig allt starkare. Mycket talar nu för antingen en ytterligare räntesänkning och/eller okonventionella åtgärder av karaktären kvantitativa stimulanser.



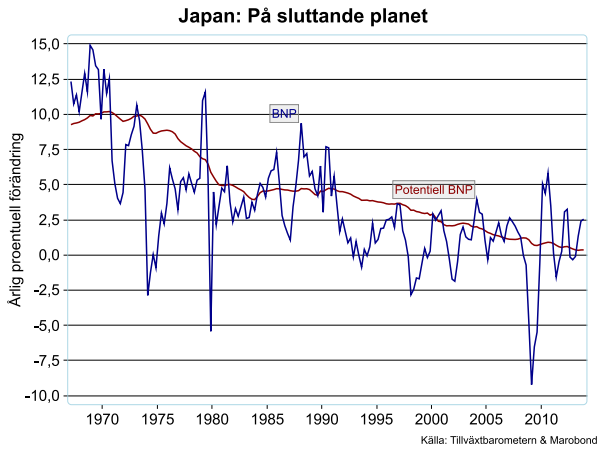


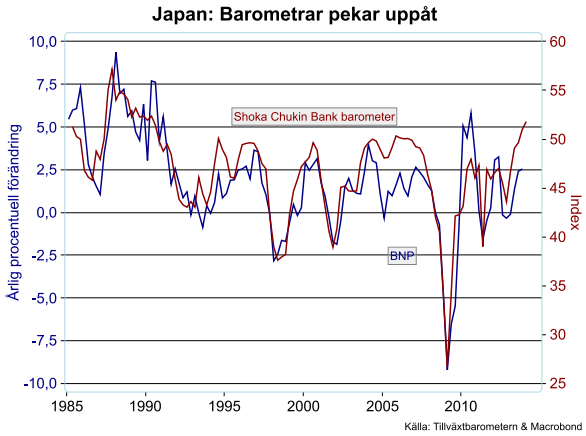
Hade ECB varit trogen sitt historiska beteende borde man gått mycket aggressivare fram de senaste åren och sänkt räntan till nära noll redan 2012. Vi räknar med att ECB ligger kvar med superlåg ränta åtminstone fram till slutet av 2015.



INGEN SPRUTT I ÖVRIGA I-LÄNDER

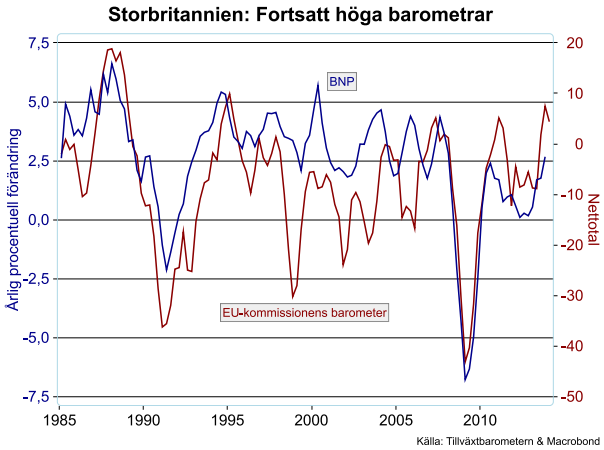
Låt oss även kort gå igenom utsikterna för ett par andra större I-länder. Japan har befunnit sig på en kraftigt lutande, negativ tillväxtbana i decennier. Hoppet spirar nu på många håll om att ”Abenomics” ska gjuta nytt liv i en letargisk ekonomi. Den kraftiga monetariseringen har haft en del kortsiktigt positiva effekter bl a i form av en börsuppgång och stigande konjunkturbarometerar. Återstår att se om medicinen är tillräcklig och den rätta för att åstadkomma en hållbar ekonomisk återhämtning.





Våra estimat antyder att Japans långsiktiga tillväxtförmåga knappt överstiger noll, en mycket dramatiskt förändring över de senaste decennierna. Tills vidare är vår bedömning inte att det finns anledning att kraftigt förändra den negativa synen på Japans långsiktiga tillväxtförmåga, vilket inte utesluter en viss konjunkturell rekyl.

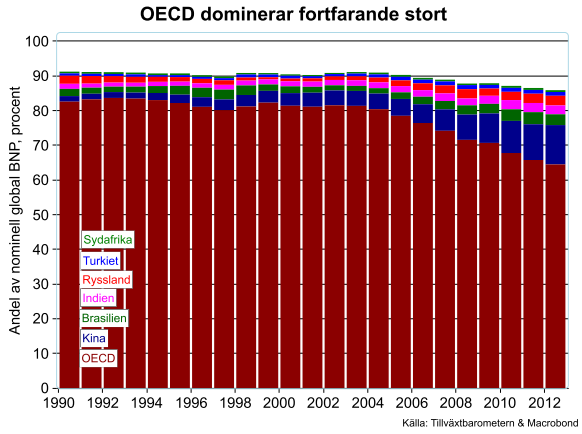
I Storbritannien har Bank of England bedrivit en extremt expansiv politik för att häva den negativa utvecklingen efter finanskrisen. Nu verkar det som om detta håller på att lyckas eftersom konjunkturen tagit hyfsad fart det senaste året.

