

INNEHÅLL

Sammanfattning.....	1
Global konjunktur	2
Tema: Råvarupriser.....	9
USA.....	15
Tema: USA:s aktiemarknad	20
Eurozonen	22
Kina	27

Japan.....	29
Storbritannien.....	30
Tema: Rysslands ekonomi.....	32
Tema: Konjunkturindikatorer.....	34
Sverige	37
Tema: Teknikindustrins rapporter.....	54
Tema: Globala värdekedjor.....	56
TABELLER.....	60

Ur askan i elden

Industriekonomerna räknar med att fortsatta störningar i globala värdekedjor samt en för snabb åtstramning av penningpolitiken i USA kommer att medföra en betydligt svagare tillväxt i Sverige och globalt under 2022–2023 än tidigare förväntat. Kriget i Ukraina, sanktioner mot Ryssland samt omfattande nedstängningar i Kina medför nya störningar i globala värdekedjor. Omfattande kostnadsökningar för företagen i spåren av flaskhalsar och accelererande energi- och andra råvarupriser slår mot lönsamhet och investeringar då företagen inte fullt ut kan vältra över dessa på konsumenterna i form av högre priser. En viss övervältring sker dock vilket får en negativ effekt på hushållens disponibla inkomster och konsumtion. Tillväxten blir svag både av konjunkturella och strukturella skäl, det senare då tillväxten begränsas av att den underliggande tillväxtkraften är måttlig. Under nästa år räknar vi med att de ränteuppgångar som redan har pågått ett tag och som bedöms fortsätta, kommer dämpa den ekonomiska tillväxten ytterligare.

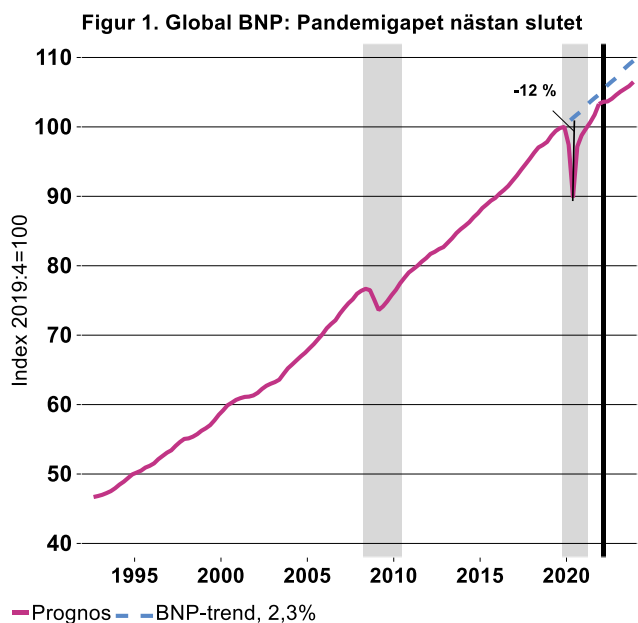
Även om EU fortsätter att köpa gas från Ryssland påverkas EU ändå rejält av ovan nämnda störningar och drabbas därmed av en mildare recession i år. USA bedöms också genomgå en mild recession men under 2023, i detta fall drivet främst av Federal Reserves kraftiga penningpolitiska åtstramning. I ett sådant scenario räknar vi med att global BNP ökar med 2,5 procent 2022 och 1,7 procent 2023.

I ett alternativt scenario med totalstopp för import av rysk gas till EU räknar vi med att EU:s BNP-tillväxt blir tre procentenheter lägre under 2022 än i scenario 1. En i detta fall rejäl recession i EU får negativa följdverkningar för resten av världen. I ett sådant alternativscenario räknar vi med att global tillväxt ökar med låga 1,5 procent 2022.

De försämrade utsikterna för världsekonomins normalisering efter pandemin dämpar också Sveriges export och investeringar. Högre inflation, tidigare lagda, fortsatta styrräntehöjningar och stigande bolåneräntor motverkar också en normalisering av hushållens konsumtion. Däremot räknar vi med att offentlig konsumtion i Sverige ökar relativt starkt både i år och nästa år. Detta sammantaget resulterar ändå i en betydligt svagare BNP-tillväxt i Sverige 2022 eller 2,5 procent jämfört med 3,4 procent än vi räknade med i höstas. Nästa år bedöms BNP öka med endast 1 procent. Med den information som finns i dagsläget vad gäller tillstånd för kalkstensbrytning på Gotland utgår vi från att det kommer uppstå omfattande brist på cement under 2023, vilket kommer dra ned alla typer av bygginvesteringar i Sverige nästa år. Det kommer i sin tur indirekt påverka Sveriges industriproduktion negativt. Då industrin i Sverige därutöver har högt beroende av världshandeln och global ekonomisk tillväxt räknar vi med att industriproduktionen sammantaget minskar med två procent år 2023 efter en ökning med två procent i år.

Global konjunktur: Ur askan i elden

Återhämtningen av världsekonomin har varit imponerande stark efter att flertalet ekonomier började öppna upp efter pandemins akuta fas. Som framgår av Figur 1 är nu global BNP (prognos för Q1 2022) endast marginellt lägre än en tänkt trendbana.¹



Källa: Industriekonomerna, Världsbanken

Industriekonomernas bedömning är att global BNP som mest var drygt 12 procent under jämviktsbanan under andra kvartalet 2020. Gapet slöts snabbt initialt i samband med rekylén när världen började öppna upp sommaren 2020. Därefter har visserligen tillväxten varit betydligt måttligare men normaliseringen har ändå fortsatt.

Även om pandemin orsakade det djupaste ekonomiska raset någonsin, blev alltså efterspelet det gängse efter liknande chocker: en V-formad återhämtning. Som vi tidigare poängterat kan finansiella chocker förväntas skapa betydligt mer varaktiga ekonomiska skadeverkningar. Exempelvis tog det åtta kvartal för världsekonomin att återta förlorad terräng efter finanskrisen 2008–2009. Dessutom slog världsekonomin in på en betydligt svagare tillväxttrend efter Den Stora Recessionen 2009. Efter pandemin tog det bara fem kvartal att komma tillbaka till nivån pre-covid trots att det initiala raset var mycket större än under Den Stora Recessionen (se Figur 1). Återstår att se om tillväxtbanan kommer att plattas

till ytterligare med lägre potentiell tillväxt också i efterspelet till pandemin – och kriget – mycket talar för det.

Pandemin fortfarande en faktor

Pandemin har i stort sett förlorat sitt grepp över den ekonomiska utvecklingen i merparten av länder dock med ett viktigt undantag: Kina fortsätter att tillämpa sin noll-toleranspolitik mot covid vilket de senaste månaderna lett till en drakonisk nedstängning av delar av landet. Kina är en gigantisk ekonomi, motsvarande 20 procent av global BNP. Dessutom är landet en viktig leverantör av vissa nyckelprodukter. Det betyder att den månadslånga nedstängningen av Shanghai slår både mot Kinas BNP och global konjunktur. En kraftig minskning av kapaciteten i Shanghais hamn har dessutom stora negativa effekter på redan ansträngda globala leverantörskedjor. Vi ser just nu – början av maj – oroande tecken på att även Beijing påverkas av ökad smittspridning. Skulle även hela eller delar av huvudstadsregionen stängas ner blir konsekvenserna än värre för Kinas ekonomiska utvecklingen på kort sikt.

Blankt papper efter Rysslands invasion

Med reservation för utvecklingen i Kina var banan snitslad för fortsatt, om än avtagande, tillväxt under kommande år med förutsättningar för fullbordad normalisering. Knappt hade dock världsekonomin återhämtat merparten av raset efter pandemin innan nästa chock inträffade; Rysslands invasion av Ukraina.

Det är naturligtvis mycket svårt att bedöma de ekonomiska konsekvenserna av kriget för EU och andra delar av världen. Vi kan vara helt säkra på att Rysslands och i synnerhet Ukrainas ekonomier kommer att påverkas extremt hårt av kriget. Världsbanken räknar exempelvis med att Ukrainas BNP kommer att halveras i år. En vanlig bedömning är att effekten på Rysslands ekonomi blir ett BNP-fall på cirka 15 procent. Världsbanken bedömer dessutom att ekonomierna i Centraleuropa och Centralasien också kommer falla tungt i krigets spår.

Mycket hänger förstås bland annat på hur långvarigt kriget blir och i synnerhet på varaktigheten i de omfattande sanktionerna, om dessa utvidgas, effekterna på energi- och andra råvarupriser, eventuella brott i globala

¹ Industriekonomerna bedömer att global potentiell BNP-tillväxt är cirka 2,3 procent.

leveranskedjor m.m. Visserligen finns det just nu inga tecken på omfattande smittoeffekter på det globala finansiella systemet men det kan inte uteslutas framöver.

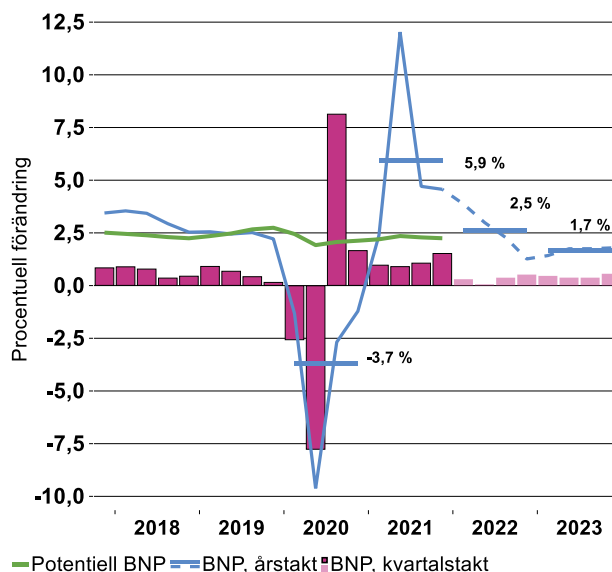
På längre sikt, i ett skede då krigshärjade länder ska byggas upp igen eller andra satsar på att bygga framtida militär kapacitet kan man tänka sig en period med tillfälligt stark ekonomisk tillväxt. Sådan är erfarenheten från tidigare krigssituationer. Exempelvis uppgick USA:s samlade militära utgifter under perioden 1940–45 till motsvarande 5 biljoner USD i 2019-års penningvärde. Detta motsvarar över 20 procent av dagens BNP. Under åren 1943–44 motsvarade försvarsutgifterna 40 procent av BNP.²

I det medelfristiga perspektivet ska det dock mycket till för att inte nettoeffekterna av kriget blir kraftigt negativa för världsekonomin. Industriekonomerna utgår ifrån två scenarier för världskonjunkturen:

1. EU fortsätter att köpa naturgas från Ryssland. Visionen är att EU gradvis ska göra sig oberoende av rysk gas men det kommer att ta ett antal år. I detta scenario undviks således akuta problem med EU:s energiförsörjning.
2. EU upphör med gasinköp från Ryssland i närtid. I detta scenario riskerar EU:s energiförsörjning så småningom att utsättas för tryck även om det finns reservkapacitet att tillgå under en period.

I scenario 1 räknar vi med att framförallt EU påverkas rejält (mer om EU:s ekonomi i senare avsnitt). Men även resten av världen kommer att känna av effekterna av kriget i form av stigande energi- och råvarukostnader, högre inflation och räntor. I scenario 1 blir resultatet att världsekonomin bromsar rejält under årets två första kvartal för att sedan ta lite mer fart under andra halvåret 2022 (se Figur 2). Resultatet blir en tillväxt i global BNP på cirka 2,5 procent.

Figur 2. Global konjunktur: Först krig sen USA-recession



Källa: Industriekonomerna, Världsbanken

Utan att vara specifika kring detaljerna kring kriget, sanktioner, bränslepriser, med mera, utgår vi ifrån att dessa faktorer får gradvis mindre påverkan på världsekonomin under 2023. Vi räknar dock med att Federal Reserves kraftiga penningpolitiska åtstramning orsakar en mildare recession i USA under 2023. Resultatet blir en relativt svag världskonjunktur även nästa år, en global BNP-tillväxt på 1,7 procent.

Ytligt sett kan våra globala BNP-prognoser se svaga ut, inte minst i ljuset av ett urstarkt 2021. Man måste dock ha i åtanke att global potentiell BNP-tillväxt är i underkant av 2,5 procent. Prognosen är kanske därför snarast något stark. Summerar vi åren 2021–2023 växer världsekonomin, enligt Industriekonomernas prognoser, med i genomsnitt 3,3 procent per år, rejält högre än potentiell tillväxt. Vidgar vi perspektivet till perioden 2020–2023 blir genomsnittet 1,6 procent per år. Detta är visserligen lägre än potentiell tillväxt. Å andra sidan har världen drabbats av två mycket stora negativa chocker – pandemi och krig i Europa – under den perioden.

Baserat på vår prognos för 2022–2023 kommer världsekonomin att utvecklas enligt Figur 1. Som synes kommer avståndet till den tänkta jämviktsbanan återigen att öka något. Som antyds ovan återstår att se om detta är tillfälligt och om gapet sluts under kommande år eller om

² Se Industrierbetsgivarnas nyhetsbrev, 11 mars 2022.

det är en signal om att potentiell tillväxt minskat ytterligare i spåren av de senaste årens chocker.

I scenario 2, där EU stänger av ryska gasleveranser i närtid, räknar vi med att EU:s BNP-tillväxt blir tre procentenheter lägre under 2022 än i scenario 1. Eftersom EU:s andel av världsekonomin är cirka 16 procent innebär detta allt annat lika 0,5 procentenhet lägre global BNP-tillväxt. Emellertid får en recession i EU negativa följdverkningar för resten av världen. Vi räknar därför med att global tillväxt 2022 blir 1,5 procent i scenario 2, det vill säga en procentenhet lägre än i scenario 1.

Vad händer med global inflation?

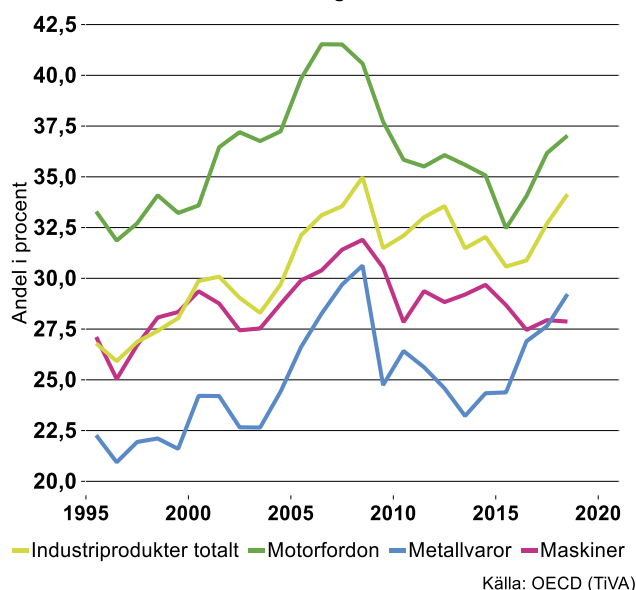
Global inflation har tagit fart det senaste året. Inflationen i USA steg redan under våren 2021 medan den i exempelvis Eurozonen steg först under hösten. En tillfälligt högre inflationstakt under 2021 var väntad till följd av baseffekter som uppkom av att priser föll under pandemin 2020. Men inflationen tog även fart i kölvattnet av kraftiga utbudsschocker som inte minst drivits upp av energipriserna. Att de steg under 2021 förklaras av flera faktorer. Efterfrågan på såväl el som naturgas ökade när samhällen åter öppnades upp. Perioder med svaga vindar och därmed liten vindkraftsproduktion i norra Europa i kombination med dåligt fyllda vattenmagasin samt kalla perioder under senare delen av året bidrog. Dessutom ett högt pris på naturgas vilket används för att producera el på marginalen i de flesta grannländerna. Att naturgaspriset påverkar elpriset så mycket beror på att el prissätts på marginalen av det dyraste kraftslaget i drift eller via den dyraste handelsförbindelsen som inte slagit i kapacitetstaket – vilket innebär att även det svenska elpriset påverkas. Naturgaspriset drevs upp kraftigt under andra halvan av 2021, både till följd av ökad efterfrågan och minskat utbud bland annat från Ryssland samt sannolikt av spekulation.

I USA var gaslagren nedpressade och exporten till Europa av flytande naturgas, så kallad LNG, upphörde. LNG-fartygen gick i stället till Brasilien där den värsta torkan på över 90 år gjorde att kraftverkens vattenmagasin sinade. Det fanns dessutom en oro för att Ryssland skulle begränsa gastillförseln till Europa för att sätta press på Europa att godkänna Nord Stream 2. Förväntningar om en ambitiösare klimatpolitik inom EU ökade dessutom priset på utsläppsrätter vilket i sin tur trissat upp priset ytterligare på olja och gas. Figur 3 visar

tydligt hur global inflation har styrts av energipriserna de senaste åren och hur de senare har skenat på sistone. Liksom under 2021 påverkas energipriserna i stor utsträckning av oro och spekulationer.

Vi har skissat på ett scenario där globalt energiprisindex förblir på nuvarande nivå (mars 2022) de kommande 12 månaderna. I det fallet kan global inflation, allt annat lika, förväntas falla från dagens cirka åtta procent, till cirka tre procent om ett år (se Figur 3).

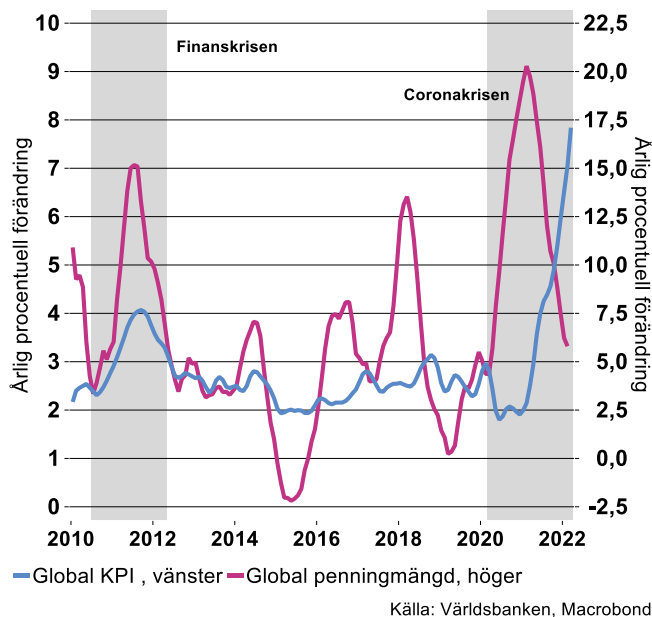
Figur 1: Utländskt förädlingsvärde som andel av export från Sverige



...always and everywhere a monetary phenomenon

Det är dessutom sannolikt att den extremt expansiva penningpolitiken som världens centralbanker bedrev i samband med pandemin, som resulterade i en gigantisk monetära impuls, har eldat på inflationsbrasan.

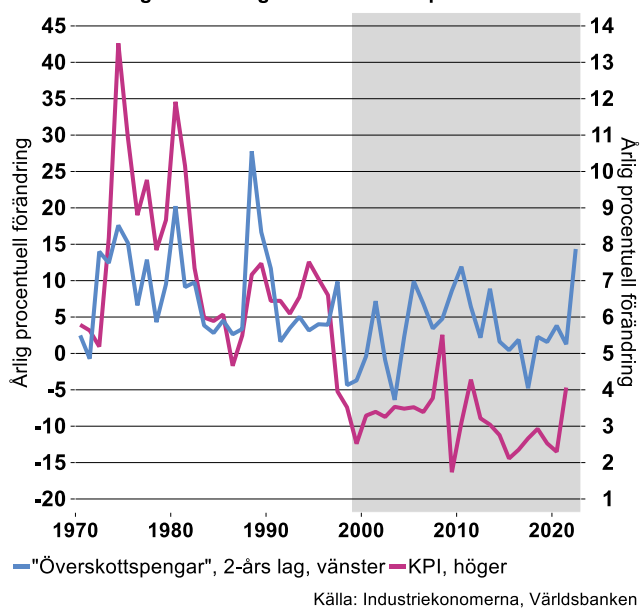
Figur 4. Global penningmängd börjar bromsa



Ökningen i global penningmängd under de senaste två åren har varit mycket kraftigare än i spåren av finanskrisen, då inflationen också tillfälligt tog fart (se Figur 4).

Sambandet mellan global inflation och monetär expansion är långt ifrån perfekt, vilket heller inte nödvändigtvis är vad man ska förvänta sig. Tillåter vi oss att vara lite teoretiska bör inflationen snarare vara relaterad till skillnaden i tillväxt mellan penningmängd och BNP i volymtermer.

Figur 5. Kraftig monetär under pandemin



³ "Överskottspengar" i figur 5 representerar skillnaden mellan tillväxten i global penningmängd och global BNP-tillväxt.

Studerar vi Figur 5 har detta också ofta varit fallet under de senaste 50 åren.³ Visserligen verkar globaliseringen ha sprängt in en kil och mjukat upp sambandet mellan den monetära impulsen och inflationen sedan millennieskiftet. Det är dock tydligt att impulsen under 2021 var betydligt starkare än i samband med finanskrisen även utifrån detta perspektiv.

Det senaste året har centralbankerna tryckt något på bromspedalen varvid penningmängden bromsat in. Kraftiga räntehöjningar och avslutade kvantitativa lättnader från Federal Reserve, Bank of England och så småningom också ECB och andra centralbanker, kommer att innebära en fortsatt monetär avkylning. Visserligen kommer också global BNP-tillväxt att dämpas men i betydligt mindre utsträckning än penningmängdstillväxten. Det är därför rimligt att utgå ifrån att omläggningen i penningpolitiken kommer att bidra starkt till att dämpa det globala inflationstrycket.

Global industriproduktion stark trots flaskhalsar?

Global industriproduktion har startat upp relativt friskt under första kvartalet 2022. Bilden har dock divergerat en del. Kina har främst bidragit till uppsvinget i januari och februari. Men i mars i år minskade främst personbilsproduktionen i Kina återigen i hög omfattning. Detta bidrog till att sammantagen industriproduktion i Kina minskade jämfört med februari. Som följd minskade även global industriproduktion något i mars jämfört med februari. Virusproblem i Kina påverkar aktivitetsnivån i tillverkningsindustrin samt sammantagen ekonomisk tillväxt under innevarande kvartal. Givet att dessa klingar av förväntas en tillfällig och begränsad återhämtning under andra halvåret i år.

Exkluderar vi Kina från global industriproduktion har första kvartalet 2022 också varit påfallande starkt men med en del skillnader mellan olika länder. Det är främst USA som genom sin storlek har bidragit positivt samt Sydkorea. Japan och Tyskland visar en begränsad ökning jämfört med sista kvartalet i fjol. Bland övriga små industriländer har Taiwan tappat tempo där den viktiga delbranschen elektronik-

komponenter haft svårigheter under februari och mars med en ganska omfattande produktionsnedgång jämfört med rekordnivån under januari. Inte bra!

Indien brottas som vanligt med strukturella problem och industriproduktionen har legat på samma nivå sedan december 2020 och visar inga tecken på acceleration.

Få företag inom EU och Sverige klagar på storleken på orderstocken för närvarande. I USA visar också data över så kallade unfilled orders exklusive de branscher med permanent långa leveranstider, som flygindustri och energiindustri, en likartad utveckling som industrin i EU. Unfilled orders i förhållande till shipments ligger fortsatt högre än långsiktigt genomsnitt. Allt detta är knappast förvånande då produktionsnivån med få undantag tangerar eller närmar sig tidigare nivåer från högkonjunkturen 2018. Samtidigt smyger det sig in prisförändringar enligt mätmetoden inom EU men globalt har industrin inte lyckats leverera det man har i orderböckerna av välkända skäl.

Andelen företag som rapporterar brist på material enligt IFO i Tyskland visar att störningar i leveranser av insatsvaror inte lär avta abrupt, utan i bästa fall mildras något. Detta lär knappast ske under innevarande kvartal som följd av strulet i Shanghai och Beijing samt Rysslands krigshandlingar.

Figur 6. Jätteköer till hamnen i Shanghai 21/4



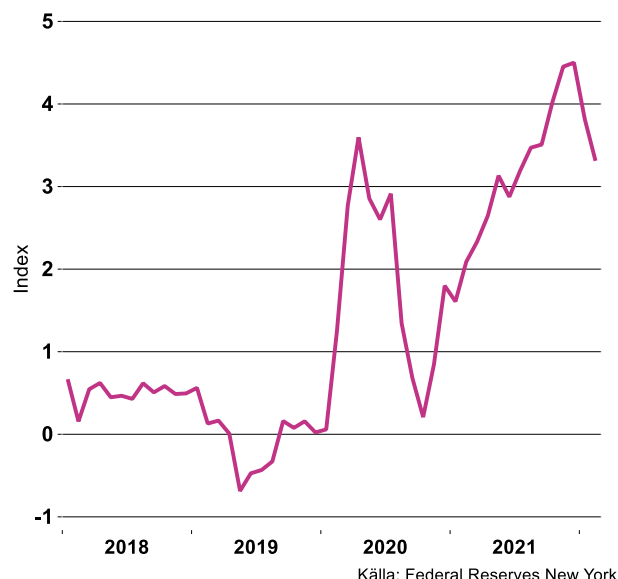
Foto: Marine Traffic

Figur 6 är en god illustration på de betydande effekterna på de globala leveranskedjorna av Kinas noll-toleranspolitik mot covid; hundratals fartyg ligger på redan utanför Shanghai för att lossa och lasta.

Global supply chain pressure index från amerikanska centralbanken New York FED visar visserligen ett något mindre ansträngt läge för närvarande jämfört med slutet av 2021, men är främst ett resultat av något lägre globala fraktpriser. Detta har ringa betydelse då index ligger fortsatt

på en exceptionellt hög och ansträngd nivå jämfört med högkonjunkturen år 2018.

Figur 7. Global Supply Chain Pressure Index



Källa: Federal Reserves New York

Tillverkningsindustrin må sammantaget visa bra siffror här och där, men det divergerar också mellan olika delbranscher. Fortsatt stora problem har tillverkare av motorfordon, särskilt i Tyskland. I fjol lyckades Tyskland bara skruva ihop 3,0 miljoner personbilar jämfört med en volym under ett normalår på omkring 4,5–4,7 miljoner och drygt 5 miljoner i rykande högkonjunktur. USA visar en likartad utveckling med en volym på 8,8 miljoner enheter i fjol mot 10,0–10,5 miljoner när det vare sig är låg- eller högkonjunktur eller komponentstörningar.

Tio upp och tio ned i fordonsindustrin?

Produktionen av motorfordon i USA har sedan sommaren i fjol visat produktionsförändringar på runda slängar tio procent upp ena månaden, för att minska lika mycket månaden därpå, allt eftersom tillverkare har kommit över elektronik eller andra insatsvaror i short supply eller inte. Denna ryckighet får exemplifiera det som de flesta stora fordonsnationer uppvisar på ett eller annat sätt.

Sveriges motorfordonsindustri har inte heller klarat sig särskilt väl. Planerad produktion för kommande kvartal har varit klart uppskruvad i över ett år, men faktiskt utfall ett kvartal senare har varit långt ifrån det planerade.

Brist på komponenter påverkar naturligtvis global personbilsförsäljning. Efter coronabotten återhämtade sig global försäljning, för att sedan minska igen under loppet av år 2021 och under inledningen av 2022. Det är inte bara

komponentbrist och långa leveranstider som hållit tillbaka produktionen. Fordon har aldrig varit gratis. Priser på insatsvaror som förs över på kund i varierande grad och ökade rörliga kostnader (el, bränsle, med mera) för både fossil- och batterifordon inverkar negativt på efterfrågan. Stigande räntor talar inte heller för någon köphysteri framöver.