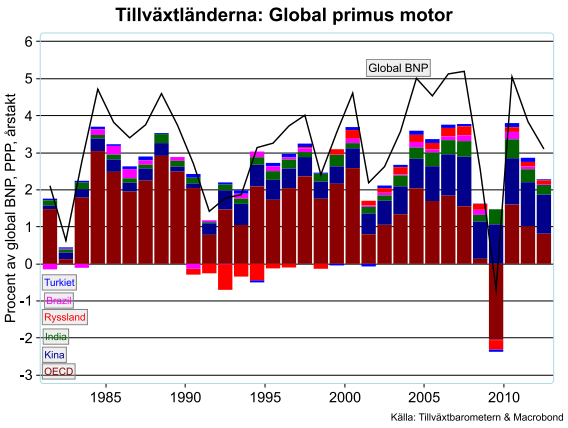


Även om EU-kommissionens barometer inte har varit en klockren BNP-indikator tyder den fortfarande på att återhämtningen kommer att hålla i sig de närmaste månaderna, Storbritannien kommer sannolikt att tillhöra snabbväxarna inom industrivärlden. Värt att notera är att även Storbritanniens tillväxtpotential verkar vara på väg ner i krisens kölvatten (se vänster bild ovan).

AVMATTNING BLAND TILLVÄXTLÄNDERNA

Även om tillväxtländernas andel av den globala ekonomin har vuxit snabbt de senaste decennierna domineras global BNP fortfarande av de gamla industriländerna; OECD står fortfarande för 65 procent av global BNP att jämföra med 81 procent så sent som år 2000 medan klustret BRICST[6] har ökat sin andel från knapp 10 procent till 21 procent.

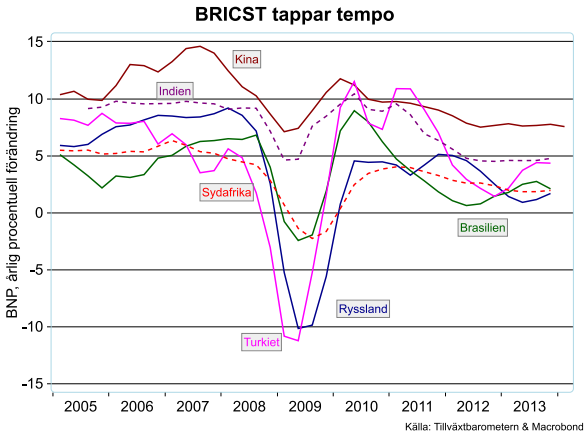


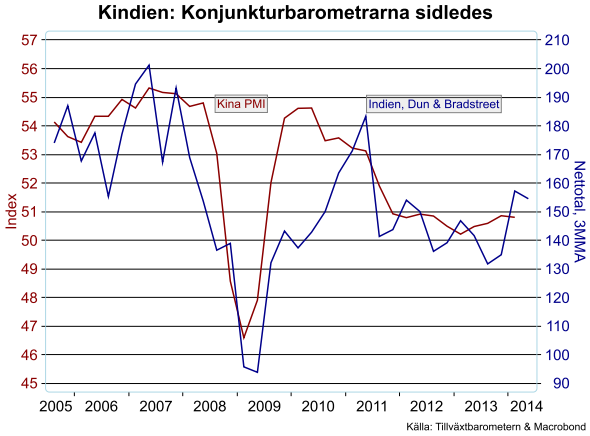


Samtidigt har tillväxtländernas bidrag till global BNP varit mycket stort eftersom tillväxtgapet mellan ”blocken” varit så stor. Mätt i PPP-justerade volymtermer har Kinas bidrag till global tillväxt varit betydligt större än OECD:s under 6 av de senaste 7 åren. Nu finns det dock, som nämnts ovan, tecken på att även tillväxtländerna bromsar in. Liksom i övriga delar av världen har tillväxttalen fallit tillbaka de senaste åren, efter den initiala studsen efter krisen.

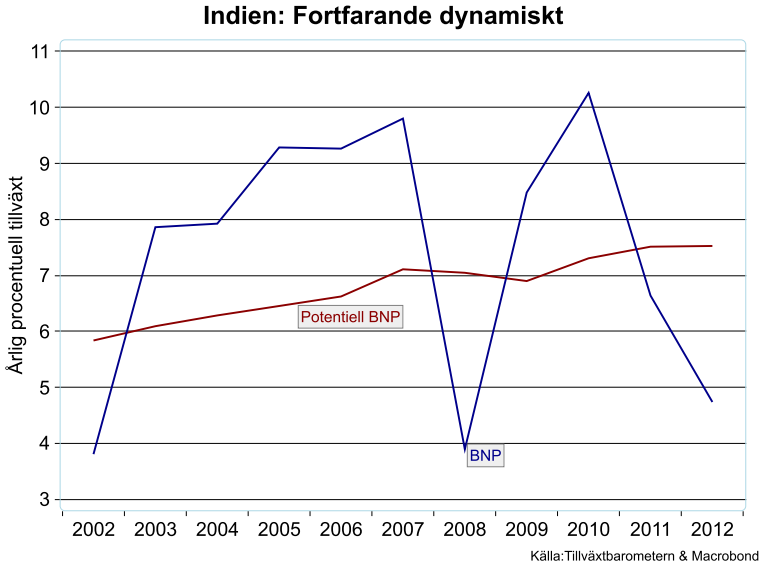
[6] Brasilien, Ryssland, Indien, Kina, Sydafrika & Turkiet.

Man kan t.o.m. ifrågasätta om länder som Ryssland och Sydafrika verkligen förtjänar epitetet ”tillväxtländer” längre, deras tillväxt har varit i paritet med t ex Sverige och USA de senaste åren. I vilket fall finns det knappast anledning att hoppas på att dessa länder ska bidra meningsfullt till global tillväxt de kommande åren, Sydafrika och Turkiet är fortfarande alltför små och Ryssland står sannolikt inför en mycket besvärlig period, med tanke på den geopolitiska situationen.

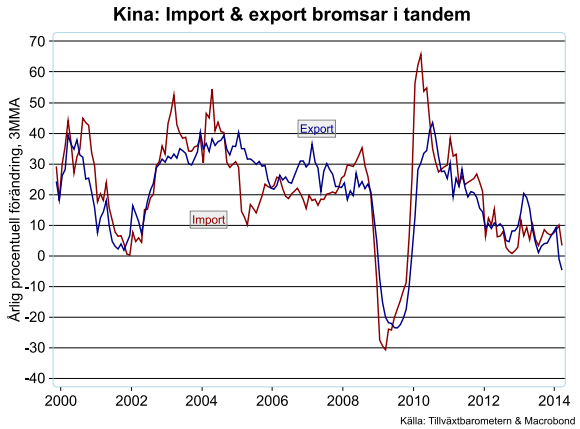




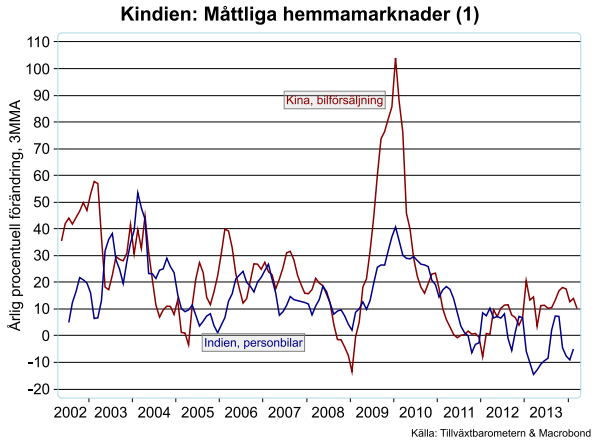
Låt oss istället fokusera på Kina och Indien, länderna med den särklassigt högsta tillväxtpotentialen. Visserligen måsta man ifrågasätta datakvaliteten men det mesta tyder ändå på att dessa båda länder fortfarande är mycket dynamiska. Som nämndes ovan finns det tecken på att Kina nu har plockat de lägst hängande frukterna och håller på att svalna något men inget tyder på en kraftig inbromsning. Vi uppskattar de potentiella tillväxttakterna till c:a 10 procent respektive 7-8 procent, långt starkare än något annat land.

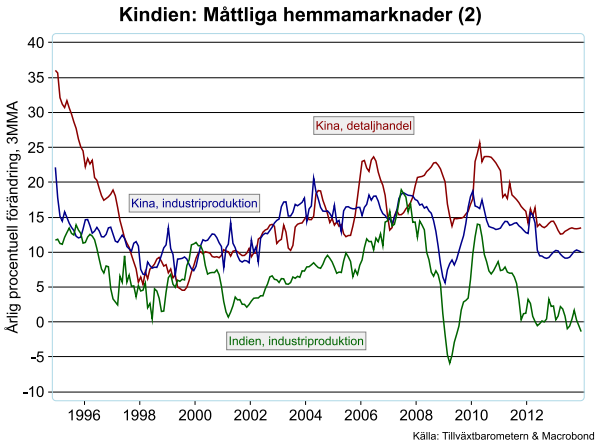


På senare tid har dock konjunkturen i såväl Kina som Indien mattats rejält och ekonomierna växer nu en god bit långsammare än potentialen. Avmattningarna speglar såväl lägre exporttillväxt i spåren av svag global konjunktur som vikande inhemsk efterfrågetillväxt. Kinas exporttillväxt har legat stadigt i historiskt låga intervallet 0-10 procent de senaste två åren medan Indiens exporttillväxt hoppat runt i intervallet -10 - +10 procent.



Samtidigt visar inhemska indikatorer som bilförsäljning, detaljhandel, etc., också tecken på viss svaghet, även om de flesta andra länder fortfarande kan se med avund på särskilt Kinas utveckling.