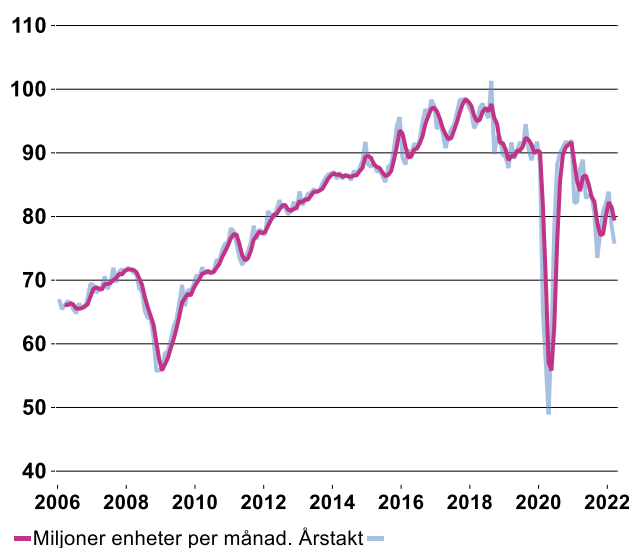
Det finns ett uppdämt globalt behov av att skaffa en ny personbil. Utan corona och komponentstörningar följer global personbilsförsäljning global BNP-tillväxt. Naturligtvis kommer global försäljning inom några år att komma upp till gamla goda tider, men först ska vi genomlida en besvärlig period innefattande minst 2022–2023.

Figur 1. Global industriproduktion



Källa: CPB, prel 1 kv 2022

Figur 2. Global försäljning av personbilar och lätta kommersiella fordon



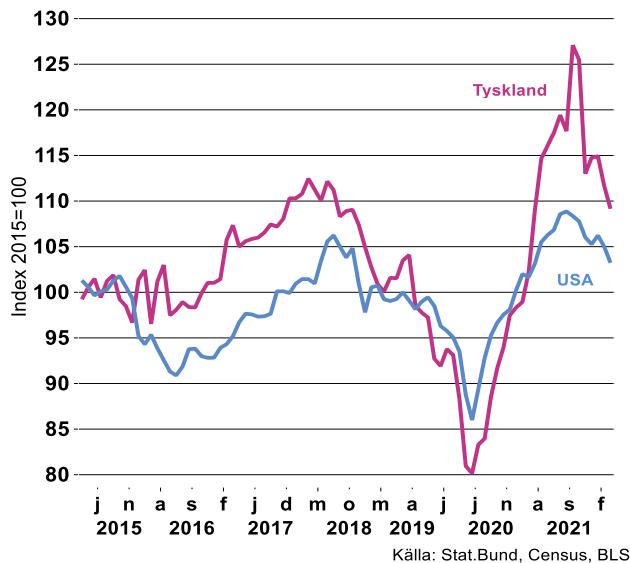
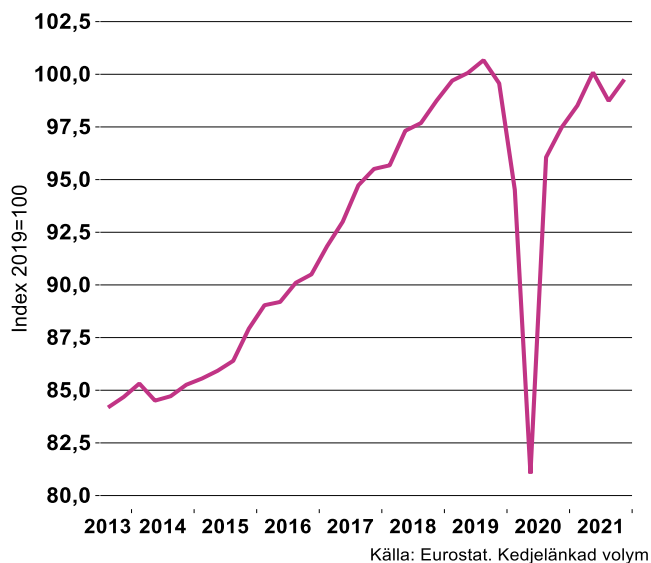
Källa: LMC

Mycket luft - vikande volymer i maskinindustrin

Maskinindustrin globalt visar en bättre utveckling än tillverkning av motorfordon. Tidigare topp i efterfrågan på investeringsvaror inföll under 2018 och det finns för närvarande ett underliggande behov av att uppgradera maskinutrustning.

Med måttlig tillväxt i inhemska maskininvesteringar ökade också produktionen i maskinindustrin måttligt i USA förra året. Export av maskiner från USA har en begränsad betydelse då den inhemska marknaden är stor. Under inledningen av 2022 har tillväxttakten för amerikansk maskinindustri tappat tempo, men får betraktas som tillfredsställande ännu något kvartal. Industrimaskiner för tillverkningsindustrin i USA har nu det bästa bakom sig, likaså i stort sett all utrustning som är ämnat för byggsektorn. Uppgången i marknadsräntor (korta och långa) för bostadsfinansiering har ökat rejält och kommer på sikt att påverka byggmarknaden i USA negativt. Dessvärre kommer genomförda och kommande räntehöjningar sänka efterfrågan på investeringsvaror i USA framöver, särskilt under nästa år. Orderläget för maskinindustrin vittnar redan nu om att efterfrågan börjar avta. Ordervolymen har minskat för andra kvartalet i rad, även om den under första kvartalet i år ligger något över motsvarande period förra året. Här kan man lura sig rejält i det fall man bara kastar en blick på orderingången i löpande priser som mer och mer bara består av inflationsluft.

Figur 3. Orderingsgång volym maskinindustri

Figur 4. Fasta investeringar volym EMU
Exkl biologiska och immateriella tillgångar

Tillväxten för maskinindustrin i EMU har inte varit speciellt stark. Maskininvesteringarna inom EMU satte fart efter corona fram till och med första kvartalet i fjol för att därefter i genomsnitt varit oförändrad. Sidledes även här som för så många andra ekonomiska data för EMU i volymtermer. Maskinindustrins produktionsvolym ökade förvisso i genomsnitt 2021. Men mellan tredje och fjärde kvartalet 2021 var produktionsnivån oförändrad för att sedan ha ökat något under första kvartalet i år. I värde ser det mer trevligt ut för maskinindustrin, men återspeglar även här mest inflationsluft. Maskinindustrin i EU/EMU kommer påverkas mest negativt av den avmattning i global efterfrågan på investeringsvaror som vi räknar med under prognosperioden.

Även i Tyskland har nu orderingsgången för maskinindustrin börjat tappa tempo. Som bekant är Tyskland världens största exportör av premiummaskiner, då Kina alltjämt är kvar i bulk- och lågprissegmentet.

Som så många gånger förr

Ökad risk genom internationell geopolitisk oro samt stigande räntor medför att efterfrågan på investeringsvaror går in i ett lugnare skede. En del maskinsegment kommer gå fortsatt bra ytterligare ett tag som exempelvis maskinutrustning som riktar sig mot att gräva i eller under jordskorpan för att finna fyndigheter som betingar ockerpriser just nu. Strategiska investeringsbeslut som också är tagna lär rulla på. Likaså bedöms rationaliseringsutrustning som följd av att försöka hantera den kostnadschock som industrin har utsatts för det senaste året vara fortsatt tillfredsställande. Även efterfrågan på energiutrustning är hög.

Investeringar som tar stryk i tider av ökad risk och ökade kapitalkostnader är icke verksamhetsavgörande investeringar som läggs på is. Den senare effekten är tillräckligt för stor för att tillväxten för globala bruttoinvesteringar begränsas till att öka med 2,5 procent i år. Hela 28 procent av världens investeringar sker i Kina. Exkluderas Kina räknar vi med en ökning med två procent i år. Nästa år påverkas också efterfrågan på investeringsvaror som riktar sig mot utvinning och tillverkningsindustri. Globala investeringar bedöms öka ungefär som global BNP nästa år eller 1,5 procent. I ett historiskt perspektiv är det en låg tillväxt. Exkluderas Kina förväntas de öka med 0,5 procent.

Tillväxten i global industriproduktion växlar ner i år och bedöms öka med 3,5 procent inklusive Kina att jämföra med fjolårets tillväxt på 7,9 procent. Exklusive Kina är det främst EU, USA och Japan kvar där tillväxten för industriproduktionen sammantaget bedöms öka med 2 procent i år. Genom att Kina av politiska skäl vill visa positiv ekonomisk tillväxt räknar vi med att global industriproduktion inklusive Kina ökar med 1,5 procent nästa år. Industriproduktionen exklusive Kina förväntas däremot minska med 2 procent 2023. De relativt höga genomsnittssiffrorna i år för global industriproduktion är påverkade av en tillfälligt låg jämförelsenivå kvartal två och

tre från förra året. Under loppet av både 2022 och 2023 blir det ett svagt momentum.

Moment 22

Försörjningsproblem av råvaror och komponenter bedöms fortsätta under hela prognosperioden, även om de kan avta något samtidigt som det tar tid att finna substitut till det som Ryssland och Ukraina tidigare tillhandahållit världsmarknaden med av främst stål och metaller.

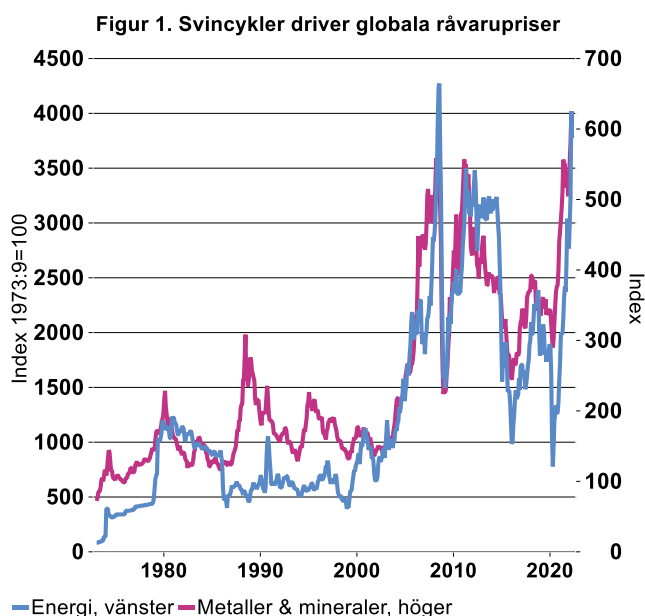
De välkända elektronikproblemen fortsätter. Ledtiden från spaden i jorden och full snurr i produktion av halvledare är lång och investeringskostnaden är därutöver generande dyr. Kanske bortåt 2025 kan man shoppa obegränsat med elektronikkomponenter till rådande dagspris. Det kan ske ett positivt mirakel och alla störningar, vilka de än må vara, kan klinga av eller försvinna. Å andra sidan kan det bli värre. Osäkerheten är naturligtvis stor.

För att citera ASML (mars-2022), en av världens största tillverkare av DUV och EUV-maskiner för elektroniktillverkning: "Våra leverantörer får inte tillräckligt med elektronikkomponenter som ska ingå i våra maskiner som tillverkar elektronikkomponenter".

Råvarupriser

Trögrörligt utbud

Under de senaste åren har råvarupriserna stigit brant. Att råvarupriser ökar snabbt är dock inget nytt. Volatiliteten är hög vilket innebär att de efter att ha stigit kraftigt vanligtvis faller snabbt. Utbudet är trögrörligt och priserna har en nära koppling till global industriproduktion, främst teknikindustrin. En tydlig avmattning i år talar för att de höga priser vi nu ser dämpas efterhand. Hur fort och i vilken utsträckning styrs av hur snabbt det minskade utbudet från Ryssland kan tillgodoses av andra exportörer och andra substitut. Klimatutmaningarna, elektrifieringen av och möjligheten till återvinning kommer också att spela roll.



Trögrörlig utbudssida - svancykler

Under de senaste två åren har det varit tvära kast i energi- och råvarupriserna. Av Figur 1 är det tydligt att detta inte är ett nytt fenomen. Energipriser och priser på metaller och mineraler rör sig extremt volatilt. Att råvarupriser har en hög volatilitet beror bland annat på att utbudssidan på kort sikt oftast är trögrörlig. Även om efterfrågan viker fortsätter företagen att producera om produktionskostnaderna täcks och om det uppfattas som lönsamt på sikt. Vid ett stort fall i efterfrågan uppkommer då ett utbudsöverskott och priserna faller.

Vid en snabb uppgång i efterfrågan eller vid en stor strukturell ökning tar det tid för industrin att bygga ut kapaciteten vilket kan leda till kraftigt stigande priser. Långa tillståndprocesser är en faktor som gör utbudet trögrörligt, liksom tidskrävande prospekteringsverksamhet. Investeringar i ny kapacitet i gruvor tar i allmänhet minst ett decennium från initial prospekteringsverksamhet till producerande gruva och i många fall betydligt längre tid. Att starta exempelvis gruvor för att öka utbudet av mineraler och metaller är vidare förenat med betydande kostnader. Produktionsprocesserna är kapitalintensiva och ett ökat utbud kräver stora investeringar som alltså tar lång tid att få på plats. För att våga göra dessa stora satsningar är det viktigt att en efterfrågeökning uppfattas som permanent. Omfattande investeringar krävs vidare långsiktighet i de politiska besluten.

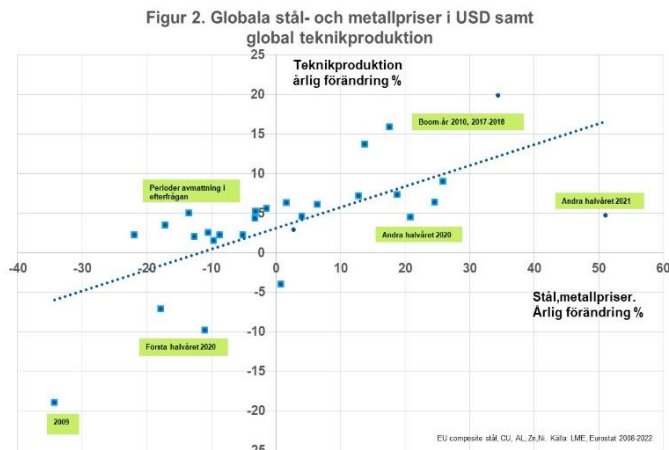
Spekulativa inslag

En annan viktig förklaring till att priserna har hög volatilitet är att det finns spekulativa inslag i handeln, där förväntningar om stigande priser kan öka efterfrågan vilket driver upp priserna ytterligare. Lager byggs upp och om efterfrågan sedan inte ökar som väntat kan priserna komma att falla snabbt. Många av råvarumarknader fungerar dessutom som andra tillgångsmarknader som exempelvis valuta och räntemarknader. Dessa marknader syftar till att omfördela risk och att kanalisera kapital från sparare till investerare. Det spekulativa inslaget i prisbildningen kan därför bli omfattande.

Teknikindustri står för en stor del av efterfrågan

Var hamnar då stål och metaller i slutändan? Det mesta, omkring två tredjedelar, av allt stål i världen används i teknikprodukter. I fallet icke-järnmetaller går cirka 50–100 procent till teknikindustrin. För exempelvis aluminium är andelen 77 procent, zink 58 procent, koppar och nickel 78 respektive 79 procent. De hamnar i slutändan i exempelvis mobiltelefoner, datorer, värmepumpar, flygplan, dörrnycklar, rostfri trallskruv eller grävmaskiner. När det gäller germanium används allt i någon teknikprodukt. Litium används i dagsläget i ringa utsträckning i teknikprodukter, utan merparten används i produktion av glas. Andelen litium i teknikprodukter kommer dock sannolikt att tillta framöver genom batteritillverkning. Men osäkerheten är stor då det inte är givet vilken batteriteknologi som kommer

att råda i framtiden. En annan stor användare av stål och metaller är byggindustri, främst används långa produkter av stål men även exempelvis aluminium och koppar.



Efterfrågan på teknikvaror påverkar

Under perioder av högkonjunktur när global teknikproduktion ökar i hög omfattning sker vanligtvis även en tydlig ökning i priset på stål och metaller. Samtidigt reagerar dessa priser också negativt på avtagande tillväxttakt eller minskad global teknikproduktion. Om prisökningar på råvaror helt eller delvis förs över på slutanvändare vare sig det ytterst är hushåll eller industrikunder påverkas deras disponibla inkomster negativt. För industrikunder är det driftsöverskottet (bruttovinst) som påverkas. Ett pressat driftsöverskott medför att användare försöker återställa detta till önskade nivåer. Då internationell konkurrens är hög i global teknikindustri är ökade priser relativt begränsat. Historiskt har i stället rationaliseringsprocesser varit vanligast.

Den omfattande prisuppgången på malmer, stål och metaller som pågått i över ett år har omfördelat driftsöverskottet (vinster) i oproportionellt stor omfattning från de branscher som använder råvaror intensivt till gruvor, stål- och metallindustri. Kanske mest anmärkningsvärt är utvinningsföretaget Vale med en nätt liten rörelsemarginal på 61,0 procent första kvartalet i år säsongsrensats. Se även avsnittet nedan "Kostnader slog igenom kvartal 1".

Kina står för en stor del av efterfrågan

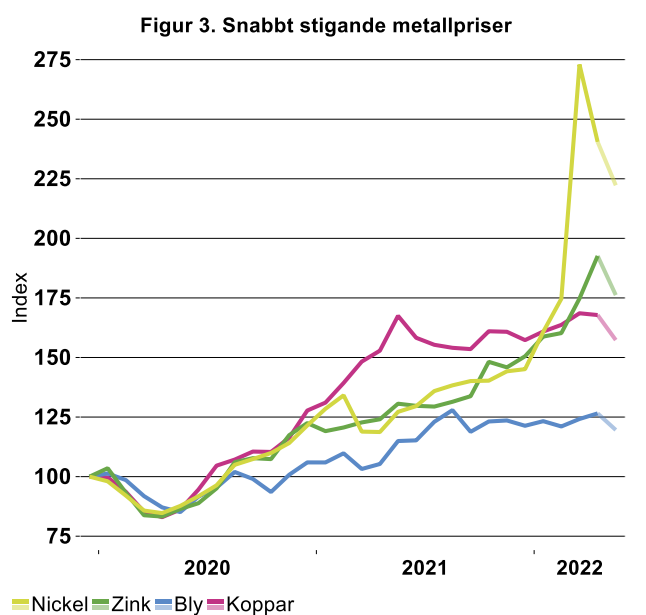
Utvecklingen av stål- och metallpriser har därmed i allmänhet en nära koppling till utvecklingen inom teknikindustrin och efterfrågan på teknikprodukter. Priserna styrs dessutom i stor utsträckning av utvecklingen i Kina. Detta beror på att Kina konsumerar hela 50 procent av världens metaller och därmed

är den enskilt största konsumenten av många metaller. EU konsumerar i jämförelse 20–25 procent av världens metaller. Gruvbranschen i Kina är komplex då man inte har tillräckligt många och bra egna gruvor utan måste importera metaller eller metallmalmer som används i stora volymer, exempelvis koppar, zink, bly och järnmalm.

Stigande priser under pandemiåren

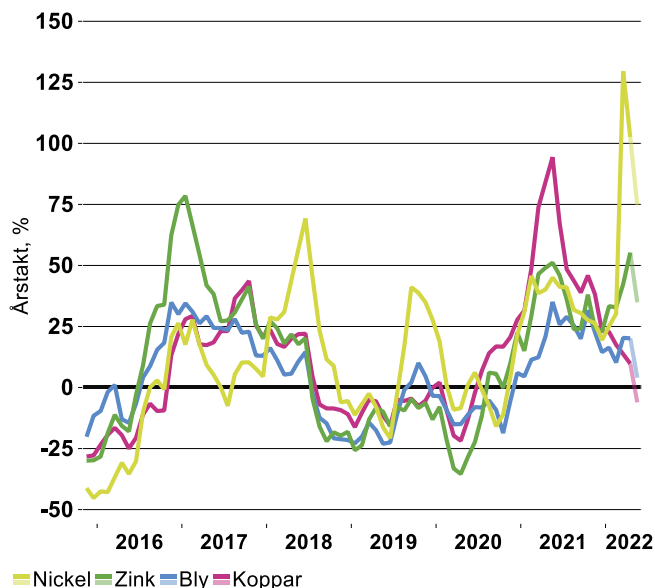
Vad förklarar då volatiliteten och den tydliga uppgången i priserna sedan inledningen av pandemin? Att priserna överlag föll i början av 2020 kan kopplas till den kraftiga inbromsningen i ekonomin som då skedde, bland annat fallet i den global industriproduktionen och en tydlig försvagning i Kina.

Kopparpriserna drevs under 2020 även av ökade inköp till strategiska lager och ett ökat intresse för koppar bland finansiella aktörer. Förutom pandemin var det politiska fokuset även inriktat mot de växande klimatutmaningarna. De återstartsprogram som växte fram både i EU och i USA hade en tydlig "grön" inriktning. Detta kan också ha påverkat prisutvecklingen. En förväntad framtida ökning av efterfrågan av exempelvis metaller kopplat till elektrifieringen av samhället kan ha bidragit till prisökningarna på exempelvis koppar. Utbudsproblem i Peru och Chile, är andra faktorer som drev prisuppgången på koppar. Kopparpriset var rekordhøgt i mitten av 2021. En mer dämpad ekonomisk utveckling bidrog sedan till att priserna föll tillbaka något under slutet av 2021 (se Figur 3).



Källa: London Metal Exchange (LME) och Macrobond

Figur 4. Volatila metallpriser



Källa: London Metal Exchange (LME) och Macrobond

Inte första gången metallpriserna stiger kraftigt

Som framgår av Figur 1 steg priserna kraftigt på metaller även under 2007 och under 2010, för att sedan falla tillbaka under flera år. En bakomliggande orsak till prisuppgången då var Kinas framväxt med utbyggnad av infrastruktur och urbanisering, med stor metallefterfrågan och höga priser som följd. En annan var en global generell utbyggnad av infrastrukturer och samhällen, inte minst i länder med stor befolkningensmängd. När levnadsstandarden höjs ökar också metallbehovet. Vid ett snabbt och stort skifte, som det kraftigt ökade behovet av metaller i Kina, klarade inte gruvindustrin att bygga ut kapaciteten snabbt nog vilket ledde till kraftigt höjda priser.

Stora investeringar gjordes sedan i bland annat Australien och Brasilien för att kunna möta den stigande efterfrågan på bland annat järnmalm från Kina. Gradvis ökade sedan produktionen av de flesta metallerna. När den globala finansiella krisen under hösten 2008 och sedan den statsfinansiella krisen hösten 2011 slog till, sjönk ökningstakten i efterfrågan tydligt och priserna föll tillbaka. Nedgången i priserna drevs alltså både av ett ökat utbud av metaller samt en avmattning i ökningstakten på efterfrågan.

Svårt att sia om framtiden

Vad ska vi då tro om priserna framöver? Bedömningen innan kriget i Ukraina bröt ut var att de höga priserna skulle kunna generera ett ökat utbud som skulle hålla tillbaka

prisökningarna givet förväntningar om en fortsatt återhämtning och fortsatt hög efterfrågan. På kort sikt är detta alltså svårt då utbudssidan, som tidigare nämnt, tenderar att vara trögrörlig, men på lite sikt väntades utbudet öka.

Invasionen av Ukraina....

I stället invaderade Ryssland Ukraina vilket ändrade framtidsutsikterna både för världsekonomin och metallpriserna. Kriget och de sanktioner som har drivits igenom påverkar dels det globala utbudet av metaller och mineraler. Dels väntas den ekonomiska utvecklingen nu bli betydligt svagare.

Ryssland och Ukraina stod under 2021 för en export på ungefär 50 miljoner ton råstål av en global råstålsproduktion på 1,9 miljarder ton. Exporten till EU från dessa två länder uppgick till 7,5 miljoner ton, vilket är relativt lite jämfört med de 150 miljoner ton som EU förbrukar. Det som exporteras är platta, långa, pläterat, tråd, stång, rostfritt kort och långt samt legerat. Även om volymerna är begränsade är import ändå tillräcklig för att störa prisbildningen på marknaden. Bland annat är det på kort sikt svårt att hitta ersättning till import av stål från Ryssland och Ukraina. Priserna steg därför ytterligare från en redan hög nivå under första kvartalet i år. Efter de inledande panikköpen i mars och början av april i EU har situationen sedan lugnat ned sig något och priserna har gått tillbaka något.

EU-kommissionens handelspolitiska åtgärder mot Ryssland innebär att bortfallet av rysk export (ca fem miljoner ton) ska fördelas till andra icke medlemsstater i proportion. Det innebär främst en ökad import från Turkiet, Sydkorea och Indien, om dessa länder har möjlighet och också vilja. Ett problem är exempelvis att Turkiet är beroende av järnmalm och även skrot från Ryssland och Ukraina. Kapacitetsutnyttjandet i Sydkoreas stålindustri ligger samtidigt nära vad de mäktar med att producera. En annan väg att gå, som sannolikt är bättre, är att EU uppmanar de egna producenter att öka sin produktion för att kompensera för bortfallet.

Sverige har knappt märkbar import från Ryssland

För Sveriges del har vi en stor egen produktion av stål och metaller men merparten går på export. Sverige är därför

beroende även av import från andra länder. Importen av stål från Ryssland och Ukraina till Sverige är dock knappt mätbar, cirka 0,5 procent (främst varmt platt från Ryssland) av fjolårets totala importtonnage. EU-länderna med Tyskland, Finland, Belgien och Nederländerna samt Norge, står för merparten eller 85 procent av Sveriges importvolym av stål⁴. Även om importen från Ryssland och Ukraina direkt till Sverige är låg, kan det komma in en del från dem men via något annat EU-land.

Det är oklart när nuvarande störningar i försörjning av stål, metaller och malmer avtar och allt kanske blir mer som förr. Oavsett detta är Sverige och Europa i en del fall ytterst i händerna på lite speciella länder, för att uttrycka sig milt, samt några stora globala aktörer. Exempel på det är gruvbolag som Glencore, Vale, Anglo American, RioTinto, BHP eller ERG.

Svagare efterfrågan dämpar råvarupriserna

Som beskrivet i denna rapport väntas en tydlig avmattning i global tillväxt till följd av bland annat kriget i Ukraina. När global teknikindustri börjar sin resa mot sämre tider kommer sannolikt globala stål- och metallpriser minska.

Vi räknar med ett fall i stål- och metallpriser (EU-stål, Al, Zn, Cu, Ni) enligt Teknikföretagens composite-index i USD på lågt räknat 25 procent fjärde kvartalet nästa år jämfört med nivån andra kvartalet i år. Det kan bli mer, men antagligen kommer vi få leva med något högre energipriser än genomsnittet 2017–2019 och vidareförädling av metaller ovan är energiintensivt.

Samtidigt kommer en del metaller, som Ni, Al och Cu att visa en ganska hög efterfrågan som följd av bland annat ökad användning av dessa i batterifordon och till dess att återvinning av dem kan öka. De metallerna ligger ju inbakade en bra stund i ett fordon innan det är dags för skrotning. Att hoppas på att prisnivåerna för just dessa tre ska visa samma låga prisnivåer framöver som perioden 2013–2017 är kanske att hoppas på lite för mycket. Värt att notera är att varje global intresseorganisation vare sig för stål, aluminium, nickel eller någon annan metall talar för sin vara rörande elektrifiering av fordon. Vi får se hur materialsammansättningen i fordon kan komma att se ut framöver.

Aluminium: Speciella handelsflöden

Teknikindustrin har långsamt börjat använda mer aluminium. Kina och Indien är störst i världen på smältverkskapacitet av aluminium (63 procent av världskapaciteten). Rysslands andel är fem procent, cirka 3,7 miljoner ton. En del används inom Ryssland och en del exporteras. Cirka en miljon ton av obearbetad aluminium (block, tackor, göt med mera) samt varor (platta, profiler, rör, stång, tråd, folie, behållare, konstruktioner med mera) exporterades förra året till EU. Ryssland har dock inte haft kompetens att göra något smart av sina aluminiumtillgångar, utan merparten, drygt 800 000 ton, är obearbetad. Det kan här på kort sikt bli tillfällig påverkan på utbudet i varierande grad innan alternativ kan dyka upp och ersätta eventuellt bortfall från Ryssland.

För aluminium är Norge och Island de två största i Västeuropa av smältverkskapacitet med en årsproduktion på omkring 2,3 miljoner ton. Island och Norge är tillsammans med Ryssland för övrigt de tre största leverantörländerna av obearbetad aluminium samt varor av aluminium till EU. Totalt står dessa tre för 70 procent sammantaget av externimporten, varav 50 procent från Norge och Island.