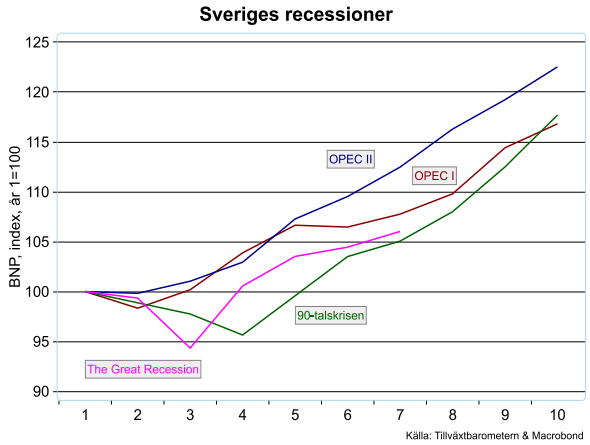


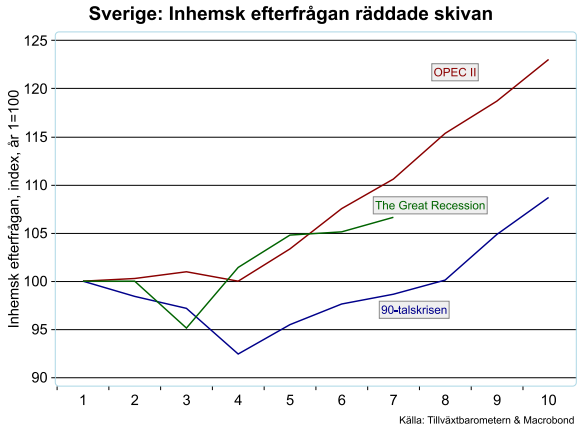


Sammantaget finns det just nu tydliga tecken på att även världens viktigaste lokomotiv de senare åren kommer att bidra mindre till global BNP framöver. Fortsatta problem i industriländerna, i synnerhet i Europa men även i USA, samtidigt som de viktigaste tillväxtländerna bromsar innebär att konjunkturförutsättningarna för en liten öppen ekonomi som inte är de ljusaste.

SVERIGE: STARKARE ÄN DE FLESTA INDUSTRILÄNDER

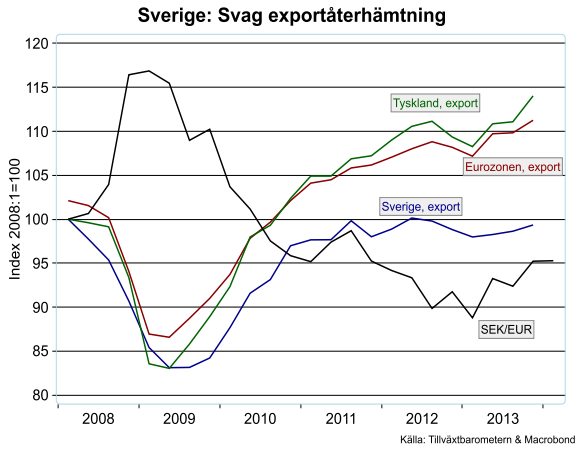
Även Sverige har upplevt en något segare återhämtning än vanligt i finanskrisens kölvatten. Jämfört med andra ekonomier som USA och Eurozonen är dock inte anomalin lika tydlig. Det initiala fallet var faktiskt större än under 90-talskrisen men därefter har återhämtningen gått något fortare och påminner om utvecklingen efter den första oljekrisen.

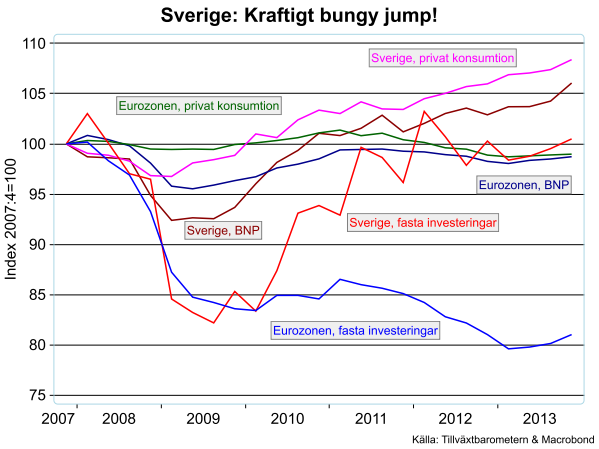




Som vi noterade ovan drabbades Sverige av ett ännu större exportdrivet BNP-tapp än Eurozonen i samband med finanskrisen. Den svenska export har varit fortsatt relativt svag och har ännu inte återställt hela fallet i samband med krisen. Samtidigt har exportvolymerna i Eurozonen ökat 9 procent och i Tyskland hela 14 procent. Till del kan säkert den divergerande utvecklingen förklaras av den starka svenska kronan de senaste åren. Kronan följde det gängse mönstret och föll kraftigt när finanskrisen bröt ut. Under den första tiden gick inte heller den svenska exporten dramatiskt sämre än i Eurozonen. Allteftersom kronan har stärkts har dock det svenska relativa exporttappet accentuerats.

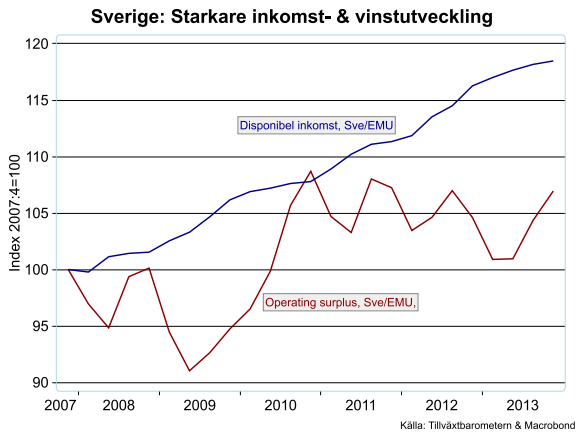
I termer av inhemsk efterfrågan var 90-talskrisen betydligt värre. Vi ser alltså tydligt att internationella chocker – OPEC & finanskrisen - slår framförallt mot exporten medan vår hemkokta 90-talskris i första hand drabbade inhemsk efterfrågan.