Norge är störst leverantör till Sverige av obearbetad aluminium eller står för 81 procent av importen. Norge står för 60 procent av Sveriges import av obearbetad och varor av aluminium. Sverige importerar 77 procent av sin användning av aluminium då landet är en stor exportör.

Tråd

Från Ryssland har Sverige i stort sett bara importerat aluminiumtråd som det finns en del alternativ till i exempelvis Norge, Italien och Nederländerna. Kina har inget annat att erbjuda Sverige av aluminiumprodukter än till mycket små värden och volymer. Det handlar i stort sett bara om triviala konsumentprodukter av aluminium. Det gäller för övrigt Kinas handel med hela EU, undantaget lite mer långa aluminiumprodukter för byggsektorn.

Det är trevligt att Sverige kan luta sig mot Norge vad gäller stora delar av aluminiumimporten, även om en stor del är handel inom Hydrokoncernen. Dessvärre levererar Ryssland

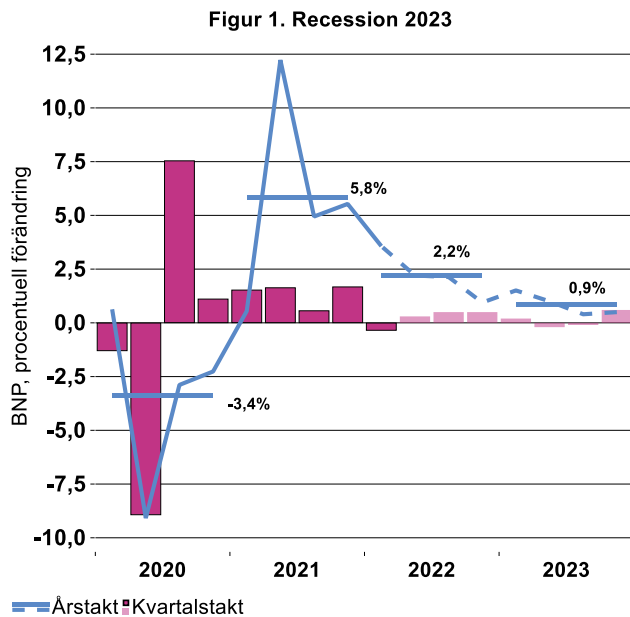
⁴ Platt varmt och kallt, tråd, stång, pläterat, rostfritt platt och långa samt legerat. Ej göt och skrot.

en hög andel som Norge behöver av importerad obearbetad aluminium eller 82 procent av importen. En del av Rysslands export av obearbetad aluminium till Norge blir till mer vidareförädlade produkter som exporteras till Sverige eller annorstädes. Det är oklart hur denna handel eller eventuella substitut till detta kan komma att utvecklas. Merparten av importen av aluminiumoxid till Norge däremot levereras av Brasilien eller 63 procent av total oxidimport. För import av aluminiumoxid från Brasilien är det i stort sett bara internhandel inom Hydrokoncernen.

Sverige importerar också aluminiumoxid där en hel del hamnar i Västernorrland och från Irland av alla ställen. Det beror på internhandel inom ett ryskt aluminiumföretag i Sundsvallstrakten från dess oxidanläggning Aughinish på Irland. Irland tar i sin tur 97 procent av bauxiten från Guinea (63 procent) och Brasilien (34 procent). Guinea har de största reserverna av bauxit i världen, tätt följd av Australien och Vietnam. Guinea är dock inte det mest stabila landet på planeten och de har haft svårt att få upp bauxiten från och till under de senaste åren då den politiska inblandningen är hög. Beroendet av Rusal, med många anläggningar utöver Sundsvall, för hela EU är större än vid en första anblick då dess anläggning på Irland även servar stora delar av behovet av oxid för andra medlemsländer i Unionen än Sverige. Rusal kan möjligtvis komma att bli tvingad att släppa sitt ryska ägande genom politiska påtryckningar från Bryssel.

USA: Fed bäddar för recession

USA:s ekonomi har klarat de senaste årens påfrestningar bättre än Eurozonen, precis som vanligt är vi beredda att säga. Visserligen påverkades även USA:s ekonomi hårt av nedstängningarna i samband med pandemin, BNP föll 3,4 procent under 2020, men betydligt lindrigare än i Eurozonen (se Figur 1).



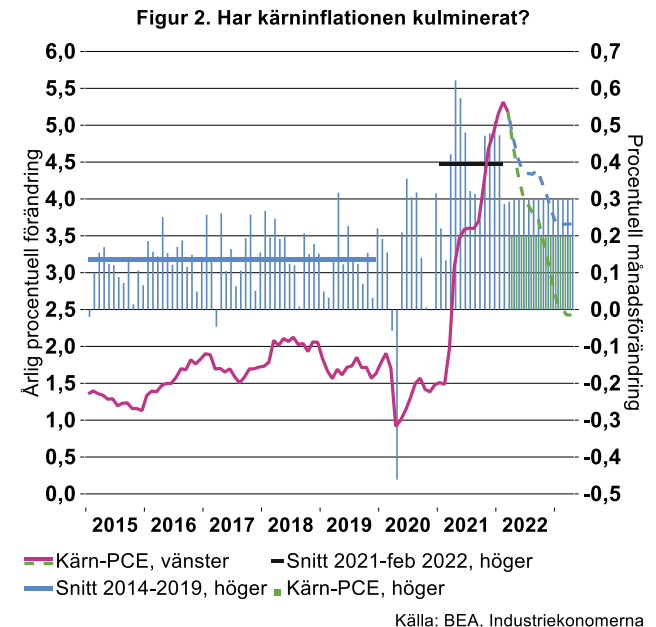
Källa: BEA, Industriekonomerna

BNP studsade upp kraftigt under 2021 och växte med 5,8 procent, den starkaste tillväxten sedan 1983. Året avslutades mycket starkt, i huvudsak drivet av en mycket kraftig lageruppbbyggnad, till stor del en konsekvens av de senaste kvartalens problem med globala leveranskedjor: av ökningen i BNP på 6,9 procent (annualiserad årstakt) stod lagerinvesteringarna för 5,3 procentenheter. Det var därför inte överraskande att Q1 2022 blev väsentligt svagare och att BNP till och med föll med 0,4 procent (se Figur 1).

Därtill dämpades tillväxten av flaskhalsarna och det geopolitiska läget. Visserligen påverkas inte USA:s ekonomi lika kraftigt som Eurozonen av kriget i Ukraina men stigande energi- och råvarupriser, liksom trassliga leverantörskedjor, slår även mot USA.

I spåren av skenande energipriser och en extremt expansiv ekonomisk politik under pandemin, har USA:s inflation tagit

rejäl fart det senaste året; så sent som i februari 2021 var inflationen enligt PCE-deflatorn så låg som 1,6 procent och kärninflationen 1,3 procent.⁵ I mars 2022 var motsvarande noteringar 6,6/5,2 procent (se Figur 2).



Mycket tyder på att åtminstone kärninflationen nu nått sin topp i USA – vad som händer med bredare inflationsmått beror mycket på energiprisernas utveckling i Ukrainakrigets spår och inriktningen av bland annat penningpolitiken.

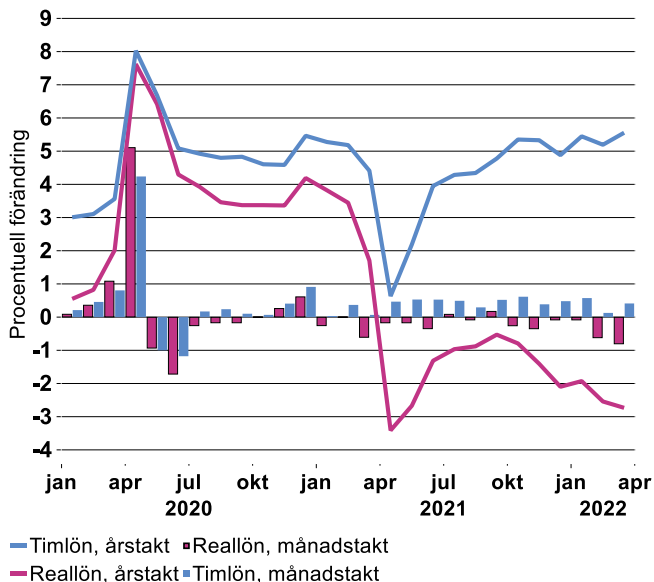
Rena baseffekter talar för ett relativt snabbt fall i kärninflationen på grund av höga jämförelsetal under 2021. I Figur 2 visas två scenarier för kärninflationen, baserade på olika antaganden om månadsförändringar. Skulle kärn-PCE öka med 0,3 procent per månad det närmaste året (blå skuggade staplar i bilden ovan) – i linje med utfallet för mars i år – kommer kärninflationen att utvecklas enligt den streckade blå kurvan. Skulle månadsförändringarna istället bli 0,2 procent (gröna skuggade staplar i bilden ovan) - i linje med det senaste decenniets genomsnitt – kommer kärninflationen att följa den streckade gröna kurvan i bilden ovan. Kärninflationen når i dessa båda scenarier 3,7 respektive 2,4 procent i april nästa år, alltså tydligt lägre än i mars i år då kärninflationen uppgick till 5,2 procent.

Trots att även timlönerna har tagit fart i spåren av en tightare arbetsmarknad, har dessa inte hållit jämna steg

⁵ Kärninflationen avser i detta sammanhang KPI rensat för energi och livsmedel.

med inflationen. Konsekvensen har blivit att reallönen utvecklats mycket svagt det senaste året (se Figur 3).

Figur 3. Inflationen åter ur reallönen

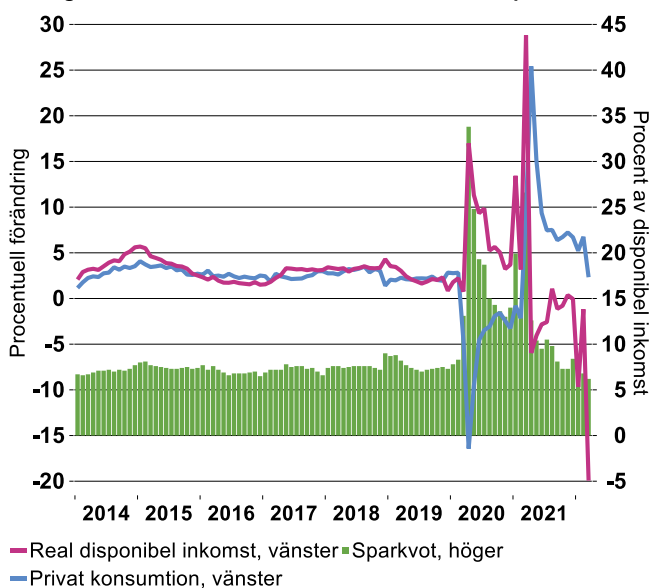


Källa: BLS

Reallönen har fallit i en årstakt av 1–3 procent sedan förra våren och är nu sex procent lägre än i samband med toppen i april 2020.

Traditionellt har den privata konsumtionen relativt nära följt hushållens inkomstutveckling. I samband med pandemin kortslöts alla historiska samband (se Figur 4).

Figur 4. Kaotiska konsumtionsmönster under pandemin



Källa: BEA, BLS

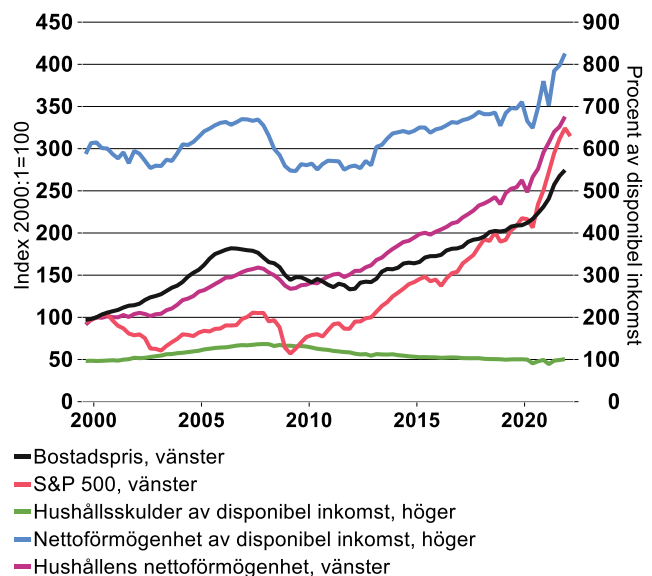
Dels rasade konsumtionen i samband med införandet av covid-restriktionerna, dels ökade disponibelinkomsten dramatiskt i samband med de gigantiska finanspolitiska

stimulanserna. Följden blev bland annat att hushållens sparkvot ökade från cirka 8 procent till 34 procent februari-april 2020 som konsekvens av det första paketet signerat President Trump. Nästa stimulanspaket ett år senare, signerat President Biden, skickade upp sparkvoten från 13 procent till 27 procent. De senaste månaderna har realinkomsterna fallit dramatiskt, såväl i års- som kvartalstakt, i spåren av den snabba ökningen i inflation (se Figur 4). Samtidigt har sparkvoten fortsatt att minska liksom ökningstakten i konsumtionen.

Hushållen: Känsliga för räntehöjningar

Hushållens finansiella situation har förbättrats avsevärt under det senaste dryga decenniet, både som en konsekvens av kraftigt stigande börsvärden och dito fastighetspriser. Nettoförmögenheten har mer än fördubblats sedan bottenkänningen i början av år 2009 (se Figur 5).

Figur 5. Finansiellt starka hushåll



Källa: Federal Reserve, S&P Dow Jones

Som andel av disponibel inkomst har nettoförmögenheten ökat från cirka 550 procent till cirka 825 procent sedan 2012. Samtidigt har skuldsättningen minskat till 100 procent av disponibel inkomst från knappt 140 procent innan finanskrisen 2008–2010.

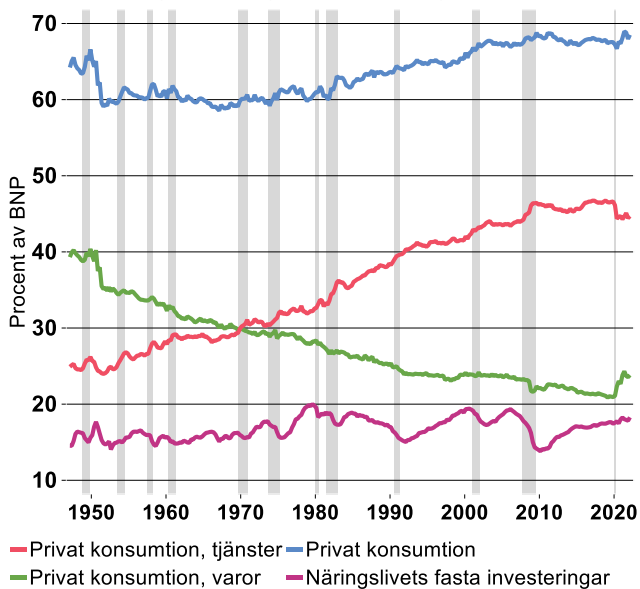
Visserligen innebär detta att hushållen har rejäla buffertar att ta till i sämre tider. Å andra sidan är hushållen sårbara för eventuella kraftiga fall på börsen och/eller i fastighetspriser. Såväl börs- som fastighetsvärdena har till stor del drivits upp av en lång period av extremt låga räntor.

Utan att göra en explicit prognos för USA:s aktiemarknad finns det en del som pekar mot en risk för rejäla fall.⁶ Stigande räntor riskerar dessutom att slå mot fastighetspriserna, hushållens andra kassako de senaste åren. Den stundande penningpolitiska åtstramningen lär därför påverka hushållen och bromsa den privata konsumtionen.

Investeringarna står för dramatiken

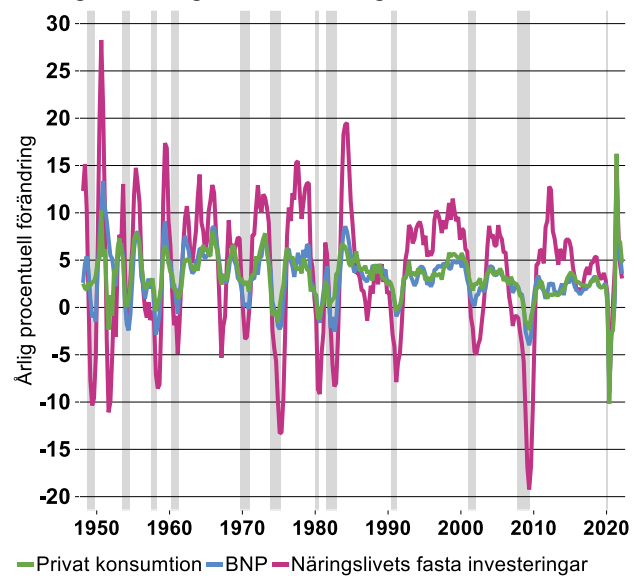
Privat konsumtion står för merparten av BNP, stabilt kring 67 procent de senaste 20 åren (se Figur 6). Notabelt är att tjänstekonsumtionen motsvarar 45 procent av BNP medan varukonsumtionen motsvarar drygt 20 procent - det uppstod ett (tillfälligt?) hack i kurvorna i samband med pandemin.

Figur 6. Procyklisk investeringsandel



Med tanke på att näringslivets fasta investeringar bara motsvarar knappt 20 procent av BNP, är det förståeligt att mycket av konjunkturanalysens fokus riktas mot hushållen och den privata konsumtionen. Emellertid drivs konjunkturförloppet mycket av investeringskonjunkturen; eller åtminstone måste vi säga att dramatiken inträffar i första hand i investeringarna. En illustration är att investeringsandelen av BNP har fallit i samband med samtliga recessioner med undantag av pandemin (se Figur 6, grå markeringar visar recessioner).

Figur 7. Näringslivets investeringar står för dramatiken

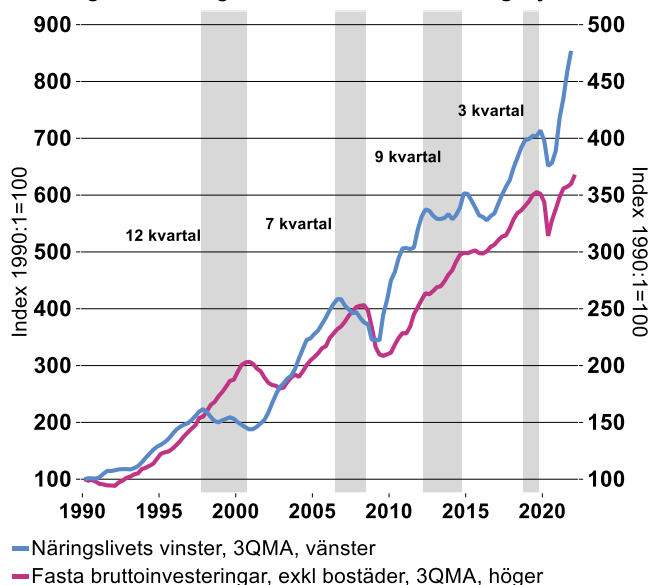


En annan illustration ges i Figur 7, som visar att investeringarna är betydligt mer volatila än privat konsumtion. För näringslivet handlar det mer om antingen "på-eller-av" medan det för hushållen handlar mer om förändrade vikter på "oxfilé kontra hamburgare".

Vad ska vi då tro om investeringarna framöver? Figur 8 illustrerar hur vinstcykeln, med varierande ledtid, har föregått investeringscykeln under de senaste decennierna. Näringslivet har haft goda tider det senaste året, i samband med rekyl efter pandemin och förmått att vältra över stigande kostnader i termer av höga försäljningspriser.

⁶ Mer om USA:s aktiemarknad i temaartikeln nedan.

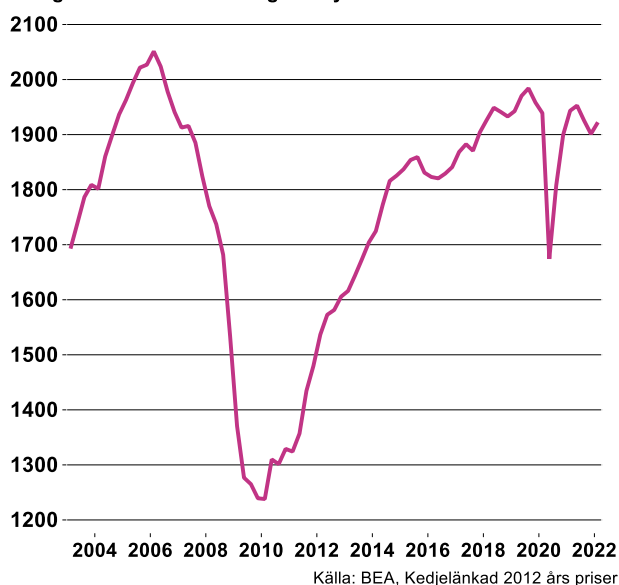
Figur 8. Företagsvinsterna leder investeringscykeln



Vinsterna bedöms utvecklas betydligt svagare framöver i ljuset av en svagare konjunktur, förvärrade leveransproblem och ytterligare stigande insatsvarupriser. Dessutom finns en betydande risk att krig och uppblossad geopolitisk oro lägger en våt filt över investeringarna. Fasta investeringar växte dock relativt starkt i början av året (1,8 procent jämfört med sista kvartalet 2021) och bidrog med 1,3 procentenheter till BNP-tillväxten.

Skulle vi rensa för IT- och immateriella investeringar där den senare inte har bäring på den underliggande efterfrågan på investeringsvaror, visar USA en medioker återhämtning efter corona.

Figur 9. Fasta investeringar volym exkl immateriella och IT

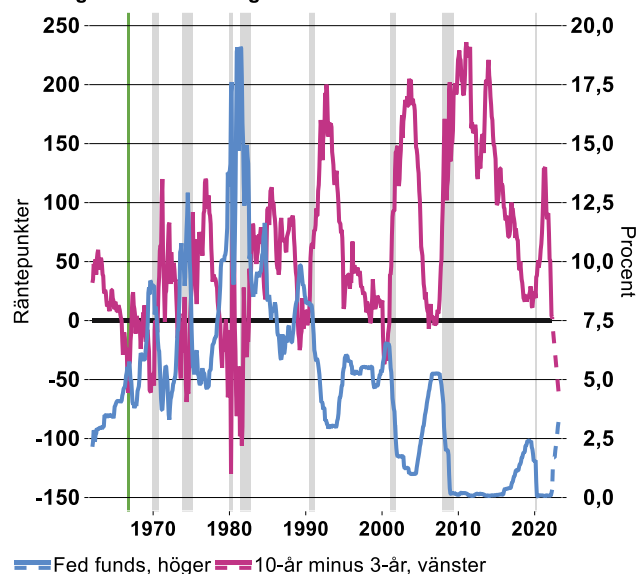


Knäcker Fed konjunkturen; som vanligt?

Teknikföretagen har tidigare argumenterat för att USA:s centralbank, Federal Reserve, inte har något vidare track-record vad det gäller stabiliseringspolitiken. Som är väl känt och som Teknikföretagen påtalat vid ett flertal tillfällen, finns den träffsäkraste recessionsindikatorn att finna i USA:s avkastningskurva; skillnaden mellan räntor på statspapper med lång och kort löptid. Med ett undantag (grön markering i Figur 10) har varje episod sedan 1960 med 10-årsräntan lägre än 2(3)-årsräntan – en *invertering* av avkastningskurvan – följts av en recession. Dessutom finns det inget exempel på en recession under den perioden som inte föregåtts av en invertering av avkastningskurvan.

Varje episod med invertering har föregåtts av en period av penningpolitisk åtstramning – stigande styrränta.

Figur 10. Avkastningskurvan som recessionsindikator



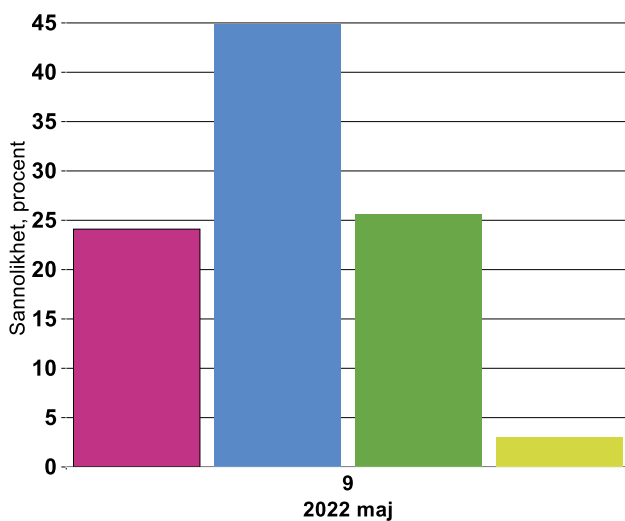
Slutsatsen är att samtliga av de senaste 60 årens recessioner har *de facto* utlösts av att Federal Reserve stramat åt för kraftigt.

Vad kan vi då förvänta oss av centralbanken det närmaste året och vilka konsekvenser på ekonomin är troliga? Bilden nedan visar marknadens förväntningar (per 6/5) på styrräntan fram till februari 2023. Den sannolikhetsviktade styrräntan efter Fed-mötet den 23 februari är just nu cirka tre procent (se Figur 11).

Historiskt brukar förändringen i avkastningskurvas lutning motsvara ungefär hälften av höjningen av styrräntan. Givet marknadens förväntningar på styrräntan skulle det betyda

att avkastningskurvans lutning är ungefär -50 räntepunkter i februari 2023. Det innebär alltså att avkastningskurvan inverterar i början av 2023 vilket indikerar en recession i USA senare under 2023. En svag utveckling nästa år är även i linje med annan information som alltså talar för en inbromsning både i hushållens konsumtion och investeringarna. Industriekonomerna antar därför att USA drabbas av en recession under 2023 (se Figur 1).

Figur 11. Höga förväntningar på Fed-höjningar



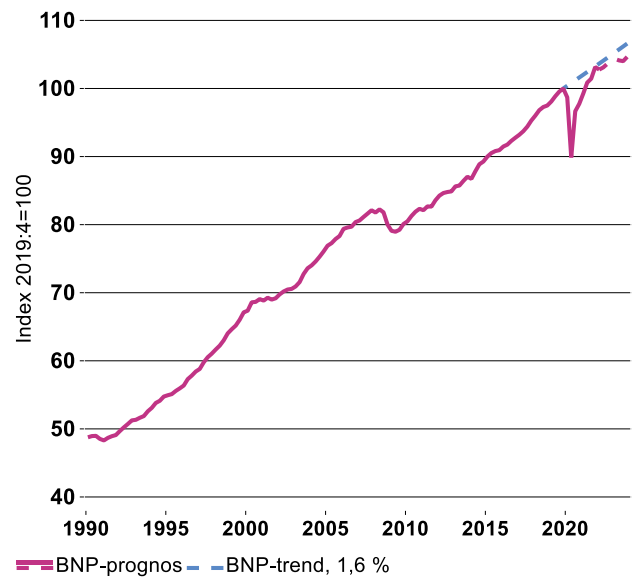
■ 250-275 Räntepunkter ■ 300-325 Räntepunkter
■ 275-300 Räntepunkter ■ 325-350 Räntepunkter

Källa: CME-group, Macrobond

Pandemitappet återtaget

I nivåtermer kan man se att BNP-gapet till en tänkt jämviktsbana i slutet av 2021 hade slutits.⁷ Industriekonomernas prognos för USA:s BNP de kommande åren innebär att gapet återigen vidgas under loppet av 2023 (se Figur 12).

Figur 12. Tappar återigen på jämviktsbanan



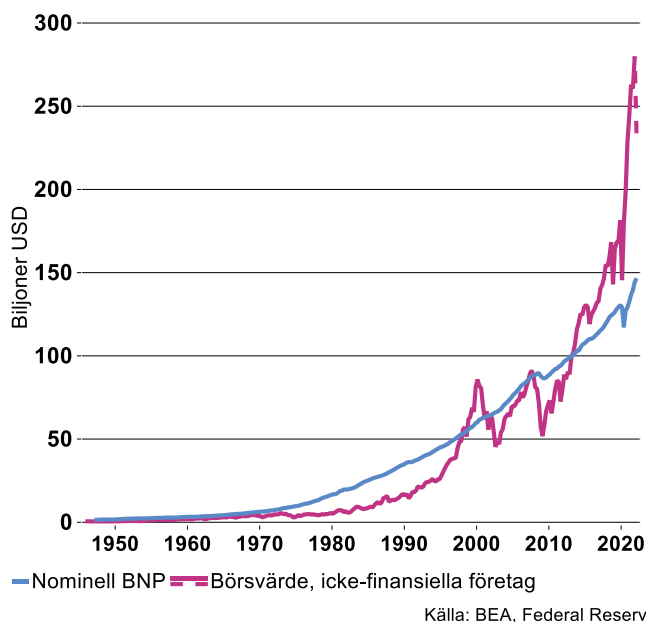
Källa: BEA, Industriekonomerna

⁷ Teknikföretagen bedömer USA:s potentiella BNP-tillväxt till drygt 1,5 procent.

Buffetindikatorn lyser rött

Ett vanligt sätt att utvärdera USA:s aktiemarknad är via den så kallade Buffetindikatorn. Indikatorn – kvoten mellan börsvärdering och BNP – bygger på den intuitiva tanken att börsvärdet på lång sikt bör utvecklas ungefär i linje med ekonomin, det vill säga BNP i nominella termer.⁸ Av Figur 1 framgår tydligt att börsvärderingen i USA helt tappat kopplingen till BNP under det senaste decenniets remarkabla börsrya: vid utgången av år 2012 överensstämde börsvärdering med BNP, men sedan dess har börsvärdet ökat med 180 procent att jämföra med 44 procent för BNP.⁹

Figur 1. Börsvärde och nominell BNP

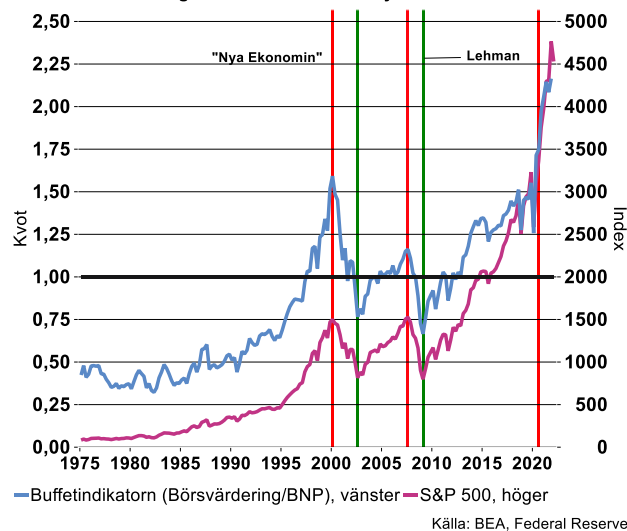


Spegelbilden av denna utveckling är att Buffetindikatorn nått nivåer som tidigare aldrig noterats; under sista kvartalet 2021 uppmättes 2,16 att jämföra med tidigare toppen 1,5 vid millennieskiftet innan kollapsen för Den Nya Ekonomin (se Figur 2).

Det är intuitivt lätt att argumentera för att en hög/låg Buffetindikator signalerar att börsen är över-/undervärderad och att en korrektion är att vänta. Med det synsättet hamnar man således lätt till slutsatsen att den skenande Buffetindikatorn under det senaste decenniet är ett tecken på

en gigantisk börsbubbla som förr eller senare kommer att kollapsa under sin egen tyngd.

Figur 2. Buffetindikatorn lyser illrött!



Detta är dock en förhastad slutsats, det finns faktorer som kan motivera en lång episod med hög/låg Buffetindikator. En sådan faktor är ränteläget. Med hänsyn tagen till USA:s extremt expansiva penningpolitik och låga räntor sedan finanskrisen 2008–2010 framstår inte börsvärderingen alls lika uppskruvad under åren 2013–2020.

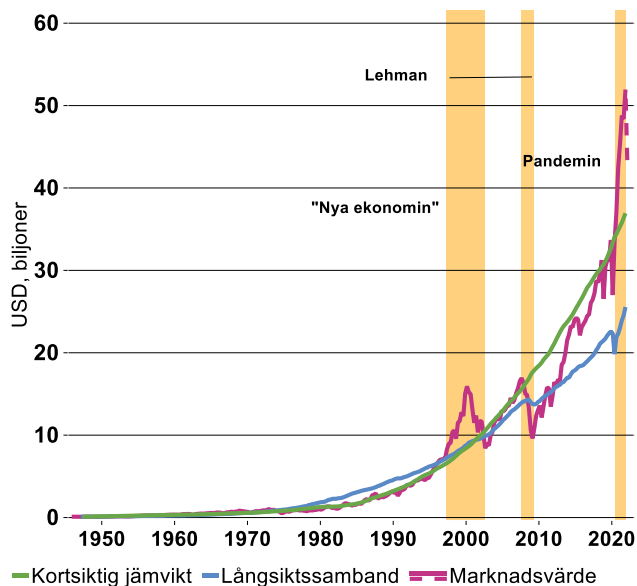
I Figur 3 visar den gröna linjen den börsvärdering som – i Teknikföretagens modell – varit förenlig med BNP och ränteläge, vi kallar den för *felkorrigeringsbanan* eller om man så vill den kortsiktiga jämviktsbanan.

⁸ Se Teknikföretagens nyhetsbrev, 2020-11-20, för utförliga resonemang i frågan.

⁹ Data för USAs samlade börsvärde under inledningen av 2022 har ännu inte publicerats. Den streckade röda kurvan i

Figur 1 visar den utveckling hittills i år som är förenlig med börsvärdet enligt S&P 500.

Figur 3. Börsvärde och jämviktsbana



Källa: BEA, Federal Reserve, Industriekonomerna

ovan för börsvärdet att avvika från långsiktssambandet minskar: gapet mellan röd och blå kurva krymper.

Den blå kurvan i Figur 3 visar den börsvärdering som skulle vara kompatibel enkom med BNP-utvecklingen.

Notabelt är att börsen, i relation till kortsiktig jämvikt, snarare var undervärderad under de första åren efter finanskrisen 2008–2010 (den röda kurvan i Figur 3). Att börsvärdet kraftigt översteg BNP var således mer än väl motiverat med tanke på de extremt låga räntorna.

Först 2017–2018 pekar modellen på att börsen nådde en värdering i nivå med kortsiktig jämvikt. Däremot har något hänt i efterspelet till pandemin; under H2-2020-2021 har börsvärdet helt tappat kontakten med felkorrigeringsbanan. Bilden ovan visar börsens avvikelse dels från BNP (blå kurva), dels från kortsiktig jämvikt (röd kurva). I slutet av år 2021 var avvikelsen 100 respektive 40 procent. Utgår vi ifrån värderingen på S&P 500 hittills i år, har ungefär hälften av "övervärderingen" utraderats i samband med börsfallet till dags dato (se den streckade röda kurvan i Figur 3).

Visserligen har USA-börsen fallit med cirka 15 procent i början av året men gapet till kortsiktig jämvikt har bara krymp marginellt. Tänker vi oss hypotetiskt att börsvärdet omedelbart skulle anpassas till kortsiktig jämvikt talar modellen om ett värdefall av 15 miljarder USD; enligt modellen var således börsen övervärderad med 15 000 miljarder USD i slutet av 2021.

Framöver måste vi räkna med ytterligare stigande marknadsräntor i takt med att Federal Reserve höjer styrräntan. Stigande räntor betyder att utrymmet i bilden

Kriget slår hårt mot eurozonen

Innan kriget i Ukraina bröt ut var det ekonomiska läget i euroområdet sammantaget hyfsat, även om det skedde en viss inbromsning i ekonomin i slutet av 2021. Tappet i BNP var återhämtat det tredje kvartalet 2021 och arbetslösheten hade i februari fallit till 6,8 procent i euroområdet. Innan pandemin var den 7,2 procent vilket då var en historiskt låg nivå, arbetslösheten hade sjunkit i alla de stora länderna.

Flaskhalsproblemen var dock tydliga och inflationen tog fart i slutet av 2021, drivet framför allt av stigande energipriser. Kriget i Ukraina och förvärrade utbudsproblem talar för en kraftig inbromsning i år. Under 2023 bromsas tillväxten även upp av recessionen i USA det året.

Inbromsning i slutet av 2021

BNP i euroområdet var alltså tillbaka på nivån innan pandemin under det tredje kvartalet 2021. En tydlig återhämtning skedde under andra och tredje kvartalet 2021 då smittspridningen minskade tydligt på flera håll i Europa i takt med att vaccinationsgraden ökade och restriktionerna därför kunde lättas. Spaniens, Frankrikes och Italiens tjänstesektorer utvecklades starkt och turistsäsongen tog rejäl fart under sommaren.

Uppgången under andra kvartalet var samtidigt bred. Den kvartalsvisa ökningen drevs inte enbart av ökad konsumtion utan även investeringar och offentlig konsumtion gav positiva bidrag. Under det tredje kvartalet bröts däremot investeringsuppgången.

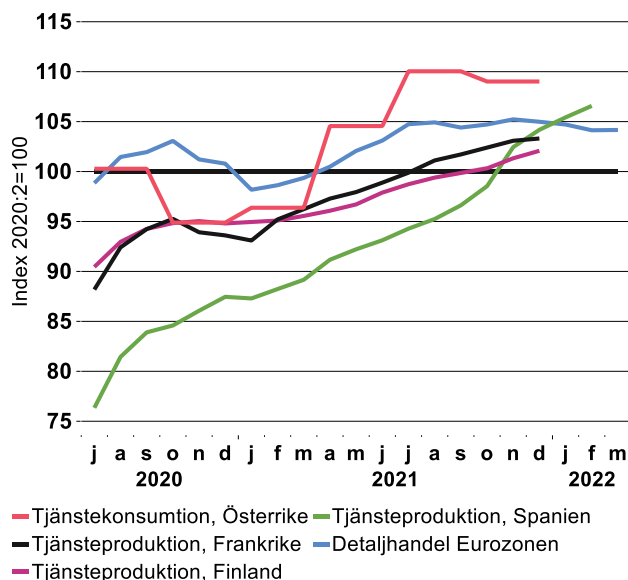
Under det fjärde kvartalet blev det en tydlig nedväxling i kvartalstillväxten av BNP och den privata konsumtionen utvecklades svagt. BNP-tillväxten uppgick endast till 0,3 procent. Stämningsslaget bland hushållen i euroområdet, exempelvis i Tyskland, Frankrike, Spanien och Italien föll också i slutet av 2021. En mer dämpad konsumtion kan kopplas till en ökad smittspridning och nya restriktioner. Fortsatta restriktioner i början av detta år förklarar sannolikt även den fortsatt svaga utvecklingen av detaljhandeln under årets första tre månaderna i år (se Figur 1). BNP för första kvartalet visar också på en ökning med endast 0,2 procent. Tillväxten var svag i alla de större ekonomierna i eurozonen.

Problem med flaskhalsar i industrin

Industriproduktionen i euroområdet var i februari i år i princip på samma nivå som i början av 2020. Den stora

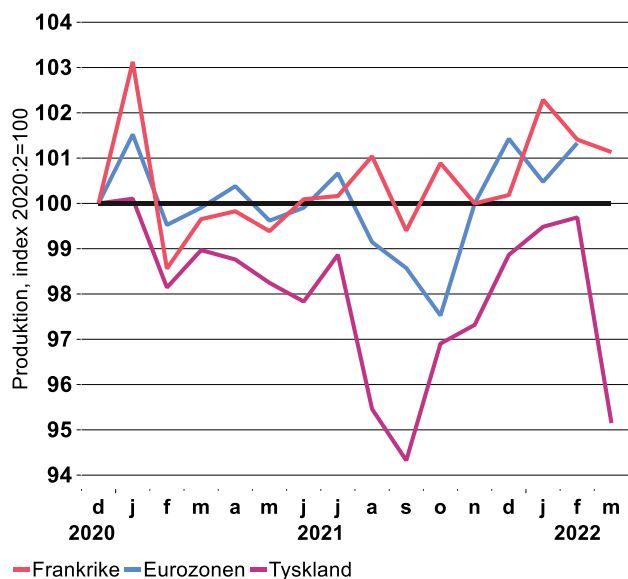
återhämtningen av industriproduktionen i euroområdet skedde under 2020. Under stora delar av 2021 backade sedan produktionen för att sedan återhämta sig under hösten och vintern. I år har produktionen rört sig sidledes. Nedgången var särskilt tydlig i Tyskland i början av 2021, och då speciellt i fordonsindustrin. Även i Tyskland skedde sedan en återhämtning i slutet av förra året. Efter en hyfsad utveckling i början av 2022 föll sedan industriproduktionen tydligt i mars (se Figur 2). Tysk industriproduktion var i mars i år därför fortfarande cirka sju procent lägre än innan pandemin. Motsvarande siffra för fordonsindustrin var minus 35 procent. Den svaga utvecklingen under inledningen av 2021, liksom i mars i år, kan kopplas till problem med flaskhalsar och leveransstörningar.

Figur 1: Eurozonen: Hemmamarknaden lyfter



Källa: Eurostat

Figur 2. Flaskhalsar i tillverkningsindustrin



Källa: Eurostat

Recession i år

När Ryssland den 24 februari invaderade Ukraina ändrades läget drastiskt. Sannolikt får kriget i Ukraina stora effekter på den framtida utvecklingen i Eurozonen till följd av stigande priser på energi och andra råvaror, fortsatt och ökad brist på insatsvaror och eventuellt energi, tilltagande leveransstörningar och ökad osäkerhet. Sammantaget kommer tillväxten bli svagare och inflationen högre, effekten av en klassisk negativ utbudsschock. Hur omfattande effekterna blir beror på hur kriget utvecklas samt hur effektiva och omfattande sanktionerna blir.

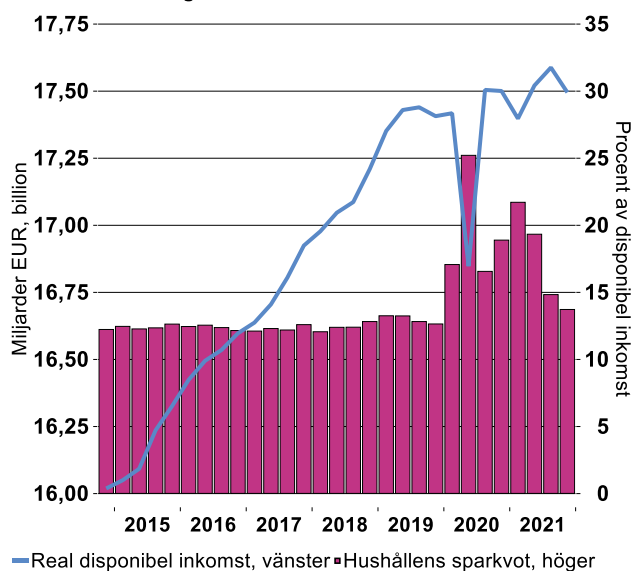
Stort beroende av rysk energi

Ett stort beroende av bland annat rysk gas, olja och kol och inte minst den geografiska närheten till Ryssland kommer att forma framtiden. Samhället måste ställa om till ett minskat beroende av bland annat rysk energi och en uppbyggnad av försvaret kommer sannolikt ske. Målsättningen är att EU ska vara oberoende av rysk energi år 2030 och att två tredjedelar av utfasningen ska ske inom ett år. Enligt det senaste sanktionspaketet ska importen av rysk olja vara utfasad inom sex månader. Stora offentliga investeringar kommer att behöva genomföras och finansieras. Det finns även en osäkerhet kring hur omfattande flyktingkrisen blir och vilka effekter den får på bland annat de offentliga finanserna. Massflyktsdirektivet som nu gäller medför att invånare från

Ukraina får upp till tre års tillstånd att uppehålla sig och arbeta i EU.

Den stora osäkerhet som nu råder i kölvattnet av kriget kan väntas slå på företagens och konsumenternas framtidsförväntningar, vilket får en återhållande effekt på konsumtions- och investeringsviljan. I mars rasade också stämningssläget hos hushållen och fallet var i princip lika stort som i april 2020. Även i detaljhandeln dämpades stämningssläget i mars. I april föll stämningssläget ytterligare både hos hushållen och i detaljhandeln. De tecken på viss optimism som infann sig i början av detta år försvann därmed.

Figur 3. En del stimulanser kvar



Källa: Eurostat

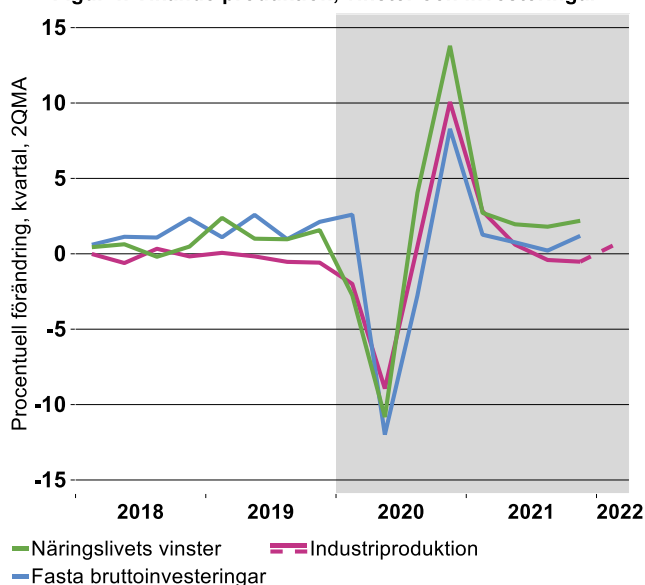
Tidigare under pandemin stimulerades hushållens konsumtion av massiva stimulanspaket. Dessa påverkade konsumtionen direkt men även gradvis då hushållen valde att spara en del av tillskotten. Sparkvoten var i slutet av 2021 mer i nivå med ett historiskt genomsnitt varmed effekten av de tidigare stimulanspaketen nu till viss del kan väntas ha klingat av. Nya stödåtgärder för att underlätta för hushållen att klara av stigande kostnader och fallande reallöner i spåren av stigande inflation kan dock komma att hålla uppe köpkraften något. Konsumtionen och tjänsteproduktionen kan samtidigt fortsätta att stimuleras av en fortsatt normalisering av samhället efter pandemin. Stämningssläget i tjänstesektorn har dock inte påverkats i någon utsträckning av den senaste tidens oroligheter. Olika indikatorer visar att stämningssläget i mars och april var

oförändrat och kvar på en nivå som indikerar en viss optimism.

Mer dämpad vinstutveckling och investeringar

Liksom i USA finns ett starkt procykliskt samband i Eurozonen mellan näringslivets investeringar och lönsamhet. På kort sikt finns det även ett samband mellan investeringarna och industriproduktionen, speciellt tydligt var detta under pandemin. Efter toppen i slutet på 2020 har ökningstakterna tydligt bromsat in både vad gäller industriproduktionen, vinsterna och investeringarna (se Figur 3).

Figur 4. Vikande produktion, vinster och investeringar



Mycket talar för att industriproduktionen faller tydligt under 2022. Flaskhals- och leveransproblemen har förvärrats, råvaru- och insatsvarupriserna skenar, företagens kostnader stiger snabbt vilket ger fortsatt press på lönsamheten. Mått på stämningsläget i industrin visar också på en nedgång i mars och april, dock inte alls i den omfattning som skedde i hushållssektorn. Bland annat föll inköpschefsindex för tillverkningsindustrin enligt Markit i mars och april, liksom Europeiska kommissionens index som mäter stämningsläget bland Euroområdet industriföretag. Nedgången skedde i de stora länderna i Eurozonen. Indikatorerna ligger, liksom i tjänstesektorn, dessutom på nivåer som indikerar tillväxt. Synen på framtiden i Tyskland enligt ifo-indexet för tillverkningsindustrin och ZEW rasade däremot i mars och blev tydligt negativa. Nya data för april visar på fortsatt svagt läge.

Viss finanspolitisk stimulans väntas alltså ge lättnader. Frågan är då vad penningpolitiken kan göra i detta läge. Möjligheten att stötta produktionen och utvecklingen på arbetsmarknaden begränsas av att inflationen har stigit snabbt. I mars uppgick inflationen i Eurozonen till 7,5 procent och olika underliggande mått visar på en inflation över målet på två procent. Inflationen accelererar på grund av stigande energipriser och råvarupriser, samt olika flaskhalsar. Uppgången drivs dock främst av stigande energipriser, något som ECB tryckte på vid sitt senaste möte. Någon snabb åtstramning av penningpolitiken signalerar inte ECB utan de kommer att avsluta programmen för köp av tillgångar under kvartal tre och därefter börja att höja styrräntan. Exaktare än så är inte kommunikationen. Helt klart är det i alla fall att riktningen är en helt annan än vid inledningen av pandemin, beroende på att läget är ett helt annat. Då var penningpolitiken inriktad på att stötta den svaga ekonomiska utvecklingen, vilket inte utgjorde ett problem för inflationen då den var låg. Denna gång går man åt andra hållet med fokus på den höga inflationen som nu råder och därmed begränsar centralbankens möjlighet att stötta inbromsningen i ekonomin.

Den sammantagna bedömningen är att industriproduktionen och investeringar faller under framför allt andra kvartalet i år. Hushållens konsumtion väntas vidare utvecklas relativt dämpat. Tillväxten i Eurozonen bromsar därmed in tydligt i år. Under 2021 uppgick tillväxten till 5,6 procent och i år bedöms den uppgå till en procent. Den tidigare bedömningen för 2022 var en BNP-tillväxt på drygt tre procent. Kvartalstillväxten bedöms bli negativ under kvartal två och tre, vilket innebär att det blir en recession i Eurozonen i år.

Tyskland är en av världens största exportnationer och påverkas därmed mest av de större länderna i Euroområdet när oron i världen ökar och global tillväxt börjar svikta.

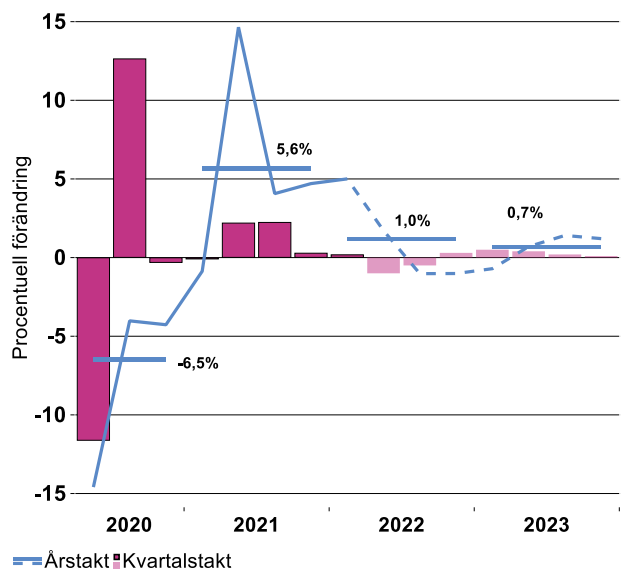
Svag återhämtning under 2023

Vi räknar med att tillväxten gradvis stiger i slutet av detta år och under 2023. Läget blir lite mindre osäkert och problemen med flaskhalsar inte lika akut, men fortfarande håller dessa faktorer tillbaka tillväxten. Därtill håller den svaga utvecklingen i USA tillbaka eurozonens export under 2023. Utvecklingen innebär att Eurozonens BNP förblir långt

under en tänkt jämviktsbana – potentiell BNP – under prognosperioden (se Figur 6). Pandemins, krigets och amerikansk penningpolitikens ekonomiska skadeverkningar på Eurozonen bedöms därmed bli stora och bestå under kommande år.

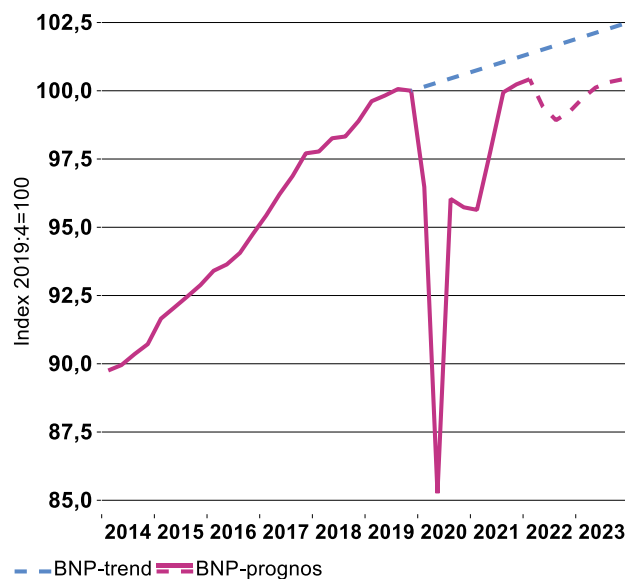
Bedömningen är dock mycket osäker och vilar bland annat på att det inte blir ett totalstopp av rysk export av gas. Om det blir ett stopp i gasimporten uppkommer i stället stagflation i eurozonen, det vill säga produktionen faller samtidigt som inflationen blir hög. Tillväxten i ett sådant scenario bedöms uppgå till minus två procent under 2022.

Figur 5. Krig & USA-recession sätter prägel på Euroområdet



Källa: Eurostat, Industriekonomerna

Figur 6. Långt kvar till normalisering

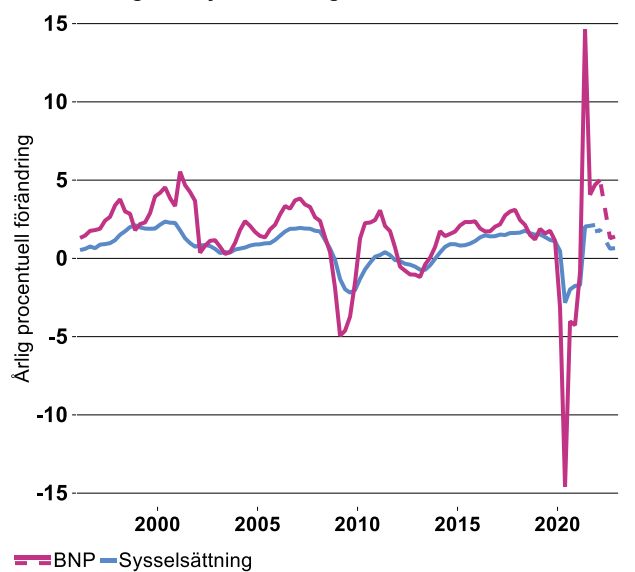


Källa: Eurostat, Industriekonomerna

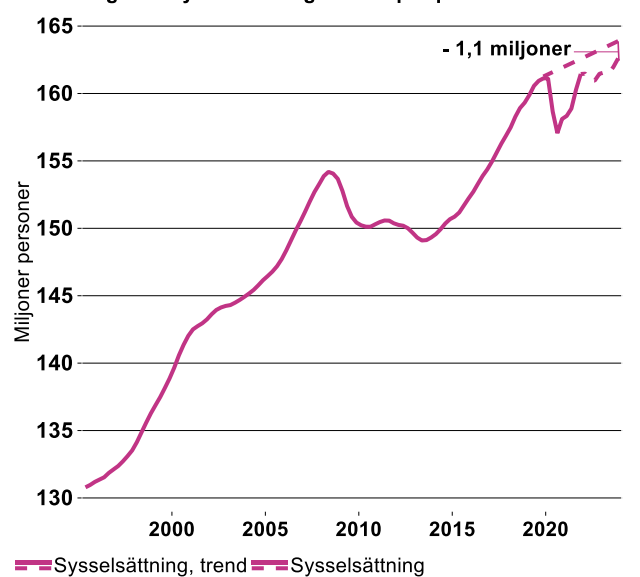
Eurozonens sysselsättning växer

Liksom i USA är dynamiken i arbetsmarknaden en spegelbild av BNP-utvecklingen. Inbromsningen i tillväxten framöver medför att återhämtningen av sysselsättningen bryts (se Figur 7 och 8). Det betyder att det tar längre tid för sysselsättningen i Eurozonen att överstiga pre-pandeminivån. Om sysselsättningen vuxit i linje med snittet för arbetsutbudet under återhämtningen efter Eurokrisen, borde den följt den streckade linjen i Figur 8. Prognos nu innebär att det fortfarande fattas 1,1 miljoner sysselsatta till normalläget i slutet av nästa år. Osäkerheten i prognosen är dock stor bland annat beroende på svårigheten att bedöma hur stor flyktingvågen blir och hur många av de som flyr kriget som kommer i arbete.