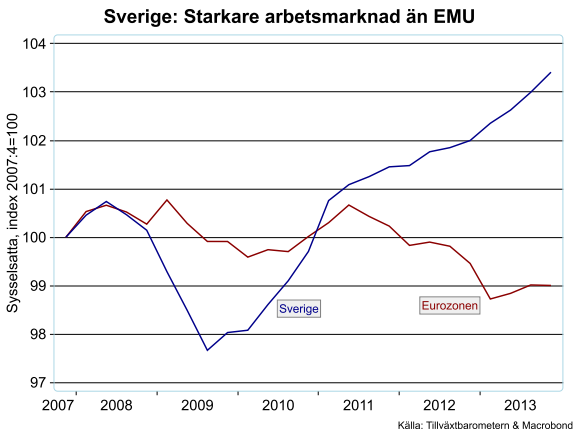




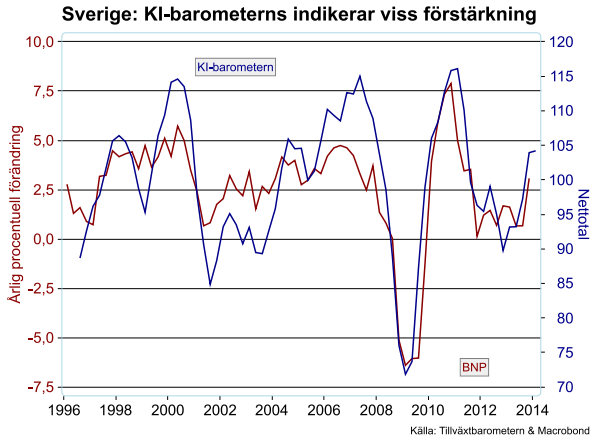
Jämför vi oss även fortsättningsvis med Eurozonen kan vi konstatera att inhemsk efterfrågan i Sverige utvecklats mycket starkare, när väl återhämtningen inleddes. Såväl privat konsumtion som investeringar har vuxit betydligt snabbare än i Eurozonen, vilket är naturligt med tanke på

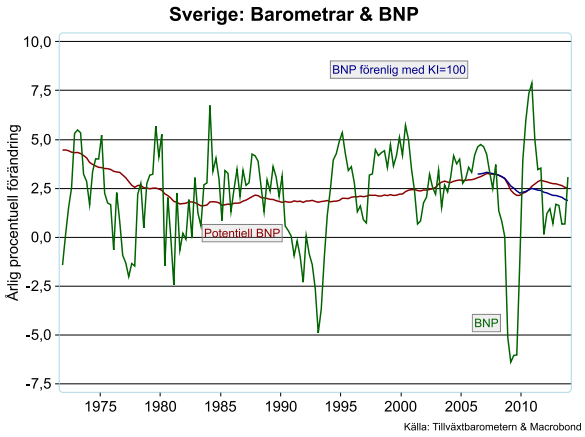
inkomst- och vinsttillväxten. De svenska hushållen har haft en betydligt bättre utveckling på arbetsmarknaden de senaste åren vilket också resulterat i en starkare inkomsttillväxt.





Blickar vi framåt finns det anledning att förvänta sig att den svenska ekonomin fortsätter att växa relativt starkt jämfört med andra industriländer. Konjunkturinstitutets barometer indikerar att stämningsläget är bättre än normalt om än långt ifrån euforiskt.

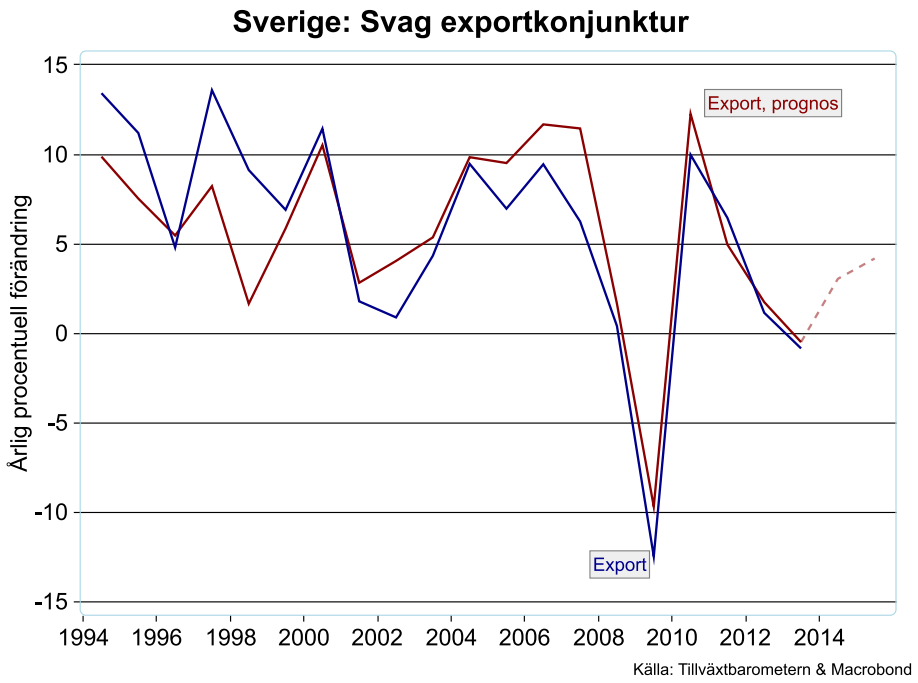




Liksom för USA och Eurozonen kan vi relatera tillväxttalen som är förenliga med KI-barometern till potentiell BNP-tillväxt. Vi kan notera att värdet 100 för barometern på sistone har varit förenligt med BNP-tillväxt strax under 2 procent mot över 3 procent före krisen. Under samma period har estimatet för potentiell BNP-tillväxt fallit från c:a 3,5 procent till c:a 2,5 procent. Det senaste värdet på barometern, drygt 104, är förenligt med c:a 3 procent tillväxt.

FORTSATT SVAG EXPORTKONJUNKTUR

Även om det ljusnar något bland våra viktigaste exportdestinationer handlar det fortfarande inte om någon stark återhämtning. Det innebär att exporten fortsätter att utvecklas relativt svagt.

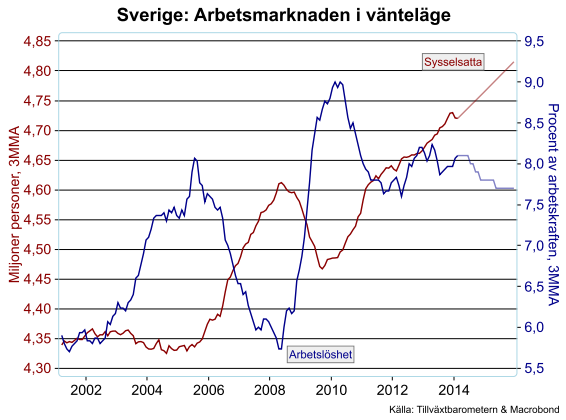


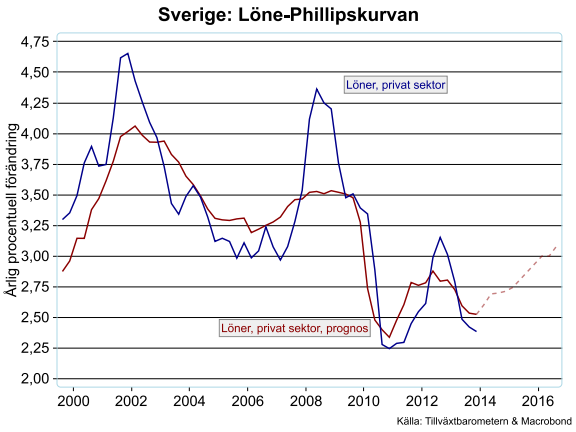
Givet bedömningen av den globala konjunkturen och en relativt stabil kronkurs räknar vi med att exporttillväxten gradvis tuffar upp mot 5 procent de kommande åren, en fortsatt historiskt svag tillväxt.

Utvecklingen för hushållen är svårbedömd eftersom det är oklart hur finanspolitiken kommer att bedrivas efter valet. Att döma av retoriken får hushållen räkna med skattehöjningar framöver, till skillnad från de senaste åren, och därmed en svagare inkomstutveckling.

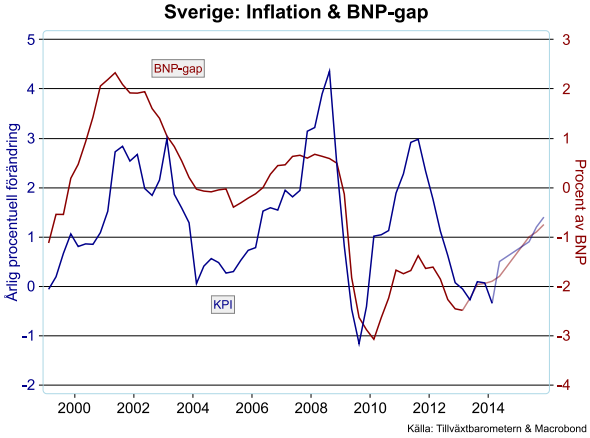
LÅNGSAM FÖRBÄTTRING PÅ ARBETSMARKNADEN

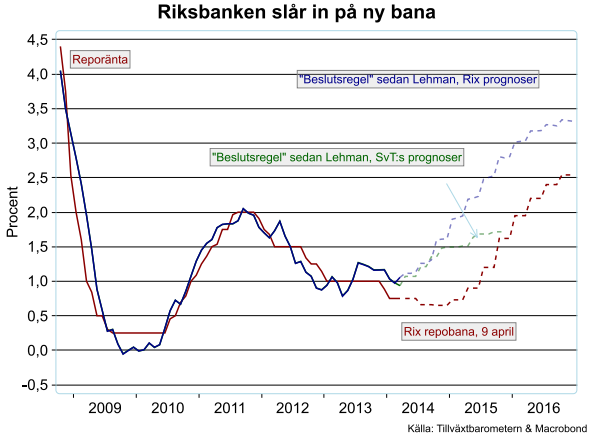
Våra estimat tyder på att potentiell BNP-tillväxt är strax under 2,5 procent. Givet bedömningen om en måttlig BNP-tillväxt i samma härad innebär det att arbetslösheten endast faller marginellt de närmaste två åren. Vi räknar vidare med att antal sysselsatta ökar med c:a 1 procent/år 2014-2015.