Figur 7. Sysselsättningen fortsätter att öka



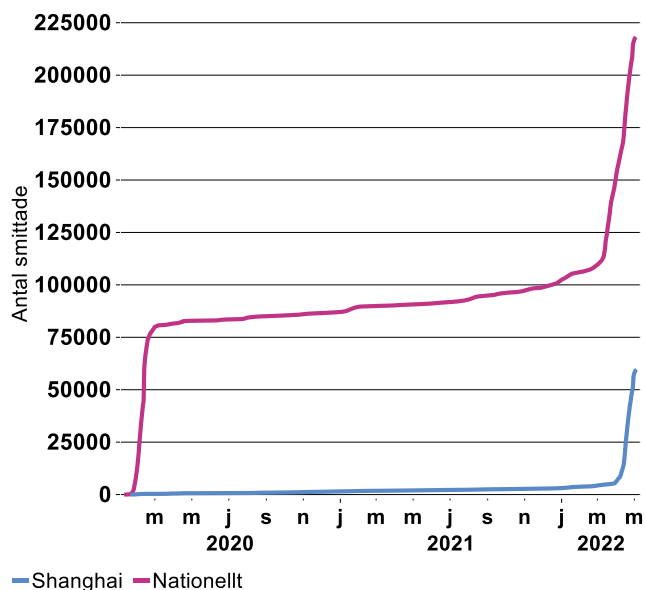
Figur 8. Sysselsättningen över pre-pandeminivå



Kina: Pandemipolitiken drabbar hårt

Kina behåller som sista land av ekonomisk betydelse, sin nolltolerans mot covid. I synnerhet har 25 miljonersstaden Shanghai befunnit sig i lock-down sedan slutet av mars. Enligt NPR (National Public Radio) befann sig för övrigt 45 kinesiska städer i någon form av lock-down i mitten av april.

Figur 1. Snabb covid-spridning



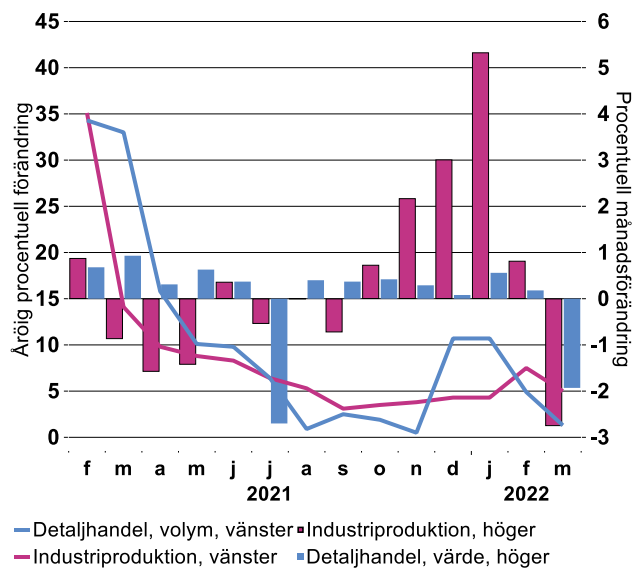
Källa: Kinas hälsokommission, DXY

Konsekvenserna för Kinas ekonomi av covid-politiken riskerar att bli dramatiskt negativa. En nyligen publicerad forskningsrapport¹⁰ bedömer att en månads total nedstängning av en stad av Shanghais eller Beijings storlek, sänker Kinas BNP med upp till fyra procent under den månaden. Det torde betyda att enbart Shanghais lock-down redan nu slagit bort upp till 0,3 procent från Kinas BNP under 2022.

Visserligen växte ekonomin på i god takt under första kvartalet 2022 - BNP ökade 1,3/4,8 procent (kvartalstakt/årstakt) - men månadsprofilen pekar på en snabb avmattning under mars. Såväl detaljhandel som industriproduktion föll rejält i mars jämfört med februari (se Figur 2). Även investeringarna mattades i mars, i synnerhet inom byggsektorn, efter ett (tillfälligt?) skutt i februari (se Figur 2).

¹⁰ The Economic Cost of Lockdown in China: Evidence from City-to-City Truck Flows, The Chinese University of Hongkong, 15 mars 2022.

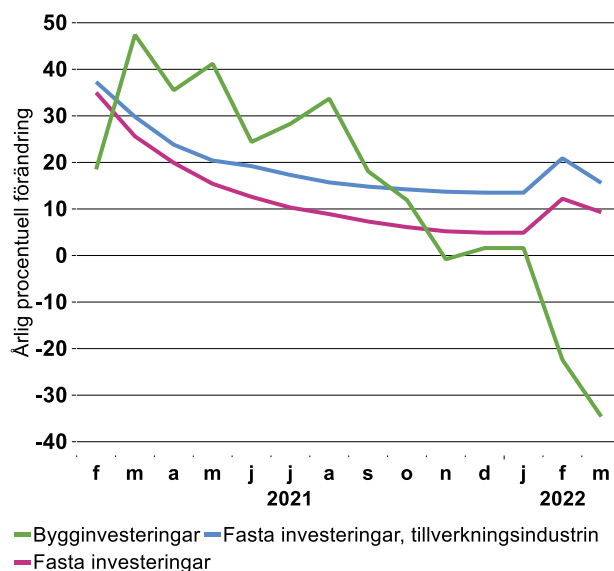
Figur 2. Skarp inbromsning i mars (1)



Källa: Världsbanken

Det finns ännu inga tecken på att Shanghais covid-restriktioner kommer att lättas i närtid. Dessutom har smittspridningen ökat i Beijing med omnejd. Skulle myndigheterna stänga ner hela eller delar av Beijing-regionen lär de negativa effekterna på Kinas ekonomi accentueras kraftigt.

Figur 3. Skarp inbromsning i mars (2)

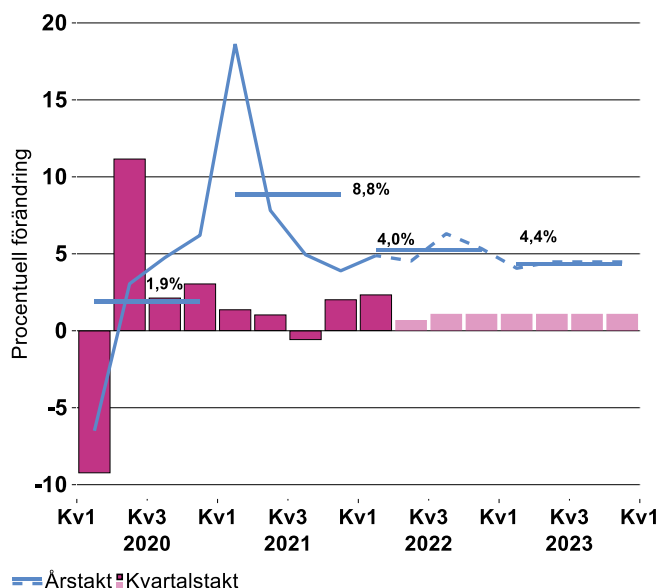


Källa: NBS

Det finns således tydliga tecken på att Kinas ekonomi har stannat av ordentligt på sistone och att utvecklingen förblir

svag så länge covidutbrottet fortsätter/noll-toleransen bibehålls. Det är dock inte säkert att den ekonomiska svackan kommer att redovisas fullt ut i offentlig statistik, och att data i slutänden kommer peka mot en BNP-tillväxt radikalt lägre än det officiella målet på fem procent. Industriekonomerna räknar dock med att BNP växer med cirka fyra procent 2022.

Figur 4. Noll-toleransen slår hårt



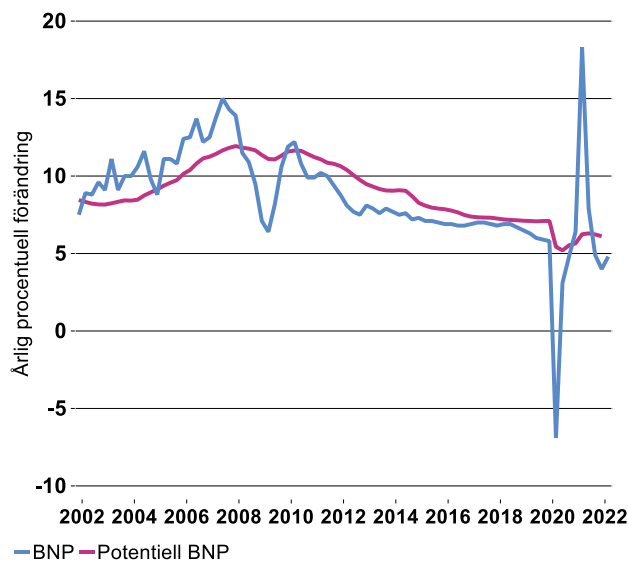
Källa: Industriekonomerna, Världsbanken

Nästa år finns förutsättningar för något högre tillväxt, i takt med att restriktionerna lättas och finanspolitiska stimulanser biter, men den förmodade avmattningen i USA lär ändå få viss effekt även på Kinas ekonomi. Vi räknar med en tillväxt på cirka 4,5 procent för 2023.

Snabbt vikande tillväxttrend

Den kraftiga studsens upp för BNP efter pandemin "maskerade" tillfälligt den snabbt avtagande tillväxtpotentialen i Kina. Som framgår av Figur 5 har den underliggande tillväxtkraften fallit från 10–15 procent till 5–6 procent. Vår bedömning är att den vikande trenden kommer att bestå i takt med att Kina lämnar den explosiva upphinnarfasen bakom sig.

Figur 5. Snabbt fall i Kinas tillväxtpotential

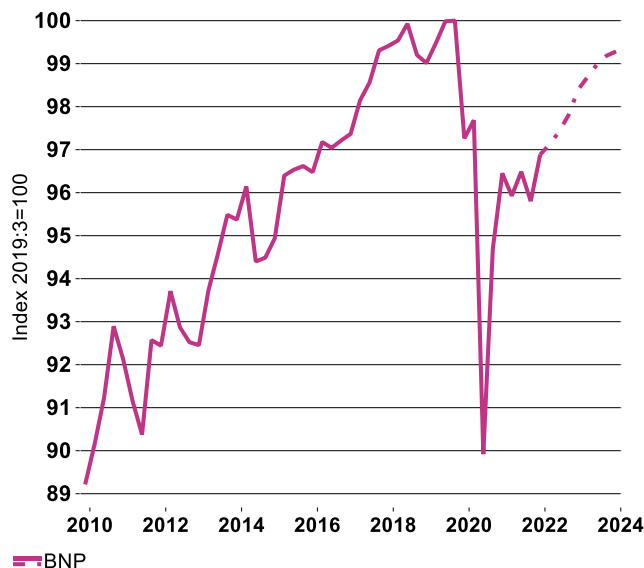


Source: NBS, Industriekonomerna

Skymning över Soluppgångens rike

Liksom flertalet andra ekonomier har Japan upplevt en skaplig återhämtning efter bottenkänningen våren 2020. Trots rekyl har BNP fortfarande en bra bit kvar till senaste toppen (se Figur 1). Notera dock att BNP föll med hela 2,7 procent i kvartalstakt redan i Q4 2019, alltså innan pandemin.

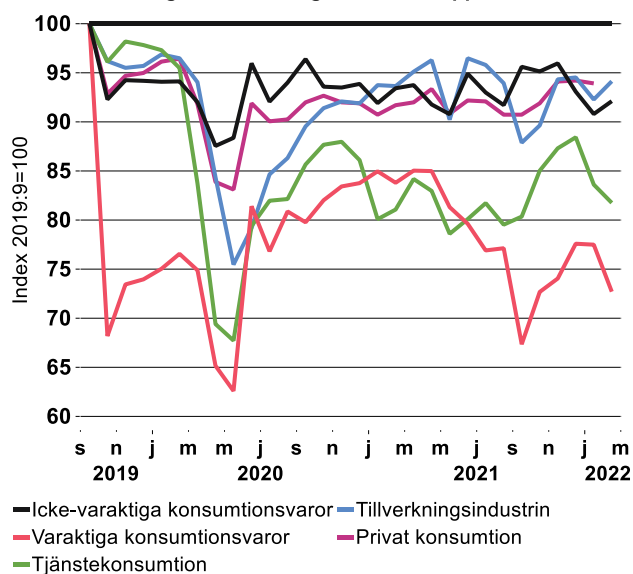
Figur 1. Ännu inte tillbaka på ruta 1



Källa: CaO, Industriekonomerna

Det är slående hur svagt de flesta delarna av Japans ekonomi utvecklats efter rekyl under andra halvåret 2020; såväl varu- och tjänstekonsumtionen som produktionen i tillverkningsindustrin är lägre än förra toppen (se Figur 2).

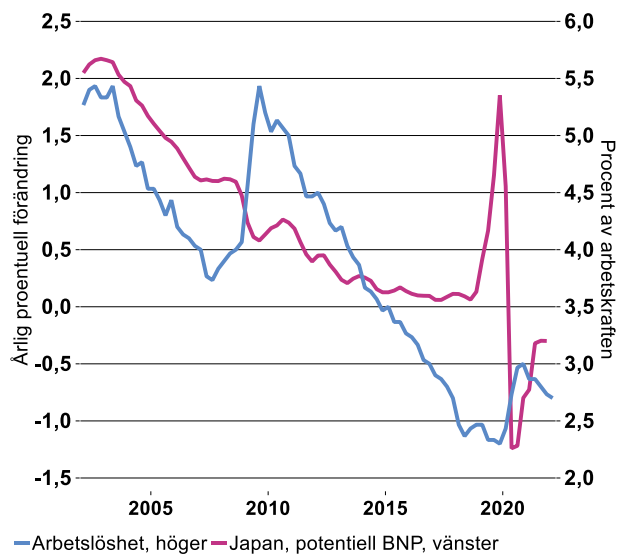
Figur 2. Allt är lägre än förra toppen



Källa: Bank of Japan, CaO

Å andra sidan är det inte så förvånande att Japan sticker ut med den svagaste återhämtningen av alla moderna industriländer. Industriekonomernas bedömning är att Japans potentiella BNP-tillväxt är noll eller möjligen svagt negativ. Visserligen har BNP i genomsnitt vuxit med någon tiondels procentenhet de senaste decennierna. Tillväxten kan dock helt och hållet tillskrivas ökande resursutnyttjande/fallande arbetslöshet (se Figur 3).

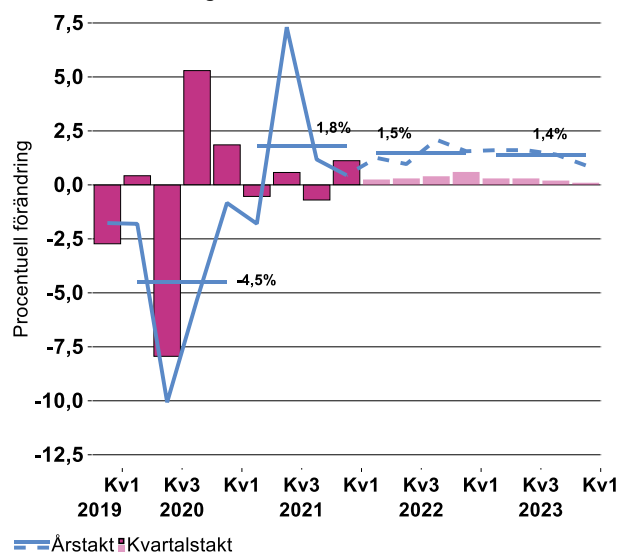
Figur 3. Ekonomin saknar dynamik



Källa: CaO, Industriekonomerna, OECD

Vår bedömning är att ekonomin kommer att växa med drygt en procent per år under 2022–2023 (se Figur 4). Detta innebär att BNP i slutet av nästa år fortfarande inte återhämtat hela fallet i samband med pandemin (se Figur 1). Inga tecken på nytändning för Japans ekonomi således!

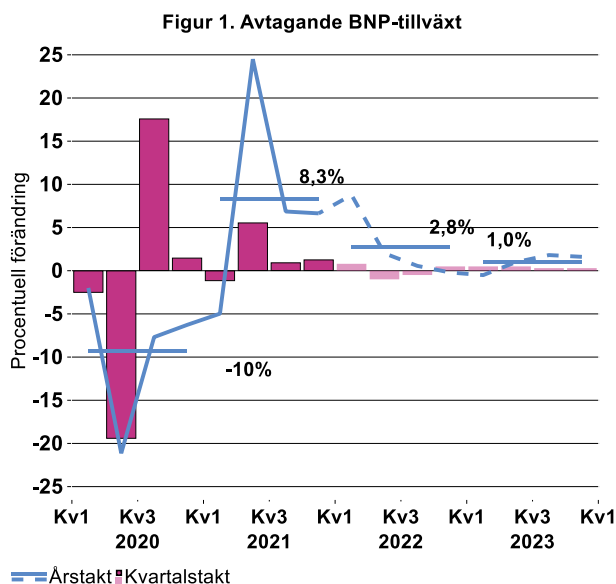
Figur 4. Fortsatt mediokert



Källa: CaO, Industriekonomerna

Räntan redan höjd i Storbritannien

I pandemins linda påverkades Storbritanniens ekonomi väldigt kraftigt, där omfattande åtgärder för att bekämpa smittspridning tydligt hämmade efterfrågan i Storbritanniens tjänstedominerande ekonomi. BNP föll med 10 procent för helåret 2020, mer än i någon annan modern ekonomi. När restriktionerna sedermera fasades ut gick återhämtningen förhållandevis fort och tjänsteproduktionen var återigen den drivande faktorn. I februari 2022 var tjänsteproduktionen 2,1 procent högre än innan pandemin, och BNP var tillbaka på förkrisnivåer. Hushållens konsumtion av tjänster ökade med 19 procent, på årsbasis, under fjärde kvartalet 2021. Att hushållen skiftar sin konsumtion från varor till tjänster är i linje med vad vi ser i flertalet andra ekonomier.



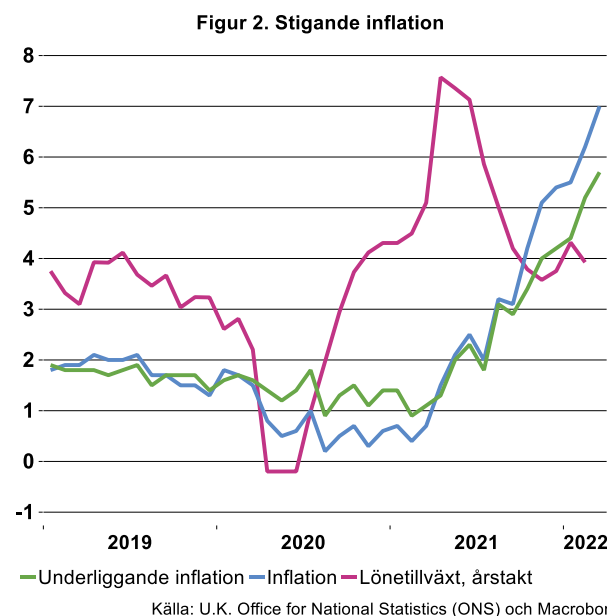
Storbritanniens tillverkningsindustri har inte påverkats lika kraftigt av pandemin som exempelvis Tysklands, men har inte heller återhämtat sig lika starkt som svensk industri. I termer av förädlingsvärde hade brittisk tillverkningsindustri återhämtat sig redan under andra kvartalet 2021 men tillväxten har stagnerat därefter. De största industrierna, sett till förädlingsvärde, är livsmedels- och dryckesindustrin samt motorfordonsindustrin som utgör 15 respektive tio procent av industrins totala förädlingsvärde. Livsmedelsindustrin var i stort sett opåverkad av pandemin medan motorfordonsindustrin påverkades kraftigt. Fordonsindustrin globalt lider av brist på insatsvaror, som halvledare, och Storbritannien är inget undantag.

Fordonsindustrin genererade nästan 20 procent mindre förädlingsvärde under fjärde kvartalet 2021, jämfört med innan pandemin. Där finns det outnyttjad tillväxtpotential, när väl flaskhalsarna lättar.

Högsta inflationen sedan 1992

Inflationen var låg under hela 2020 på eller under en procent. I takt med att ekonomin öppnades upp och efterfrågan ökade i en hastighet som utbudet inte kunde matcha, så steg följaktligen också inflationen. Utbudsproblemen beror framför allt på att arbetskraftsutbudet fortsatt är lägre än innan pandemin, samt att industrins leveranskedjor fortsatt lider av globala flaskhalsar.

Som diagrammet nedan visar är både den totala och den underliggande inflationen (utan hänsyn tagen till energi och livsmedel) tydligt över målet på två procent. I mars 2022 uppgick inflationen till sju procent, den högsta inflationen sedan mars 1992. I ljuset av Rysslands invasion av Ukraina, och efterföljande ökning av globala energipriser, har Bank of England (BoE) skrivit upp sina inflationsprognoser. Inflationen spås öka under kommande månader och befinna sig kring åtta procent under det andra kvartalet 2022.



Det finns aspekter som kan tänkas både höja och dämpa inflationen framöver.

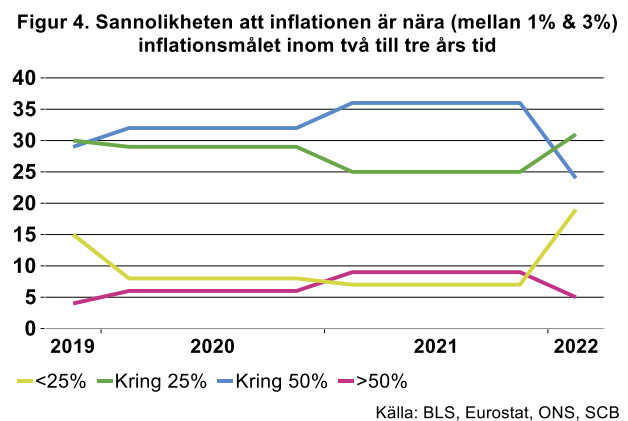
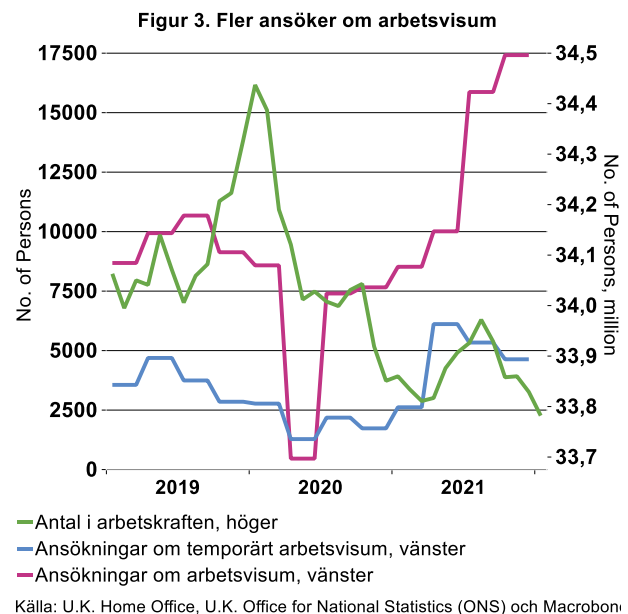
Den nominella lönetillväxten har mestadels kompenserat för inflationen och reallönetillväxten har varit positiv för helåren 2019–2021. Däremot har löneökningstakten avtagit

sedan april 2021 och under de första månaderna 2022 har reallönerna i genomsnitt fallit med 1,5 procent. Det urholkar hushållens köpkraft och efterfrågan kommer således att avta så länge inflationen fortsätter att överstiga den nominella lönetillväxten.

Ansökningar om arbetsvisum har också ökat kraftigt sedan mitten av 2021, vilket borde innebära att ett ökat arbetsutbud är att vänta, och således att förhandlingskraften hos arbetstagarna blir svagare. Det är nödvändigt med ett ökat arbetskraftsutbud för att minska löne- och inflationsspiralen som Storbritannien för närvarande upplever.

Till skillnad mot andra europeiska länder är differensen mellan KPI och den underliggande inflationen relativt liten, som mest 1,25 procentenheter skillnad sedan 2019, och indikerar att uppgången i inflationen är bred. Andelen som tror att inflationen kommer att befinna sig på målet inom två till tre års tiden minskade från fjärde kvartalet 2021 till första kvartalet 2022. 50 procent av de tillfrågade tror att sannolikheten att Storbritannien når inflationsmålet är 25 procent eller lägre och enbart fem procent bedömer sannolikheten att nå målet som 50 procent eller högre.

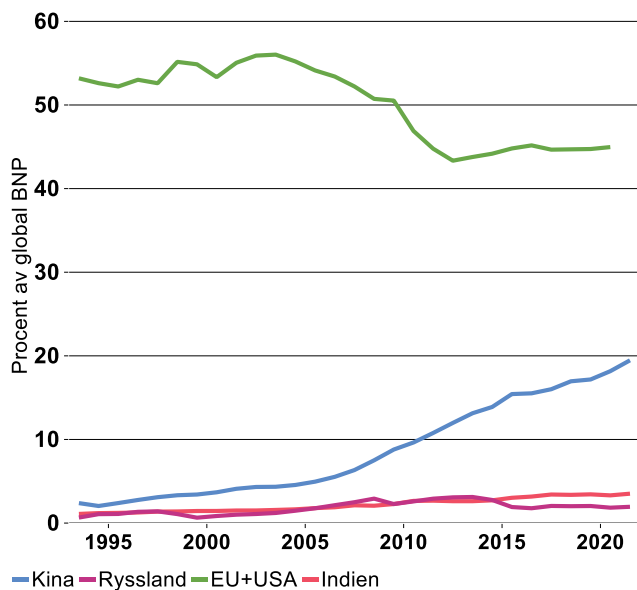
BoE har, sedan slutet av föregående år, genomfört tre räntehöjningar och räntan har stigit från 0,1 till 0,75 procent. Finansmarknadens aktörer förutspår att BoE kommer att ha höjt räntan till två procent vid slutet av 2022. Anledningarna till det är sannolikt dubbla. Delvis vill man förankra inflationsförväntningar mer i linje med målet och som nettoimportör av bränsle, energi och livsmedel är det viktigt att valutan inte deprecierar, vilket spär på inflationen ytterligare.



Ryssland en ekonomisk dvärg

Den första observationen är att Ryssland är en ekonomisk dvärg. År 2021 motsvarade rysk BNP knappt två procent av världsekonomin (Figur 1). Detta kan jämföras med Kina vars BNP var drygt 19 procent av global BNP, Indiens 3,5 procent och Sveriges som stod för 0,7 procent. Rysslands andel har dessutom gradvis minskat, så sent som 2013 stod landet för drygt tre procent av global BNP.

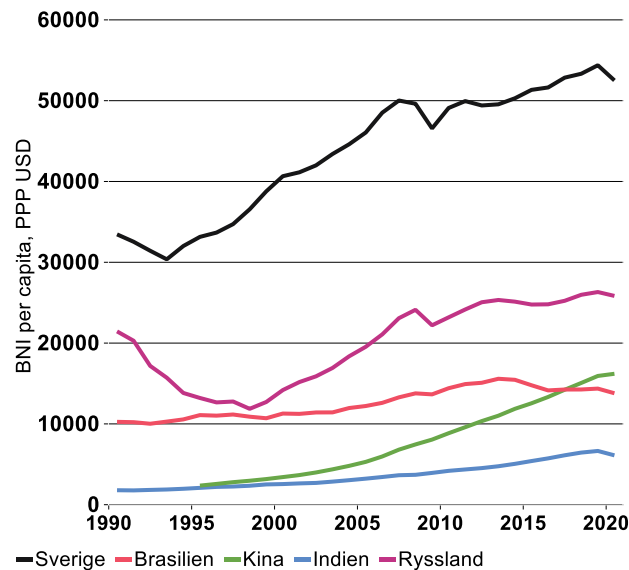
Figur 1: Ryssland - en ekonomisk lilleputt



Källa: SCB, Världsbanken

Den gemene ryssens levnadsstandard i termer av BNP per capita är visserligen fortfarande högre än indiernes eller kinesens. Medelinkomsten stod dock mer eller mindre still under 2008–2020 medan medelindiern blev 65 procent och medelkinesen 117 procent rikare (se figur 1). Medelsvenssons medelinkomst var dubbelt upp mot medelryssens 2020.

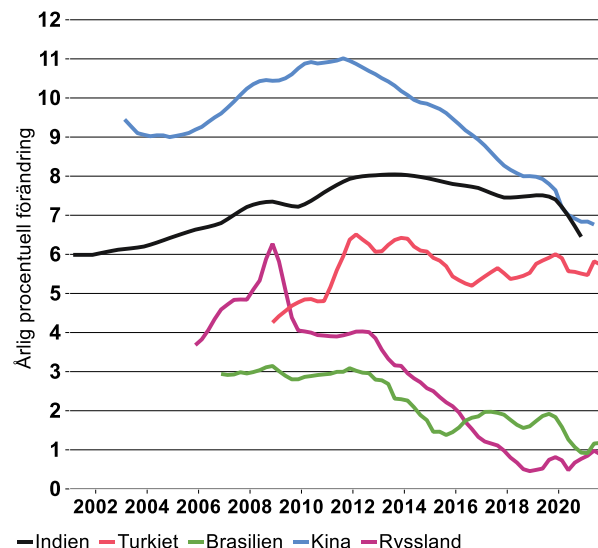
Figur 2: Ryssland tappar i välståndsligan



Källa: Världsbanken

Rysslands ekonomi har dessutom tappat det mesta av den dynamik som uppvisades under början av millenniet, då landet räknades in i den så kallade BRICST-kategorin av tillväxtekonomier. BNP har i genomsnitt vuxit i en årstakt av endast en procent sedan 2015. Industriekonomernas bedömning är att landets potentiella BNP-tillväxt har fallit från drygt 6 procent i mitten av förra decenniet till knappt en procent, en bråkdel jämfört med övriga BRICST med undantag av Brasilien (se Figur 3).

Figur 3: Ryssland - ingen tillväxtekonomi

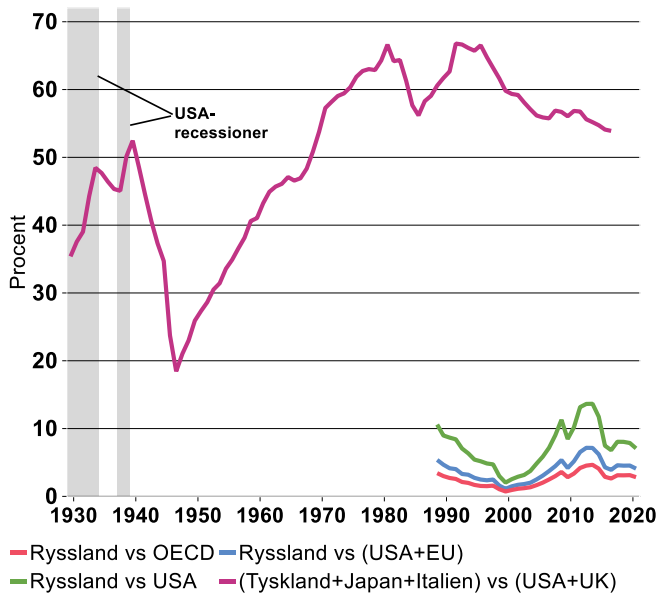


Källa: Nat Stat, Industriekonomerna

En fråga är då hur Ryssland står sig ekonomiskt om man jämför med kombattanterna i andra krig. Jämför man exempelvis med hur Axelmakternas (Italien, Japan och

Tyskland) ekonomi förhöll sig till huvudmotståndarna vid utbrottet av Andra Världskriget, var dåtidens styrkeförhållanden betydligt jämnare (se figur 4).

Figur 4: Axelmakterna mycket starkare än dagens Ryssland



Vid krigsutbrottet 1939 motsvarade Axelmakternas samlade BNP cirka 52 procent av Storbritanniens och USA:s samlade BNP. Idag (2020) motsvarar Rysslands BNP endast 7/4/2,8 procent av BNP i USA/(USA EU)/OECD.

Sammanfattningsvis talar ekonomiska faktorer tydligt för att Rysslands möjligheter att stå emot en enad Västvärld i det långa loppet är mycket små. Till skillnad mot Andra Världskriget kommer uppenbarligen inte de överlägsna ekonomiska musklerna att användas till att besegra motståndaren militärt. Denna gång är det istället de omfattande ekonomiska sanktionerna som får göra jobbet.

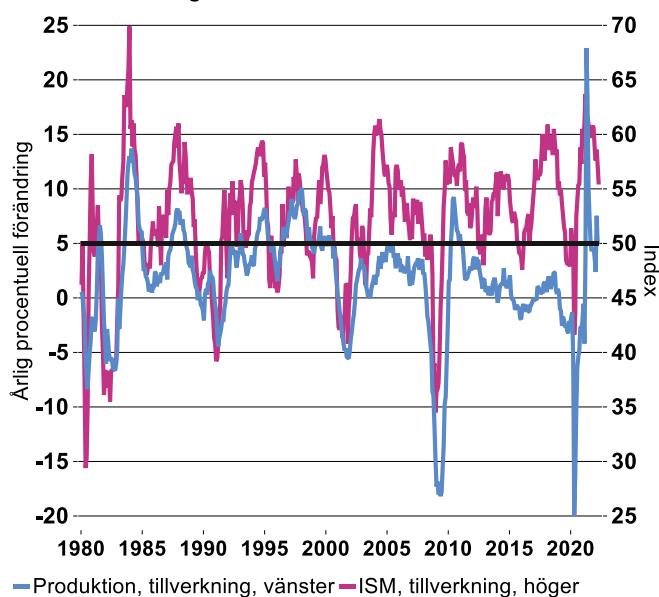
Konjunkturindikatorer

Vem kan man lita på?

Varje månad rapporteras diverse konjunkturindikatorer för ett stort antal länder i form av inköpschefsindex, barometrar, etcetera. Dessa tilldrar sig ofta stor uppmärksamhet och tillskrivs av många bedömare betydande värde som mätare på framtida konjunkturläge. Teknikföretagen har vid ett antal tillfällen analyserat informationsvärdet i dessa indikatorer och konstaterat att de inte riktigt levererar i linje med förväntningarna. Huvudkritiken kan sammanfattas i några punkter:

- Visserligen finns det ofta en skapligt stark *korrelation* mellan indikatorerna och *årstakten* i den ekonomiska aktiviteten. Styrkan i sambandet varierar dock starkt över tid.
- Indikatorerna säger således något om riktningen. De *kvalitativa* implikationerna varierar dock starkt över tid, det går inte att dra slutsatser kring styrkan i den ekonomiska aktiviteten utifrån värdet på indikatorerna.
- Indikatorerna tenderar att vara *samtida* med årstakten i den ekonomiska aktiviteten snarare än ledande förutom möjligen för de närmaste 1–2 månaderna. Det går således inte att använda indikatorerna för att förutse tillväxten på lite sikt.

Figur 1. ISM en instabil indikator

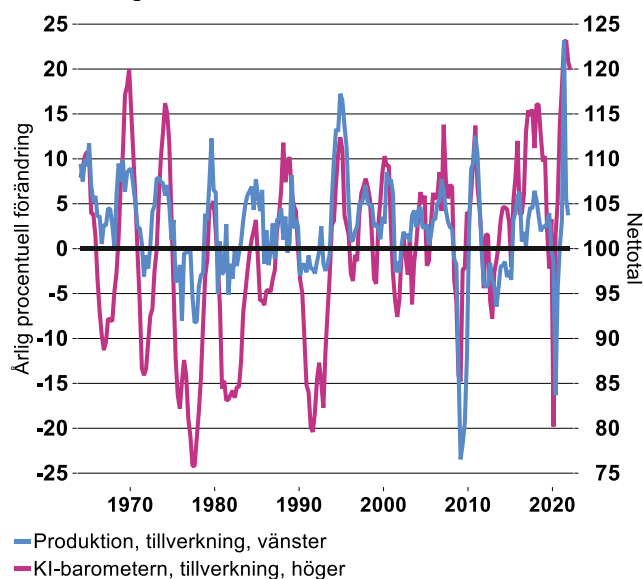


Källa: ISM, Federal Reserve

Ett talande exempel är sambandet mellan den mest betrodda indikatorn i USA, inköpschefsindex för tillverkningsindustrin (ISM), och produktionen i tillverkningsindustrin. Figur 1 illustrerar att ISM fångar upp svängningarna i årstakten relativt väl men att nivåerna varierar kraftigt: ibland indikerar exempelvis ISM=60 att produktionen växer med 10–15 procent, vid andra tillfällen bara med någon enstaka procent.

Likartade mönster framträder om vi studerar svenska data (se Figur 2). Samvariationen mellan KI-barometern och årstakten i industriproduktionen är hyfsat starkt, om än i genomsnitt svagare än motsvarande för USA. Barometern tenderar att vara samtida med eller möjligen leda produktionen med ett kvartal. De kvalitativa implikationerna varierar kraftigt över tid: ibland har exempelvis KI=115 sammanfallit med en årstakt på 3–4 procent, vid andra tillfällen med 10–20 procent.

Figur 2. KI-barometern en instabil indikator



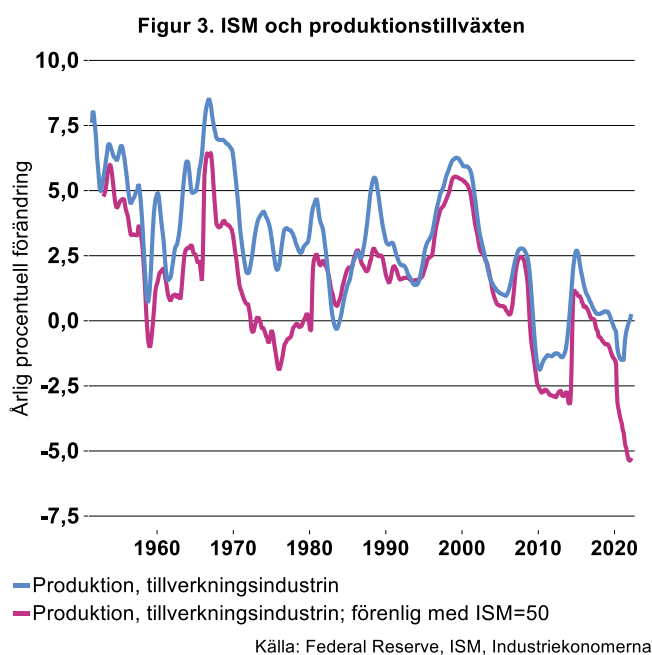
Källa: KI, OECD

Indikatorerna signalerar normalvärden

Det är således minst sagt vansklighet att dra slutsatser om tillväxttakter baserade på enskilda noteringar för barometrarna. Hur ska vi då förstå de tidsvarierande kvantitativa sambanden mellan produktionstillväxten och indikatorerna?

En insikt får man om man betraktar indikatorerna som en mätare på (avvikelser från) normaltillståndet; värdet 50/100 på ISM/KI-barometern skulle med det perspektivet tolkas som att industrin i USA/Sverige befinner sig i ett normalläge.

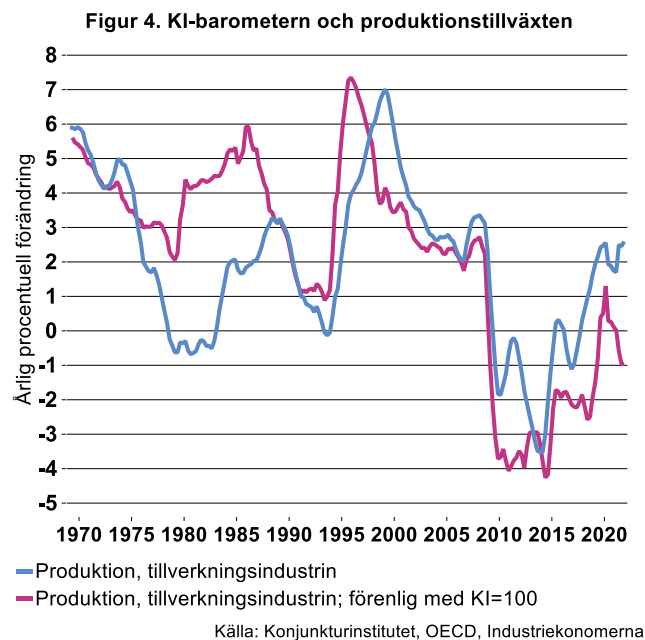
Figur 3 visar dels produktionstillväxten i USA:s tillverkningsindustri, dels den tillväxt som varit förenlig med värdet 50 på ISM; *normalvärdet*. Det är uppenbart att det senare rör sig i stort sett i takt med tillväxten. Som synes har normalvärdet fallit trendmässigt i takt med att trenden i produktionstillväxten fallit.



Det betyder exempelvis att normalvärdet var en tillväxt på fem procent kring millennieskiftet då även produktionen växte ungefär i den takten. Därefter har normalvärdet och trendtillväxten successivt fallit. Bortser vi ifrån anomalin under pandemin har normalvärdet det senaste decenniet varierat i intervallet 0 till -2,5 procent, i linje med produktionstillväxten.

Gör vi motsvarande exercis för KI-barometern för tillverkningsindustrin, framträder ett likartat mönster (se Figur 4). Normalvärdet, det vill säga den produktionstillväxt som är förenlig med värdet 100 på KI-barometern, var i likhet med produktionstillväxten, 4–7 procent under åren kring millennieskiftet. Återigen med reservation för pandemins effekter, är normalvärdet numera snarare i intervallet 1 till -4 procent, i linje med tillväxten i produktionen det senaste decenniet.

Sammanfattningsvis ska således barometervärden över/under 50/100 tolkas som att industrin i USA/Sverige går starkare/svagare än normalt.



Finansmarknaderna som recessionsindikatorer

Slutsatsen av analysen ovan är således att barometrar och sentimentindikatorer får oförtjänt mycket uppmärksamhet, deras prediktionsförmåga är begränsad, de ger snarare en ögonblicksbild. De ger dessutom lite information om tillväxttakter. Vill vi hitta mer tillförlitliga konjunkturorakel får vi leta på annat håll. Det känns naturligt att söka sig till de finansiella marknaderna.

I en omtalad artikel i Newsweek 1966 konstaterade den berömde nationalekonomen Paul Samuelson, som 1970 tog emot "Nobelpriset i ekonomi", att *börsen hade förutspått nio av de senaste fem recessionerna*.

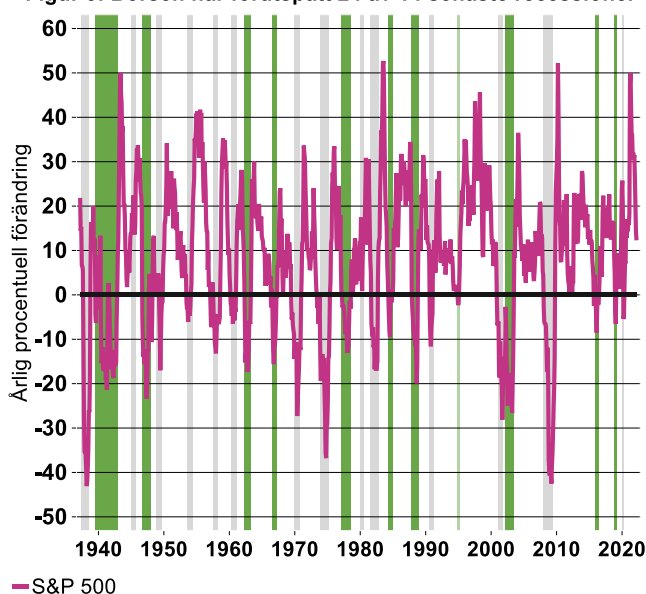
Det är inte helt solklart hur Samuelson definierade en recessionssignal i börsen. I Figur 5 visas den årliga förändringstakten i det breda S&P 500 index. Det verkar som om Samuelson använde något liknande som recessionssignal – det inträffade nio gånger mellan 1937 och 1966 att årstakten på börsen var negativ samtidigt med fem recessioner.¹¹

månad och som inte involverade en börsrekyl på 20 procent. Med den utgångspunkten kommer CNBC fram till att börsen varit ännu sämre att förutspå recessioner.

¹¹ En artikel publicerad på CNBC (4/2-2016) utgår istället ifrån definitionen av en så kallad *björnmarknad* på börsen: ett ackumulerat fall på minst 20 procent som varade längre än en

Sedan den artikeln publicerades har det gått ytterligare 55 år och med vår metodik kan vi konstatera att *börsen har förutspått 24 av de senaste 14 recessionerna*. De senaste 30 åren har börsen förutspått åtta av de senaste fyra recessionerna (se Figur 5).¹² Slutsatsen är således att aktiemarknaden inte är en tillförlitlig ledande konjunkturindikator, därtill är investerarna på börsen alltför nervösa. En annan orsak är att aktiemarknaderna styrs av så många fler faktorer än bara konjunkturen, i synnerhet i det korta perspektivet.

Figur 5: Börsen har förutspått 24 av 14 senaste recessioner

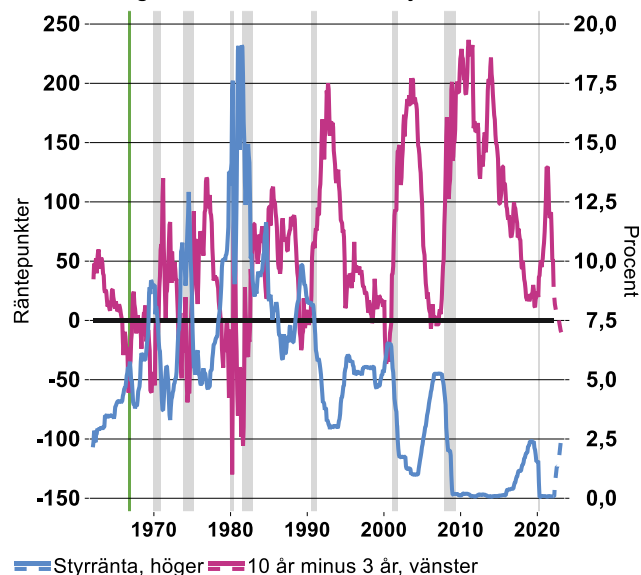


Källa: NBER, Standard & Poors

Finns det då andra signaler i de finansiella marknaderna som kan vara behjälpliga att förutspå konjunkturutvecklingen om nu inte aktiemarknaden håller måttet? Finansiella priser representerar ju trots allt marknadernas samlade framtidsspaning. Ett välkänt faktum är att USA:s obligationsmarknad innehåller en hel del användbar information och har fungerat som en ledande konjunkturindikator. Figur 6 visar att *avkastningskurvan har inverterat* – 10-årsräntan har fallit under 3-årsräntan – inför samtliga USA-recessioner de senaste 60-åren med undantag av Coronakrisen.¹³ Att obligationsmarknaden inte lyckades förutspå pandemin och dess effekter på ekonomin är ju knappast förvånande. Dessutom har det endast inträffat en gång – 1966 – att avkastningskurvan inverterat utan att

ekonomin senare trillat ner i recession. Fördröjningen mellan signalen och faktisk recession har varierat mellan någon enstaka månad till upp emot 1,5 år.

Figur 6. Räntemarknaden börjar ana oråd!



Källa: Federal Reserve, NBER

Mer om den nuvarande signalen från USA:s obligationsmarknad i USA-avsnittet.

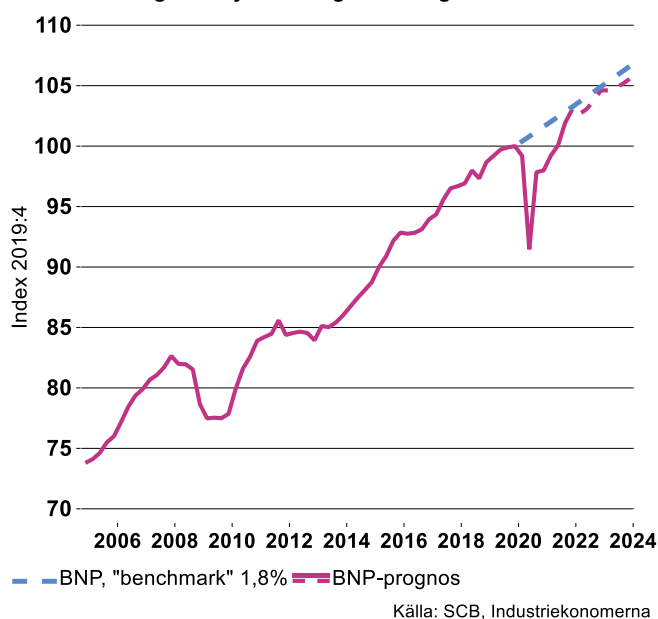
¹² De grå markeringarna illustrerar officiella recessioner enligt NBER och de gröna recessionssignaler i aktiemarknaden.

¹³ Vanligare är att man använder sig av tvåårsräntan, fördelen med treårsräntan är att den har en längre tidsserie och skillnaden är inte stor.

Sverige - nedkylning i dubbel bemärkelse

Efter att Coronakrisen slog ned som en bomb i Sveriges ekonomi andra kvartalet 2020 agerade industrin primus motor i återhämtningen därefter, medan hushållens konsumtion fortsatte att bromsas av restriktioner. Under loppet av 2021 fick emellertid allt fler industribranscher växande problem med brist på insatsvaror, vilket hämmade produktionen. I början av 2022 visade indikatorer över företagets lager av insatsvaror på en viss förbättring och tecken på att leveranstiderna börjat bli något kortare. Den ljusning som då kunde skönjas har därefter förmörkats av både invasionen i Ukraina och nya nedstängningar i Kina, som medför fortsatta störningar i produktions- och leveranskedjor globalt. Vi utgår nu från att industrins produktion, export och även investeringar märkbart kommer att påverkas av de nya förutsättningar som ligger till grund för vår bedömning.

Figur 1. Nytt bakslag för Sveriges BNP



SCB:s BNP-indikator visar preliminärt en nedgång i Sveriges BNP med 0,4 procent under första kvartalet i år från föregående kvartal, säsongsrensat. Nedgången förklaras sannolikt till stor del av de skärpta smittskyddsåtgärder som infördes i januari i samband med ökad smittspridning av covid-19 som åter dämpade hushållens konsumtion.

Vi räknar med att hushållens konsumtion kommer försvagas av att bolåneräntor stiger då Riksbanken börjat höja styrräntan i år. Det påverkar också deras finansiella tillgångar

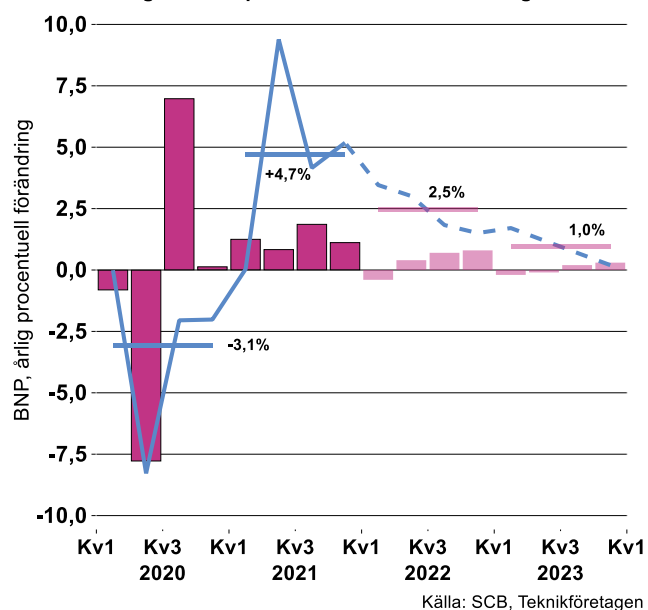
samt bostadspriserna, som kan väntas falla. Däremot räknar vi med att offentlig konsumtion ökar relativt starkt både i år och nästa år.

De dystrare utsikterna för global efterfrågan för industrins produktion och investeringar resulterar i en betydligt svagare BNP-tillväxt för i år än vi räknade med i höstas, 2,5 procent jämfört med 3,4 procent. Nästa år bedöms BNP öka med endast 1 procent, då världsekonomin hämmas av en recession i USA. Dessutom kan bygginvesteringarna i Sverige väntas falla betydligt till följd av den brist på cement som då kan väntas av kraftigt minskad produktion av Cementa.

De försämrade förutsättningarna för ekonomin under 2022–2023 resulterar i en lägre nivå på BNP än den nivå som skulle ha kunnat nås om BNP utvecklats enligt en historisk trend från och med början av 2020 (se Figur 1).

De nya förutsättningarna innebär alltså ett rejält bakslag för den återhämtning som vi tidigare kunde skönja innan kriget i Ukraina och dess följd effekter på globala värdekedjor och global BNP (se även fördjupning om globala värdekedjors förändring, från sid. 56). Dessutom tillkommer effekterna av den höga inflationen som drivits upp och breddats främst av stigande energi- och drivmedelspriser. Det väntas leda till en extra nedkylning av efterfrågan då centralbanker börjar strama åt penningpolitiken genom att gradvis höja sina styrräntor i år och nästa år.

Figur 2. Nedpressad tillväxt med bakslag

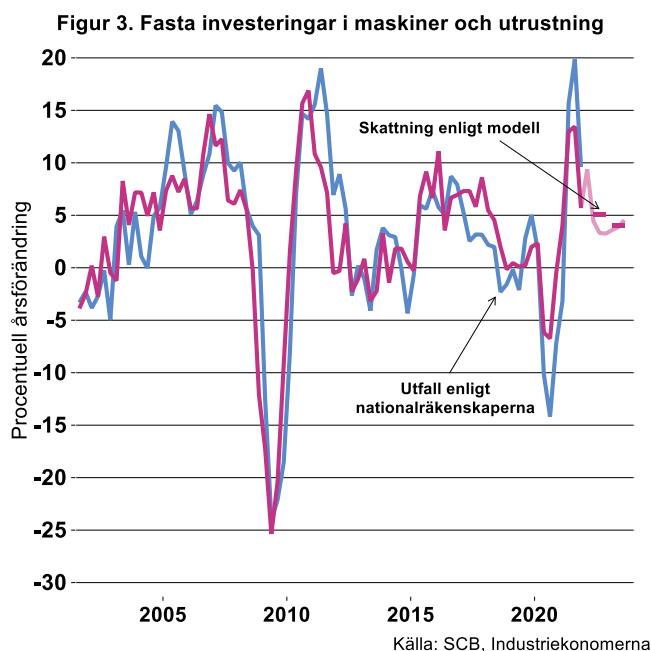


Ny kris dämpar fasta investeringar

Den snabba uppgången i efterfrågan för industrin under andra halvåret 2020 ledde till behov av att öka både maskin- och immateriella investeringar. Investeringar i maskiner och inventarier totalt i ekonomin fick ett uppsving och ökade med drygt 12 procent under 2021. De immateriella investeringarna ökade också starkt, med 8,6 procent, vilket översteg genomsnittet för denna typ av investeringar hittills under 2000-talet som ligger på knappt sex procent per år.

Industrin bidrog i hög grad till investeringsökningen under förra året. Tillverkningsindustrins investeringar översteg då nivån 2020 med 22,4 miljarder, räknat i fasta priser. Det motsvarar drygt 46 procent av den totala ökningen av fasta investeringarna i svensk ekonomi i fjol då bostadsinvesteringar exkluderas.

Industrins leveranser samvarierar väl med Sveriges totala investeringar i maskiner och utrustning. Skattningen som visas i figur 3 nedan indikerar en svagare utveckling för investeringarna i maskiner och utrustning under 2022–2023. Från den relativt höga nivån som dessa investeringar nådde under förra året mattas ökningstakten till strax över 5 procent i år och till cirka 4 procent nästa år (se Figur 3).