En svagt fallande arbetslöshet innebär att resursutnyttjandet endast ökar marginellt. Även om löneutvecklingen inte förklaras enbart av resursutnyttjandet talar detta för fortsatt måttliga löneökningar. Det blir således svårt att spåra någon tydlig inflationssignal från arbetsmarknaden de kommande åren. Baserat på vårt estimat för BNP-gapet kommer även KPI-inflationen att klart understiga målet under 2014-2015.





Eftersom Riksbanken de senaste åren systematiskt överskattat inflationen räknar vi med att man fortsätter på den inslagna vägen: Reagera i större utsträckning på – överraskande låga – inflationsutfall och lita mindre på inflationsprognoserna. Som vi noterat i annat sammanhang[7] ”borde” Riksbanken, om man skulle följa samma mönster som de senaste åren och givet sina egna prognoser för inflation och arbetslöshet, låta reporäntan utvecklas enligt den blå kurvan i figuren ovan. Givet Tillväxtbarometerns prognoser och Riksbankens historiska beteende, skulle i istället reporäntan utvecklas enligt den gröna prickade kurvan ovan. Som synes är Riksbanken i sin senaste prognos inne på en mycket lägre räntebana, i synnerhet den närmaste tiden.

Sedan senaste Riksbanksprognosen har inflationen kommit in betydligt lägre än förväntat. Eftersom inflationen med stor sannolikhet kommer att fortsätta att ligga långt under målet ett bra tag räknar vi nu med att reporäntan sänks åtminstone en gång till under 2014.

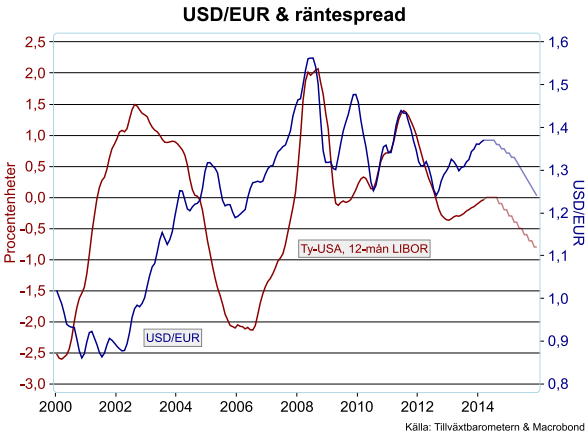
[7] Se tillvaxtbarometern.se., 9/4-2014

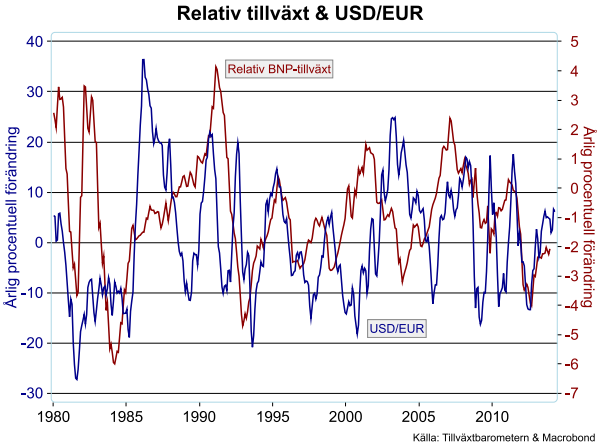
FINANSIELLA PROGNOSER

Valutakurser är notoriskt svåra att prognosticera, de är tillståndsberoende vilket innebär att de främsta drivkrafterna varierar över tid. Något som överraskat många, som hävdar tillväxtskillnadernas betydelse för valutakurser, är att euron varit fortsatt stark mot dollarn trots att USA:s ekonomi gått så mycket starkare under en längre tid. En vanlig uppfattning är dock att tillväxtskillnaderna inte är det väsentliga. Enligt detta resonemang hänger dollarförstärkningen istället på att Fed börjar att tydligare signalera sina intentioner att strama år penningpolitiken.

VISS DOLLARFÖRSTÄRKNING I KORTEN

Bilden nedan till vänster visar att det inte finns något klockrent samband mellan USD/EUR å ena sidan och tillväxtskillnad/räntespread, även om räntespreaden fungerat relativt bra de senaste åren.