SCB:s senaste investeringsenkät från februari i år tyder på att industrin räknade med minskade investeringar under 2022. Den största andelen av enkätsvaren kom emellertid innan invasionen i Ukraina den 24 februari. Med andra ord hann enkäten inte fånga in de negativa effekter kriget medför vad

gäller produktions- och leveransstörningar, ökade produktions- och transportkostnader, negativa effekter på industrins orderingång etcetera. Dessutom har de ökade produktionskostnaderna drivit upp inflationen via övervältring på konsumentpriser vilket lett till en snabbare åtstramning från centralbanker med kraftfullare räntehöjningar. Vi utgår från att ovan nämnda följd effekter kommer få en dämpande effekt på industriföretagens investeringsplaner. Visserligen väntas investeringar i batteriproduktion, försvarsmaterial med mera öka framöver, men andra delar av industrin bedöms bli mer återhållsamma med att bygga ut kapacitet på grund av de snabbt försämrade utsikterna i världsekonomin för både 2022 och nästa år.

Byggandet förväntas rasa 2023

Bostadsinvesteringarna ökade starkt förra året, med 11 procent. I år väntas de öka svagt från den höga nivån från i fjol. Nästa år blir det däremot ett markant fall inom samtliga områden för byggnadsinvesteringar på grund av att det kommer uppstå en ofrånkomlig brist på cement. Cementa, som normalt svarar för 75 procent av den cement som används för byggandet i Sverige kommer under nästa år kunna leverera endast cirka 25 procent av den normala mängden cement. Förutsatt att Cementa får ett nytt tillstånd för brytning i Slite på Gotland kommer normal produktion kunna uppnås först mot slutet av 2023. Skälet är att det beräknas ta ungefär ett år att få ett nytt tillstånd för kalkbrytning godkänt. Byggföretagen har i sin senaste prognos för byggandet antagit att ett nytt tillstånd sannolikt kommer överklagas, men att brytningen ändå kommer att kunna startas upp mot slutet av nästa år. Vi utgår i vår egen prognos för byggandet från samma antaganden som Byggföretagen vad gäller Cementas möjligheter att leverera cement under 2022–2023 (se vidare Byggföretagens antaganden om kalkbrytningen i deras konjunkturrapport från april 2022). Mot bakgrund av de allvarliga konsekvenser för byggandet och ekonomin det skulle innebära om brytningen av kalk på Gotland inte tillåts fortsätta, utgår vi i vår bedömning från att regeringen kommer säkerställa att Cementa kommer få ett nytt tillstånd godkänt nästa år.

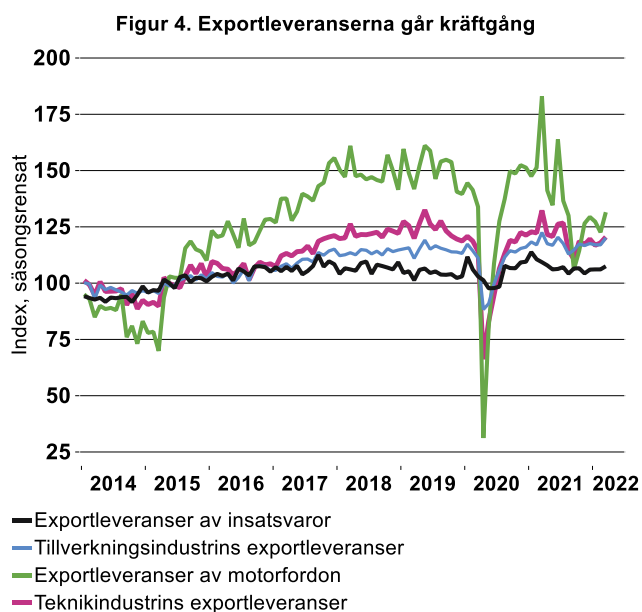
Den brist på cement som väntas uppstå och hålla i sig under större delen av nästa år kan väntas leda till en markant

nedgång i bygginvesteringarna totalt. Det råder för övrigt redan brist även på annat byggmaterial, och kostnader för byggvaror har stigit, vilket också bidrar till minskat byggande framöver. Vi räknar med en nedgång med 13 procent för bygginvesteringar totalt 2023. Störst minskning kan väntas inom anläggningsinvesteringar, där offentliga investeringar väntas falla mest. Under de unika förhållandena med kraftigt ökad brist på cement redan från hösten i år, går det inte att utgå från att efterfrågan på bostäder, lokaler etcetera kommer avgöra storleken på byggandet. Stigande bolåneräntor kan visserligen bidra till att efterfrågan på nya bostäder kommer att bromsa, men vi räknar med att det främst blir bristen på cement som kommer dra ned byggandet kraftigt nästa år.

Då vi summerar samtliga typer av fasta investeringar i ekonomin visar vår prognos en ökning med 2,4 procent i år och en nedgång med 3,9 procent 2023.

Exportmarknaden går ned på låg växel

Efter det djupa fallet för Sveriges varuexport under andra kvartalet 2020 hade nästan hela fallet återhämtats i slutet av det pandemiåret. Det var framför allt störningar i leveranser av insatsvaror till fordonsindustrin som bidrog till det djupa fallet under andra kvartalet 2020, men då dessa upphörde, åtminstone tillfälligt, kunde industrin studsa tillbaka och möta uppdämd efterfrågan.



Källa: SCB, Macrobond

Tillverkningsindustrins exportleveranser nådde emellertid en peak redan i mars 2021, liksom teknikindustrin (se Figur 4).

Med andra ord påverkades utvecklingen för industrins export i hög grad av utvecklingen för teknikindustrins leveranser. Skälet är att den svarar för en så stor andel av den totala exporten. Som andel av varuexporten svarade den för nära 43 procent 2021, enligt SCB:s utrikeshandelsdata. Som andel av det inhemska förädlingsvärdet som avser gruv- och tillverkningsindustrins export svarar teknikindustrin för nära hälften, enligt SCB:s senaste input-output-statistik (2019).

Att industrins exportleveranser toppade redan i mars förra året, trots att efterfrågan från exportmarknader fortsatte att öka därefter, beror i hög grad på de leverans- och produktionsstörningar som motorfordonsindustrin drabbades av under i stort sett hela 2021. I mars i år låg exportleveranserna från motorfordonsindustrin 28 procent lägre än toppen i mars förra året.

För tillverkningsindustrin totalt låg exportleveranserna 2 procent lägre i mars i år än toppen i mars 2021. Vad gäller exportleveranserna av insatsvaror nådde de en topp redan i början av 2021 och har därefter visat en svag utveckling till och med mars i år (se Figur 4). Även insatsvaruindustri har drabbats av brist på insatsvaror för sin egen produktion, vilket hållit tillbaka tillväxten.

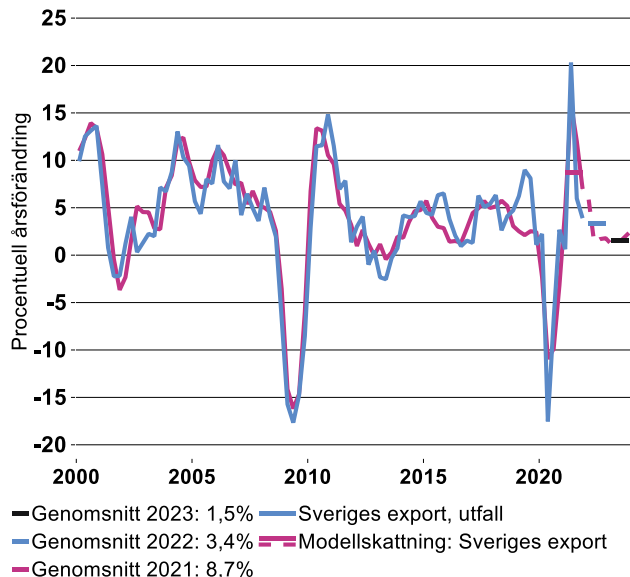
Tillverkningsindustrins exportordergång föll tillbaka under tredje kvartalet 2021, men studsade upp ordentligt under första kvartalet i år. En kraftig ökning mellan februari och mars noterades för tillverkning av icke-metalliska mineralprodukter där bland annat cementproduktion ingår. Även för motorfordonsindustrin ökade exportordergången starkt. Samtidigt låg industrins exportleveranser fortfarande under toppnivån första kvartalet förra året. Mot bakgrund av fortsatta leverans- och produktionsstörningar som nu följer av både kriget i Ukraina och nedstängningar i Kina räknar vi med att industrins leveranser kommer få fortsatta problem att möta ökad efterfrågan. Vi utgår alltså från att leveransstörningar och brist på komponenter kommer att präglade även 2022, både för teknikindustri och en rad andra industrier.

Endast ett fåtal branscher verkar ha kunnat hålla uppe produktion och export under fjolåret, exempelvis kemi- och läkemedelsindustri. Exporten av läkemedel vände åter upp förra året från och med juni, och låg i februari i år cirka 29 procent över nivån i maj förra året räknat i fasta priser. Övrig

export av kemiska produkter har ökat relativt stadigt redan från och med augusti 2020.

Under första kvartalet i år låg produktionsnivån för kemisk industri nära 20 procent högre än motsvarande kvartal förra året, enligt SCB:s Produktionsvärdeindex. Utsikterna för denna industri har emellertid också förmörkats till följd av kriget i Ukraina. Sju av tio företag inom branschen (kemi, plast- och gummi, läkemedel samt raffinaderier) upplever direkt eller indirekt påverkan genom brutna leveranser från Ryssland, Belarus och Ukraina, enligt IKEM:s konjunkturbrev från maj. Fyra av tio medlemsföretag tror att det kan bli svårt att klara den kemirelaterade produktionen i EU utan insatssvaror från de tre länderna på medellång sikt. Utöver krigets påverkan svarar 58 procent av IKEM:s medlemsföretag att deras produktion påverkas av trögheter i globala värdekedjor. Nio av tio företag räknar med olika utbudsstörande inslag i produktionen under andra kvartalet i år. Särskilt drabbas plast- och gummiföretagen av utbudsstörningar, medan läkemedelsföretag och raffinaderier förutser något mindre flaskhalsar.

Figur 5. Basalternativ: Sveriges export



Källa: CPB World Trade Monitor, SCB, Industriekonomerna

Negativa följd effekter på produktion och efterfrågan av kriget i Ukraina, inbromsning i Kina och även aggressiva räntehöjningar i USA innebär en rejäl dämpning av industrins exportmarknadstillväxt. Från att ha ökat med nära 11 procent 2021 räknar vi med en svagare tillväxt på drygt 3,5 procent i

år. Det innebär en markant inbromsning från och med årets andra kvartal, efter en relativt stark tillväxt första kvartalet på preliminärt lite över 5 procent i årstakt.

För vårt alternativscenario med avklippt import av gas från Ryssland beräknas exportmarknadstillväxten bli ännu lägre, i snitt cirka 1 procent per år 2022–2023. För Sveriges export innebär båda alternativen en fortsatt kräftgång under perioden. Då även tjänsteexporten räknas in bedöms Sveriges export öka med 3,4 procent i år och med endast 1,5 procent 2023, enligt vårt huvudscenario.

Vår prognos för Sveriges export utgår i hög grad från utvecklingen för global BNP samt kronans effektiva växelkurs enligt KIX-index (som är ett genomsnitt av kronans värde mot andra valutor viktade efter ländernas betydelse i Sveriges utrikeshandel)¹⁴.

Tjänsteexporten har också påverkats negativt av pandemin. Resetjänster för utländska besökare i Sverige har fallit kraftigt. Trots att flertalet länder släppt tidigare reserestriktioner räknar vi med att det inte direkt blir en snabb återgång till ett "normalt" inflöde av utländska besökare i Sverige i år. Trots att covid-19 inte längre betecknas som samhällsfarlig i Sverige räknar vi med en försiktig ökning av turismen. Den ovanligt höga inflationen i år i många länder och minskade realinkomster bedöms bidra till att hushåll fortsatt reser något mindre än innan pandemin.

En annan del av tjänsteexporten som däremot fått ett uppsving under pandemin är exporten av dataprogrammerings- och datakonsulttjänster samt utgivning av programvara. Tjänsteexporten totalt föll ändå kraftigt under helåret 2020 med drygt 12 procent, men återhämtade sig något under 2021, då den steg med 6 procent.

Importen har – precis som exporten – påverkats kraftigt av pandemin, särskilt under andra kvartalet 2020 i samband med minskad produktion och konsumtion. Då produktion, investeringar och konsumtion tog mer fart efter djupdykningen i början av pandemin drog det upp importen. Importvolymen av varor har följt den starka uppgången för varuexporten från andra halvåret 2020 och steg ytterligare under fjärde kvartalet 2021 (se Figur 6). Under förra året steg importen med hela 9,4 procent och

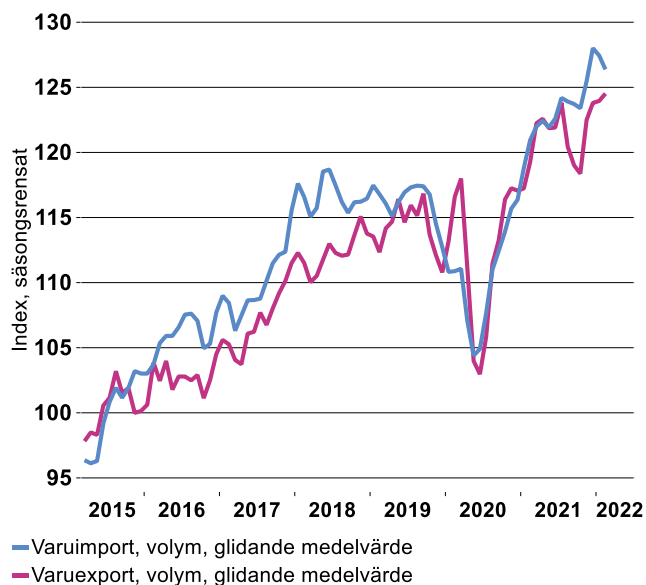
¹⁴ Se vidare Riksbanken om metoden för beräkningen.

exporten med 7,5 procent, vilket innebär att nettoexporten bidrog negativt till BNP-tillväxten med 0,4 procentenheter.

Vi räknar med att efterfrågan på importerade insats-, investerings- och konsumtionsvaror kommer att mattas av i år och utvecklas ungefär lika svagt som exporten. I början av året (januari-februari) märks redan en tendens till avmattning för varuimporten räknad i fasta priser (se Figur 6).

Importen av tjänster bedöms öka något starkare än varuimporten. Det innebär att nettoexporten totalt sett påverkar Sveriges BNP-tillväxt i liten grad i år, med 0,1 procentenhet. Däremot räknar vi med ett starkare bidrag nästa år på 0,3 procentenhet då exporten väntas öka något snabbare än importen. Det hör samman med att investeringar, främst inom byggverksamhet, bedöms falla nästa år och dra ned efterfrågan på importerade insats- och investeringsvaror.

Figur 6. Importen väntas falla från hög nivå



Källa: SCB (SPIN), Macrobond

Ännu ett bakslag för hushållens konsumtion

Sedan sommaren 2021 har hushållens konsumtion gradvis "normaliserats" genom ökad tjänstekonsumtion. Då restriktioner som hämmat konsumtion inom framför allt hotell, restaurang, resande, kultur och nöjen gradvis tagits bort har tjänstekonsumtionen börjat återhämta sig. Ökad smittspridning i vintras ledde ändå till bakslag för främst hotell och restaurang till följd av nya restriktioner som infördes mot slutet av 2021 och i början av 2022. Ändå bidrog ett uppsving för konsumtionen inom fritid och underhållning

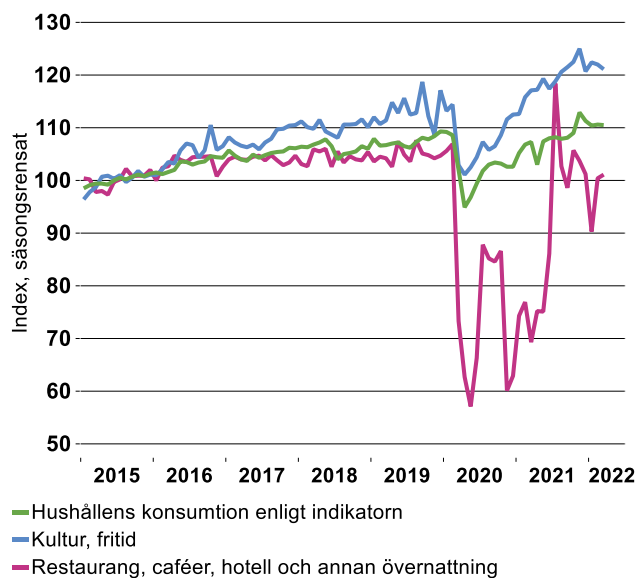
till en stark konsumtion under fjärde kvartalet i fjol (se Figur 7).

Först efter att i stort sett samtliga restriktioner släpptes den 9 februari i år ljusnade utsikterna åter för tjänstekonsumtionen. Konsumtionen inom hotell och restaurang låg ändå under pre-coronanivån i mars i år, drygt 5 procent lägre än i februari 2020 (se Figur 7). Vi noterar också att konsumtionen av möbler, hushållsutrustning och inredningsartiklar började minska under första kvartalet i år, och låg i mars cirka 4 procent under nivån i februari 2020. Denna typ av konsumtion fick ju ett uppsving under pandemin, i samband med ökat hemarbete och även "hemestrände" och ökad satsning på att rusta upp egna hem. Nu ser alltså den effekten ut att ha klingat av.

Hushållens konsumtion under första kvartalet i år minskade med 0,5 procent från fjärde kvartalet i fjol, säsongsrensat, enligt SCB:s månadsindikator för konsumtionen.

Inom detaljhandeln hade ännu i februari inte sko- och beklädnadshandel respektive bokhandel kommit tillbaka till försäljningsnivåer som rådde i början av 2020. Det är möjligt att en del av den tröga återhämtningen beror på att e-handeln tagit över en del av försäljningen i butik. E-handeln fick ett kraftigt lyft under pandemin medan butikshandeln påverkades hårt av social distansering och restriktioner. Vi räknar ändå med att butikshandeln kommer återhämta sig mer framöver från den tidigare nedtryckta försäljningsnivån.

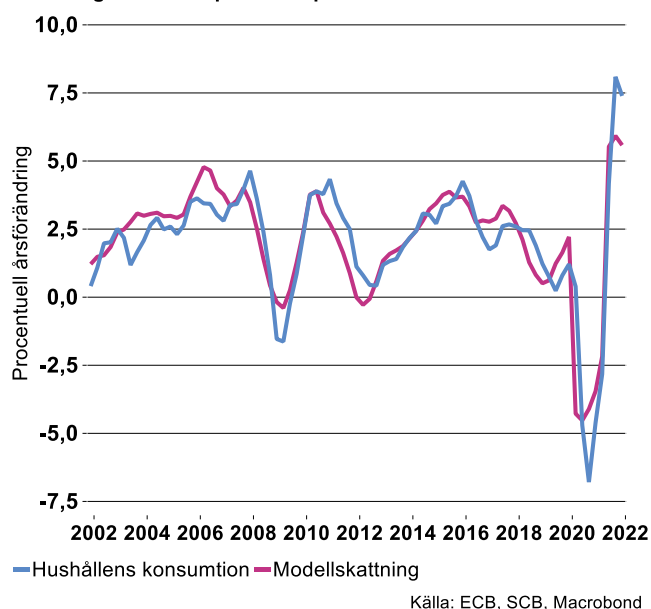
Figur 7. Konsumtion som drabbats kommer på fötter



Källa: SCB (konsumtionsindikatorn)

Mer varaktigt högre energi- och drivmedelspriser som spiller över på fler konsumentpriser som livsmedel med mera, kan väntas inverka dämpande på konsumtionen i år. Till det kan läggas att Riksbanken börjat höja styrräntan i april i år, vilket påverkar bolåneräntor uppåt. Dessutom kan synen på vad räntehöjningar kommer att innebära för hushållens kapitaltillgångar samt bostadspriser inverka negativt på hushållens konsumtion. Det finns ett historiskt starkt samband mellan utvecklingen för hushållens finansiella tillgångar samt fastighetspriser och utvecklingen för hushållens konsumtion. Figur 8 visar en modellskattning av detta samband.

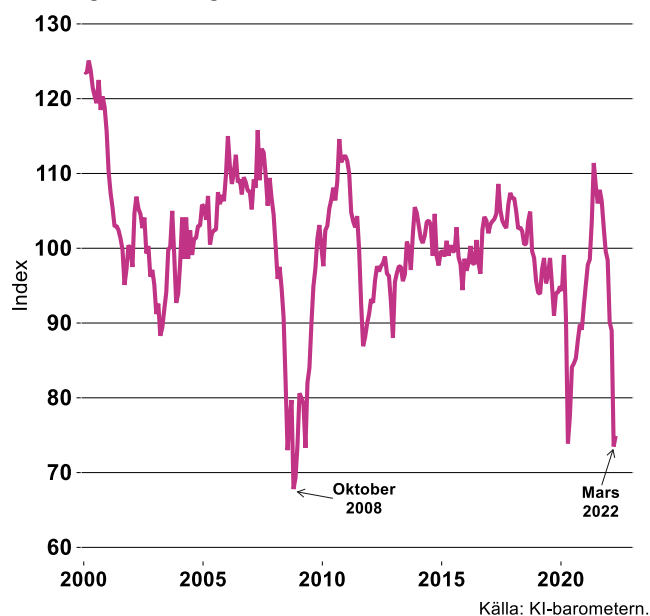
Figur 8. Stark påverkan på hushållens konsumtion



Mycket talar för att de snabbt förändrade förutsättningarna i ekonomin i år ligger bakom att hushållens konfidensindikator föll kraftigt i mars enligt KI:s barometer. Nedgången var till och med större än i början av finanskrisen 2008. Förtroendet föll i samband med att hushållen nu förväntar sig en ännu högre inflation framöver och dessutom högre bolåneräntor. Det innebär ett abrupt trendbrott i hushållens uppfattning om utsikterna för sin egen ekonomi, vilket vi räknar med kommer att påverka deras konsumtion framöver, det vill säga i mer återhållsam riktning. Efter det kraftiga fallet i mars steg hushållens konfidensindikator marginellt i april (se Figur 9), vilket pekar på ett fortsatt mycket svagt stämningsläge. Den 28 april annonserade Riksbanken dessutom att styrräntan höjs från noll till 0,25 procent. Att höjningen kom redan i april och att Riksbanken nu tydligt flaggar för fler räntehöjningar

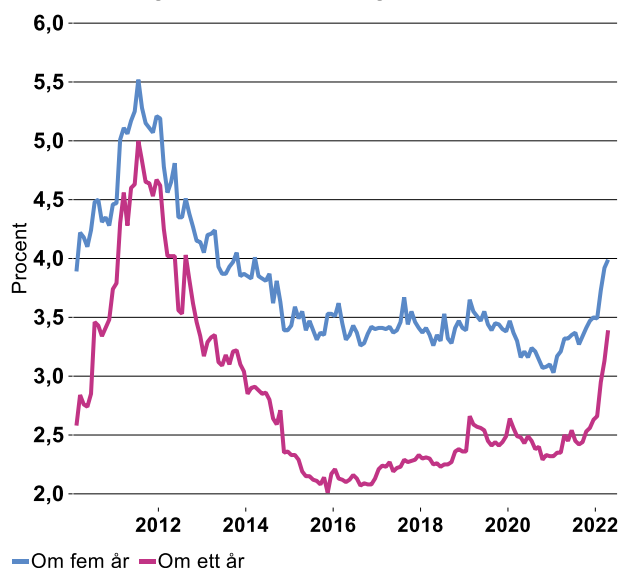
kan fortsatt komma att dämpa stämningsläget bland hushållen. Riksbankens prognos indikerar att reporäntan kommer att höjas ytterligare två till tre gånger i år och att den ligger något under 2 procent andra kvartalet 2025.

Figur 9. Kraftigt fall i hushållens konfidensindikator



Hushållens förväntningar på 3-månaders bostadsränta steg ytterligare i april (se Figur 10). Dessa förväntningar noterades i KI-barometern innan hushållen kände till att Riksbanken faktiskt skulle börja höja reporäntan så tidigt som i april.

Figur 10. Förväntad rörlig bolåneränta

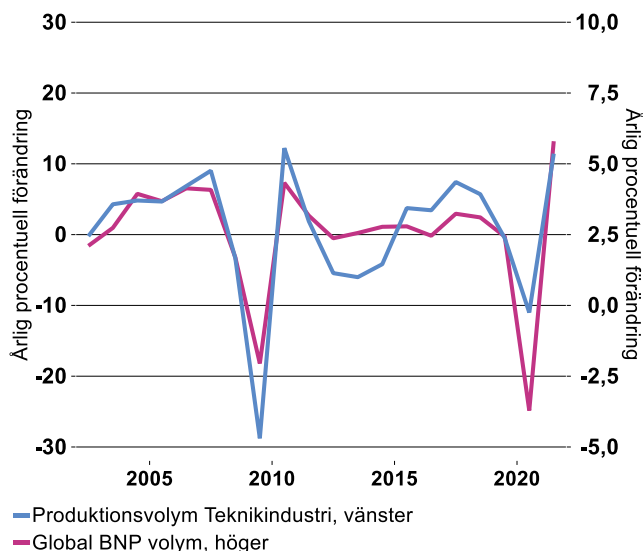


Hushållens reala disponibelinkomst beräknas falla i år med 0,5 procent, då konsumentpriserna¹⁵ stiger mer än disponibelinkomsten ökar. Vi räknar med att hushållen kommer välja att dra ned på sitt sparande för att ändå hålla uppe konsumtionen relativt väl. Dess ökningstakt dämpas till 2,8 procent i år, enligt vår prognos. Nästa år ökar den reala disponibelinkomsten svagt och trots en ytterligare nedgång i sparandet som andel av disponibel inkomst bedöms konsumtionen öka ännu svagare än i år, med 1,9 procent.

Sveriges industri

Som noteras i Figur 11 följer produktionstillväxten för Sveriges teknikindustri tillväxten i global BNP. Sveriges marknad är begränsad och teknikindustrins exportberoende är högt. Volatiliteten för produktionstillväxten i Sveriges teknikindustri är dock hög jämfört med global BNP. Det behövs inte mycket till låg global tillväxt för att produktionsvolymen ska avta kraftigt och vice versa. Vi räknar med en global BNP-tillväxt i år på 2,5 procent som växlar ner till 1,7 procent nästa år. Teknikproduktion i Sverige förväntas sammantaget öka med två procent i år. Nästa år förväntas produktionstillväxten visa nolltillväxt.

Figur 11. Global BNP och produktionsvolym teknikindustri Sverige.



Källa: SCB, Världsbanken

Industriproduktionen sammantaget i Sverige förväntas öka med två procent i år. Förutom en inbromsning i global

ekonomisk tillväxt påverkas också Sveriges industri negativt av problemen vad gäller Sveriges cementförsörjning. Flera sektorer i industrin utöver teknikindustri är beroende av Sveriges byggindustri. Vi räknar därmed med att industriproduktionen sammantaget minskar med två procent år 2023.