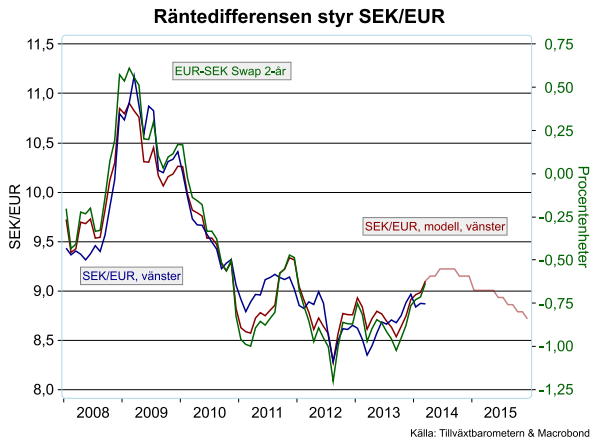


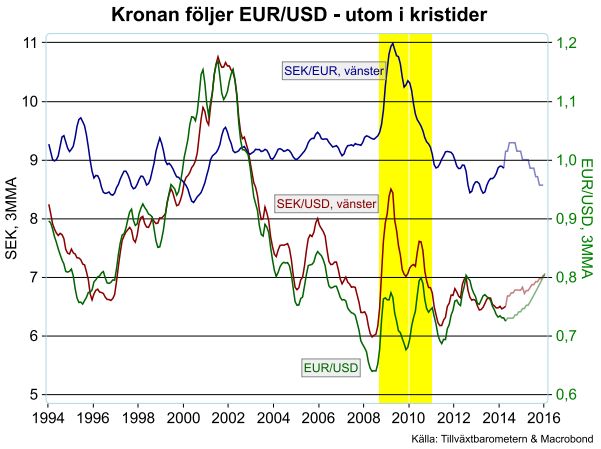
Blir det som vi tror att Fed inleder räntehöjningarna vid mitten av nästa år medan ECB ligger still för överblickbar framtid, talar detta således för en viss dollarförstärkning. Utifrån ett finansiellt perspektiv finns det dock inte mycket som talar för att USD/EUR ska göra en mer betydande resa, t ex ner mot det historiska snittet kring 1,15.

KRONAN ÅKER BERG-OCH-DALBANA

Värdet på den svenska kronan har i stor utsträckning följt de ”stora” valutakurserna under senare år och legat relativt stadigt förankrad kring 9 kr mot euron. Det senaste stora undantaget inträffade i samband med Lehman-kraschen då kronan försvagades kraftigt mot både dollarn och euron i samband med att den globala riskaversionen sköt i höjden.

Bilden nedan till vänster visar dock att de relativt små rörelserna i SEK/EUR varit väl korrelerade med räntespreaden de senaste åren.

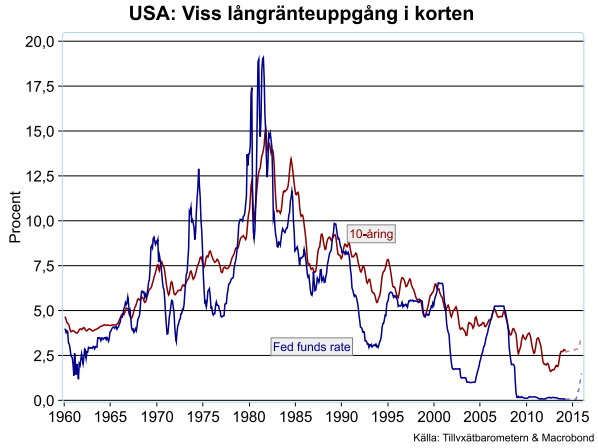


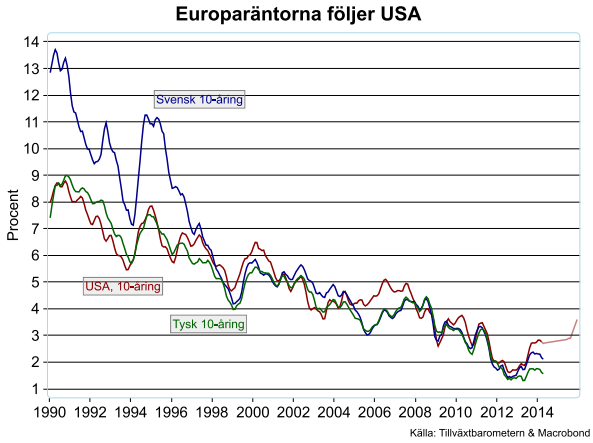


Får vi rätt i våra styrränteprognoser kommer svenska korta marknadsräntor att falla något mot Eurozonen på kort sikt, i samband med Riksbankens räntesänkning. Detta kan tala för en viss kortsiktig försvagning av kronan. På lite längre sikt, när Riksbanken börjar höja räntan medan ECB ligger still, finns det istället anledning att räkna med en viss kronförstärkning mot euron medan vi räknar med att SEK/USD närmar sig 7 kr.

LÅNGA RÄNTOR LÅNGSAMT PÅ VÄG UPP

De globala långräntorna styrs i mycket av Fed-politiken vilket framgår tydligt av den vänstra bilden nedan. Nu väntar förmodligen en, visserligen måttlig, Fed-omsvängning i åtstramande riktning under 2015 vilket talar för en viss ränteuppgång. Vi talar dock fortfarande om historiskt mycket låga långa amerikanska långräntor framöver, vilket delvis speglar lägre neutral realränta i spåren av lägre tillväxtpotential.





Svenska långräntor ligger något över sina tyska motsvarigheter i nuläget, speglande mer optimistiska förväntningar på den svenska konjunkturen på sikt. Även om en eventuell Riksbankssänkning i det korta perspektivet kan få en viss effekt även på längre räntor, finns det anledning att räkna med att svenska långräntor stiger något mer än de tyska, och utvecklas i linje med USA.

Tabell 1. Nyckeltal

År	USA BNP	EMU BNP	Kina BNP	Global BNP	Sverige BNP	Sverige Arbets-löshet	Sverige Syssel-sättning	Sverige KPI
2014	2,5	1	7,2	3,1	2,3	7,9	1	0,4
2015	2,8	1,1	6,9	3,2	2,4	7,7	1,1	1,1

Tabell 2. Finansiella nyckeltal

År	Fed	ECB	Riksbanken	SEK/EUR	USD/EUR	SEK/USD	Sverige 10-år	USA 10-år	Tyskland 10-år
2014	0,25	0,25	0,50	9,15	1,35	6,78	2,30	2,80	1,75
2015	1,50	0,25	1,50	8,60	1,25	7,03	2,50	3,60	1,75