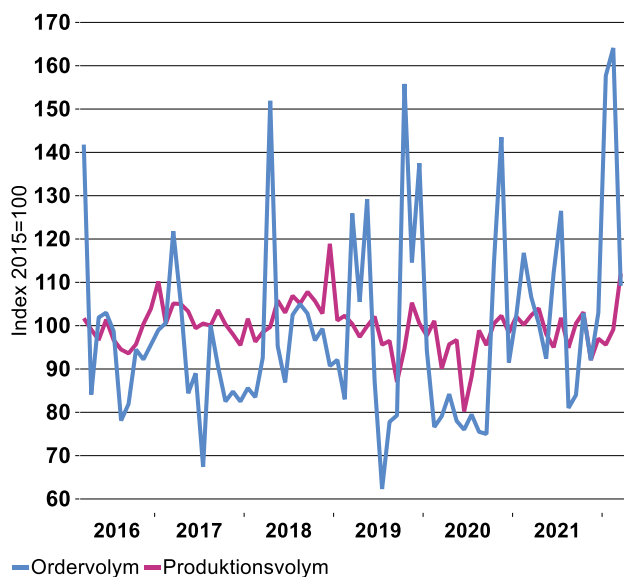
Ett litet ljus

Produktionstillväxten i Sveriges eltekniska industri, dvs. tillverkare av elmaskiner- och elapparat, är volatil. Den energitekniska delbranschen dominerar och här återfinns vanligtvis affärskontrakt som löper under en längre tidsperiod som är betydligt längre än genomsnittet för teknikindustri i Sverige. Produktionsvolymen kan minska i ganska hög omfattning, 5–20 procent eller mer från ett kvartal till ett annat, för att öka lika mycket vid ett senare tillfälle. Sättet att mäta produktionen baseras på leveransvolym, vilket kan innebära att slutleveranser slår igenom i produktionsvolymen, därav månader med hög produktionsnivå som kan följas av en abrupt minskning. Orderingången visar än större volatilitet än produktionen. Det är ofta stora order av karaktären infrastruktur och som alltså kan löpa under flera år som delvis förklarar detta fenomen.

Just nu är orderläget påfallande starkt. Hälften av företagen i Teknikföretagens kvartalsvisa konjunkturundersökning anser orderstocken som större än normalt och endast vart tionde företag anser den som mindre än normalt. Vi får backa till år 2006 för att finna motsvarande positiva siffror. Orderingången har ökat kraftigt de senaste månaderna. Därutöver behöver vi knappast påminna om att batteritillverkning återfinns inom elteknisk industri. Vi räknar med att tillverkare av elmaskiner och elapparat blir ett litet ljus i en i övrigt osäker och mörk värld 2022–2023. Produktionsvolymen förväntas öka med fem procent i år, men tilltar till en ökning på tio procent 2023, bland annat som följd av en tilltagande batterieffekt.

¹⁵ Här används den s.k. konsumtionsdeflatoren (skillnaden mellan hushållens konsumtion i löpande och fasta priser) för att beräkna disponibelinkomsten i fasta priser.

Figur 12. Elmaskiner och elapparatur



Källa: SCB

Inget anmärkningsvärt

Sveriges maskinindustri har också lyckats visa en påfallande stark tillväxt det senaste året. Produktionsvolymen ökade med 12,7 procent år 2021 som följd av en låg jämförelsenivå genom coronaåret dessförinnan. Leveransvolymen till Sverige och till exportmarknaden har utvecklats lika starkt sedan återhämtningen efter corona hösten 2020. Under det första kvartalet i år noteras dock att produktionsnivån preliminärt inte ökat jämfört med sista kvartalet i fjol.

Maskinindustrin är cyklisk. Uppsvinget i den internationella efterfrågan på investeringsvaror och i Sverige efter corona går nu mot sitt slut. Stigande kapitalkostnader och en mättnad hos kunderna efter den senaste uppgången i efterfrågan talar för att uppsvinget är över som så många gånger förr. Omfattande investeringsprojekt i Sverige rullar på i år, men klingar av under nästa år. Produktionen för Sveriges maskinindustri bedöms öka med fem procent i genomsnitt i år för att minska med två procent nästa år. Detta är inget anmärkningsvärt utan ett ganska normalt förlopp för den cykliska maskinindustrin. Den mycket begränsade andel i maskinindustrin som riktar sig mot Sveriges byggsektor har med den information som råder just nu inte direkt något positivt att se fram emot som följd av en förväntad cementbrist.

Om nu produktionstillväxten fram till årsskiftet 2021/2022 för Sveriges maskinindustri varit stark för att därefter tappa tempo första kvartalet i år har produktionstillväxten för

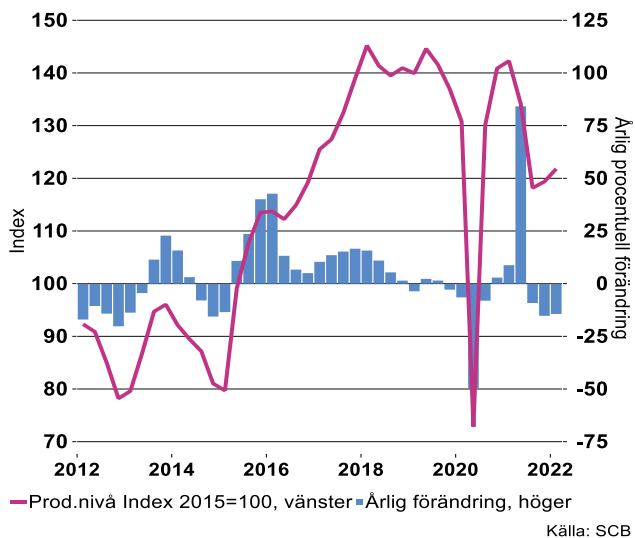
Sveriges motorfordonsindustri knappast visat samma trevliga förlopp. De nu välbekanta komponentstörningarna för fordonsindustrin i Sverige och globalt började på allvar under första kvartalet i fjol. Därefter har produktionsvolymen för Sveriges fordonsindustri minskat i betydande omfattning. Mellan första kvartalet och tredje kvartalet förra året minskade den med hela 19,4 procent för att mellan fjärde kvartalet förra året och till och med första kvartalet i år i genomsnitt öka något.

Som vi också nämnt ovan är suget efter fordon för personbefordran inte speciellt starkt. För hushållen som har dålig utveckling av reala disponibla inkomster att se fram emot och stigande räntekostnader, är inte motorfordon det man kommer prioritera. Undantag finns alltid för enskilda hushåll eller för speciella modeller. Exempelvis ökade leveranserna av ett batterifordon för ett icke namngivet teknikföretag med 510 procent eller till 61 stycken under första kvartalet i år, jämfört med tio stycken första kvartalet förra året. Speciella fordon lär fortsätta att öka starkt ett tag till.

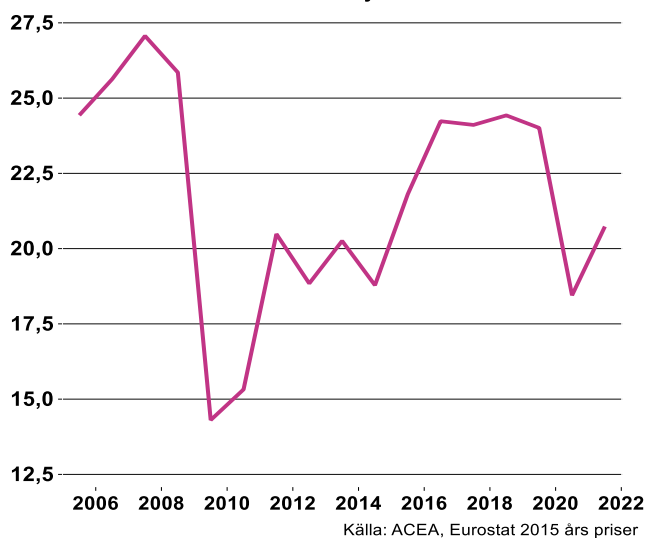
Efterfrågan på kommersiella fordon möter för närvarande ett tillfälligt ökat behov efter ett svagt år i fjol, särskilt i Europa. Detta är av stor vikt för Sverige då merparten av vår export är ämnad för just detta område. Vi räknar dock med att denna efterfrågan ändå inte kommer bli speciellt hög utan hamnar lite under normalnivån 290 000 enheter i år vilket visserligen är en ökning jämfört med förra året. Nästa år förväntar vi oss att försäljningen ligger kvar på denna nivå. Det är sällan försäljningen av tunga fordon hamnar över 22 fordon per 1000 Mdr BNP volym (2015 års priser) inom EU. Det är ännu inte dags för det mot bakgrund av den begränsade sammantagna ekonomiska tillväxten i EU/EMU under både 2022 och 2023.

Tragglar störningar på men blir hanterbara räknar vi med nolltillväxt för produktionen i Sveriges motorfordonsindustri i år. Andra halvåret skulle då visa en liten återhämtning efter ett dåligt första halvår. Nästa år förväntas produktionen minska med begränsade en procent som en följd av knapp styrfart för global ekonomisk tillväxt.

Figur 13. Produktionsvolym motorfordon. Sverige



Figur 14. Antal sålda tunga lastvagnar EU per 1000 Mdr BNP volym och år



Av namnet att döma är metallvaruindustrin den delbransch i teknikindustri som använder mest stål och metaller. Råvarorna omformas till allehanda insatsvaror för att främst försörja Sveriges maskin- och fordonsindustri och i någon mån övriga teknikbranscher. Insatsvaror uppgår till närmare två tredjedelar av branschens försäljning. Övriga produkter vänder sig direkt till byggsektorn eller till hushåll i form av insats-, investerings- eller konsumtionsvaror. Metallvaruindustrin plågas för närvarande av nära explosionsartade prisökningar på ingående råvaror. Detta har medfört prisökningar i metallvaruindustrin av sällan skådat slag. Alla prisökningar på råvaror har inte kunnat föras över på kund eller trollats bort genom produktivitetsökning vilket skapar press på vinstmarginaler.

Då exportandelen är låg jämfört med andra delbranscher i teknikindustri är produktionsutvecklingen för metallvaruindustrin beroende av tillväxten i maskin-, fordons- och byggindustrin i Sverige. Vi räknar alltså med att maskinindustrin går in i en avmattning och att komponentförsörjningen för fordonsindustrin inte är under full kontroll. Produktionen ökar måttligt och i häradet av sammantagen tillväxt för Sveriges maskin- och fordonsindustri i år, med tre procent. Som extra allt har vi därutöver att cementförsörjningen och därmed byggaktiviteten i Sverige svävar under hög osäkerhet. Med den information vi har i dagsläget innebär detta ett negativt bidrag från byggsektorn, vilket medför att produktionen för metallvaruindustrin sammantaget minskar med fyra procent nästa år.

Basindustrin

Basindustrin utgörs av skogsindustrin, stål- och metallindustrin, gruvindustrin och delar av jord- och stenvaruindustrin. Skogsindustrin är den klart största delen av basindustrin, därefter kommer stål- och metallindustrin. Basindustrin utgör cirka 20 procent av tillverkningsindustrins förädlingsvärde.

Skogsindustrin har gått bra under senare år

Efter det inledande akuta läget av pandemin, när allt stannade upp, har skogsindustrin utvecklats relativt väl. Branschen tillhör den delen av näringslivet som upplevde en ökad efterfrågan till följd av en expansiv politik och ett ökat hemmafokus när olika restriktioner infördes. Exempelvis ökade bostadsinvesteringar och bygghandeln relativt starkt i både Sverige och USA, vilket har varit positivt för branschen. Några stora produktionsökningar har det dock inte varit, även om sågverken slog produktionsrekord under 2021. I stället har den höga efterfrågan medfört att priserna har stigit snabbt. Detta resulterade i att exportvärdet för svenska trävaror ökade med i genomsnitt sex procent 2020 jämfört med 2019. Och hela 40 procent under 2021.

Som en följd av den ökade e-handeln under pandemin steg även de svenska pappers- och kartongbrukens produktion och leveranser av förpackningsmaterial. Grafiskt papper fortsatte däremot sin kräftgång kopplat till mindre efterfrågan på kontors- och reklampapper samt papperstidningar. Som en följd av minskad efterfrågan

framför allt på grafiskt papper har pappersproduktion samt antalet pappersmaskiner i bruk minskat eller stängts ned.

I spåren av sanktioner mot Ryssland

På grund av kriget i Ukraina råder nu en viss oro och ett högt tryck på trävarumarknaden. Ryssland är världens största exportör av trävaror, och utbudet av trävaror därifrån kommer nu att minska. I spåren av sanktioner och handelsbegränsningar spås importen till Europa minska med cirka 10 miljoner kubikmeter på årsbasis, vilket motsvarar cirka 10 procent av den europeiska konsumtionen. Det skapar en stor osäkerhet för europeiska konsumenter när etablerade kontrakt och handelsmönster behöver ses över.

Men ur ett större perspektiv är Europa som helhet en nettoexportör av trävaror med 25 miljoner kubikmeter per år. Detta motsvarar alltså mer än dubbelt så stor volym som den som faller bort på grund av sanktionerna mot Ryssland. Sannolikt kommer trävarumarknaden åter i balans fram mot hösten. Avgörande är hur viktiga exportmarknader utvecklas samt hur stora störningar det blir på logistikmarknaden.

Svensk skogsindustri begränsas

Inom svensk skogsindustri är kapacitetsutnyttjandet högt varför endast en mindre produktionsökning kan väntas under kommande år. Utbyggd kapacitet tar tid och är kostsam. Investeringar bromsas dessutom av osäkerhet kring om efterfrågan långsiktigt kommer att vara hög. Ett oklart politiskt läge för den svenska skogsindustrin, bland annat kopplat till tillgången till skogsråvara, är också en broms. Det finns en oro för konsekvenserna av den konflikt som finns om hur balansen mellan produktion och naturvård ska se ut i svenska skogar.

Stigande priser även hos stål- och metallindustrin

Redan innan pandemin bröt ut minskade aktiviteten i stål- och metallindustrin till följd av svagare efterfrågan inom många stålkonsumerande branscher. Framförallt föll orderingången och produktionen under andra halvan av 2019. I början av 2020 förbättrades läget något och under inledningen av pandemin bibehölls efterfrågan till följd av att kunder fyllde på sina lager för att skydda sig mot eventuella leveransavbrott. Branschen drabbades sedan av kraftiga efterfrågebortfall när bland annat bilindustrin tvingades stänga ner sin produktion i flera länder. I juli 2020 hade produktionen hos företagen inom den svenska stål- och metallindustrin minskat med cirka 20 procent jämfört med i

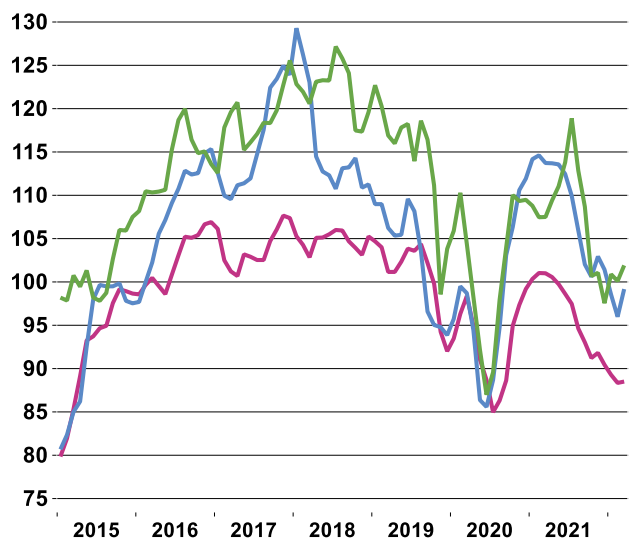
januari. Branschen påverkas i stor utsträckning av utvecklingen i EU, som är den största marknaden för svensk stålindustri och där Tyskland är det största mottagarlandet. En svag tysk fordonsindustri drabbar därför branschen hårt. I takt med att pandemins initiala effekter på den globala ekonomin dämpades tog varuproduktionen återigen fart i många länder och stål- och metallindustrin kunde växla upp. Orderingången och exportvärdet utvecklades starkt under andra halvan av 2020 och mot slutet av året var produktionen tillbaka på de nivåer som rådde precis innan pandemin. En stark återhämtning i Kina, som står för över hälften av världens stålkonsumtion, bidrog även till att den globala efterfrågan på stål hölls uppe under 2020.

Under 2021 utvecklades produktionen inom stål- och metallindustrin inledningsvis positivt men har sedan i mars 2021 försvagats. Global brist på halvledare har tvingat stora inhemska fordonstillverkare som Volvo och Scania att inskränka produktionen vid upprepade tillfällen, vilket i sin tur påverkar stålltillverkare som levererar till fordonsindustrin. Under andra kvartalet i år har produktionsstörningar för fordonsindustrin i Sverige fortsatt.

Liksom inom skogsindustrin steg exportpriserna kraftigt under 2021 och inledningen av 2022 vilket bidragit till höga exportvärden för stål- och metallindustrins produkter.

Framöver väntas utbudsproblemen gradvis spela allt mindre roll för utvecklingen. I stället väntas efterfrågan vara alltmer drivande för produktionen. Det finns en risk för att efterfrågan under hösten och framåt blir tydligt svagare än i dagsläget (se Figur 15).

Figur 15. Svängig utveckling i stål- och metallindustrin



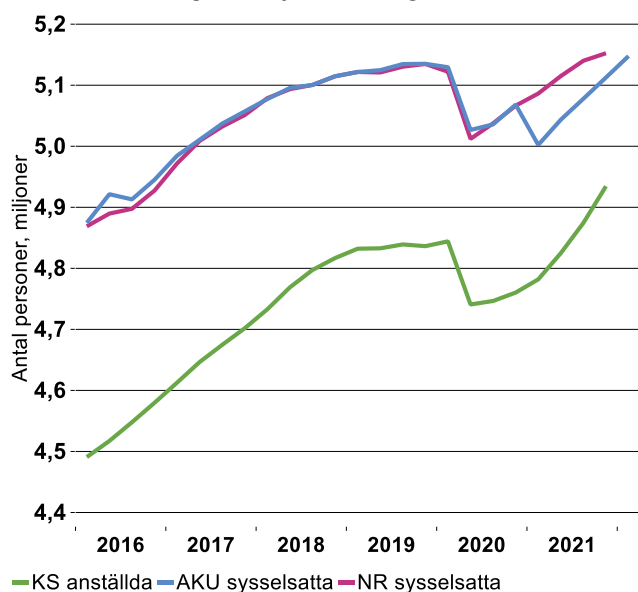
Källa: Statistics Sweden (SCB) och Macrobond

Svensk arbetsmarknad:

Fler sysselsatta under 2021 och i början av 2022

Olika statistikällor visade på en uppgång i sysselsättningen under förra året. Enligt nationalräkenskaperna (NR) var sysselsättningen i slutet av 2021 nästan tillbaka på samma nivå som i slutet 2019, medan antalet anställda enligt den kortperiodiska sysselsättningsstatistiken hade ökat med 2,5 procent eller med drygt 120 000 personer under samma period (se Figur 16).

Figur 16. Sysselsättningen ökar



Källa: Statistics Sweden (SCB) och Macrobond

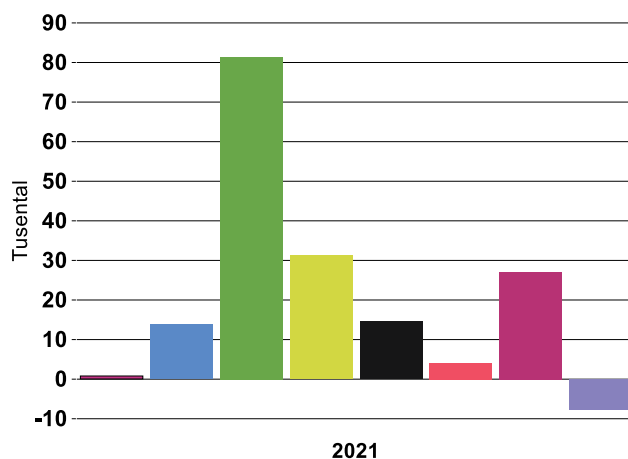
Enligt AKU:s kvartalsdata dröjde det till första kvartalet i år innan sysselsättningstappet var återhämtat. Mellan det första kvartalet i år och första kvartalet förra året, då botten var enligt AKU, ökade sysselsättningen med cirka 145 000 personer. Månadsstatistiken visar på en stark ökning i slutet av förra året och i början av detta år. En stark real utveckling under 2021, borttagna restriktioner och förväntningar om fortsatt god utveckling förklarar den snabba ökningen. I mars minskade sedan sysselsättningen med cirka 20 000 personer från föregående månad, säsongsrensats. Månadsförändringar ska dock tas med en nypa salt givet att bland annat säsongsrensningen är relativt skakig.

Företagstjänster ökade starkt

Sysselsättningen har utvecklats olika i olika branscher. Enligt KS-statistiken föll sysselsättningen i industrin och tjänstesektorn i början av pandemin för att från andra kvartalet 2021 börja att stiga. I slutet av förra året var industrins sysselsättning tillbaka ungefär på nivån innan pandemin, medan sysselsättningen inom tjänstesektorn var högre (se Figur 17).

Figur 17. Stark uppgång av företagstjänster

Ökning q4 2019-q4 2021, antal, KS-statistik



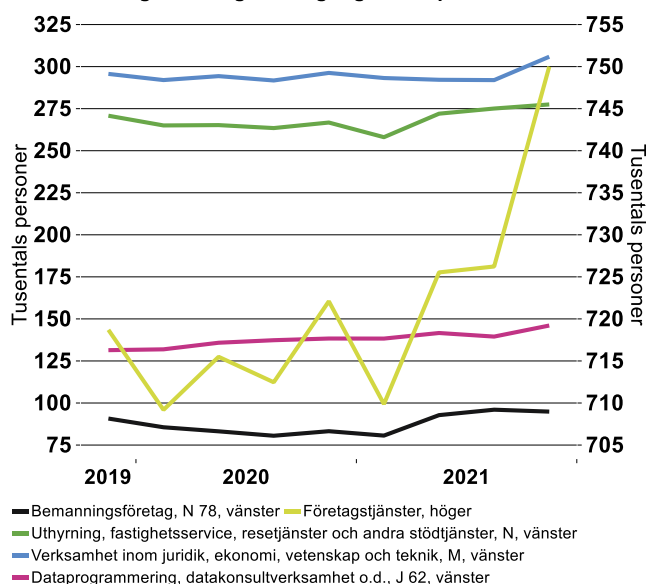
■ Industrin ■ Bygg ■ Tjänster ■ Företagstjänster
■ Dataprogrammering, konsulting, etcetera
■ Bemanningsföretag, N 78 ■ Handel ■ Hotel och restauranger

Källa: Statistics Sweden (SCB) och Macrobond

Den relativt hyfsade utvecklingen inom industrin kan kopplas till att företagen kunde behålla stora delar av personalstyrkan under de värsta krismånaderna av pandemin tack vare systemet för korttidspermitteringar. Den snabba återhämtningen för exportindustrin ledde dessutom till ett ökat anställningsbehov redan mot slutet av 2020.

Hotell och restaurangbranschen drabbades däremot hårt av krisen, och där har sysselsättningen fortfarande inte återhämtat sig.

Figur 18. Ingen nedgång under pandemin



Källa: Statistics Sweden (SCB) och Macrobond

Inom handeln och bygg var det aldrig något direkt fall i sysselsättning bortsett från det vanliga säsongsmönstret inom handeln. En annan del av tjänstesektorn där det sammanlagt inte skedde ett fall i sysselsättningen under pandemin var företagstjänsterna (se Figur 18). Här har sysselsättningen sedan slutet av 2019 ökat med drygt 30 000 eller med drygt fyra procent. En stor del av ökningen drevs av fler dataprogrammerare, konsulter och sysselsatta inom juridik, ekonomi, vetenskap och teknik. Sysselsatta på bemanningsföretag minskade dock kraftigt under pandemin för att från början av 2021 öka snabbt. Att anställda på bemanningsföretag ökat så tydligt skulle kunna vara relaterat till en osäkerhet om den framtida utvecklingen och en ovilja att ta på sig mer fasta kostnader. Vi har också noterat i våra löpande nyhetsbrev¹⁶ att produktionen inom företagstjänster fick ett uppsving under andra halvåret 2020 i samband med ökad efterfrågan på industriprodukter. Tjänsteleveranser utgör integrerade delar av industrins produktion, vilket också märks på produktion och sysselsättning inom industrinära tjänster då efterfrågan på industrins produkter svänger upp eller ned med konjunkturen.

Vakanser – brister – anställningsplaner....

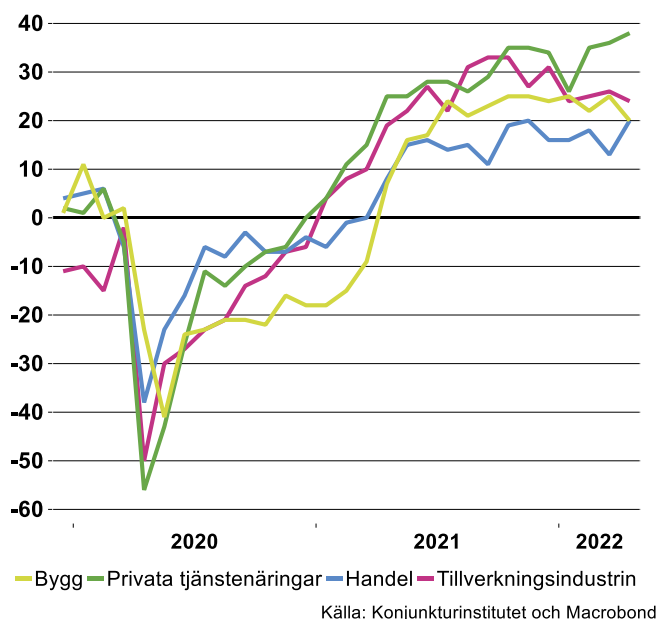
Blickar vi framåt ser det på kort sikt starkt ut. Några tydliga spår av det pågående kriget i Ukraina kan ännu inte noteras i data från AKU eller Arbetsförmedlingen. Antalet nyanmällda och kvarstående lediga jobb för mars var kvar på väldigt höga nivåer och antalet kvarstående lediga jobb ökade med drygt 7000 och uppgick till nästan 160 000. Låga antal varsel även i början av detta år indikerar också att arbetsmarknaden utvecklas starkt. Utmaningarna hittills verkar snarast ha varit för företagen att få tag på personal med rätt kompetens. Vakansgraden är till exempel historiskt hög, vilket liksom tidigare tyder på matchningsproblem på arbetsmarknaden.

Inte heller i Konjunkturinstitutets barometer från april finns tecken på någon markant avmattning på arbetsmarknaden, trots att denna data är framåtblickande. Liksom tidigare visar barometern på positiva anställningsplaner under de tre kommande månaderna i hela näringslivet. Utvecklingen sedan förra barometern spretar (se Figur 19). En övervägande andel av företagen inom tillverkningsindustrin anger dessutom att de har brist på arbetskraft. Allt fler inom handeln och privata tjänstenäringsar anger också att de har brist på arbetskraft.

Arbetsmarknaden brukar förvisso reagera på konjunkturen med en viss eftersläpning, men vid en så stor chock till ekonomin som kriget i Ukraina innebär hade man kunnat förvänta sig en något snabbare effekt.

¹⁶ Se Teknikföretagen.se under Ekonomisk analys.

Figur 19. Anställningsplaner fortsatt positiva



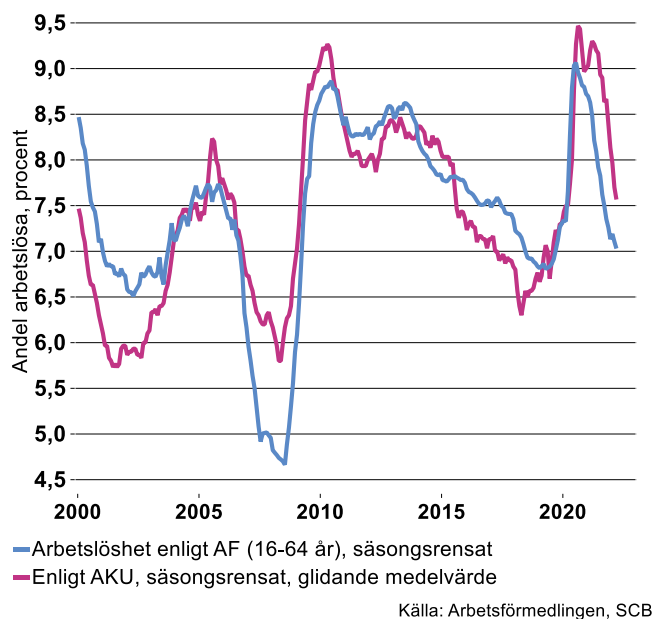
Trög utveckling under 2023

Givet fallet i BNP-tillväxten under första kvartalet i år och sedan en relativt svag BNP-tillväxt under resten av året finns risk för en svag utveckling av sysselsättningen. Samtidigt är anställningsplanerna relativt höga. I genomsnitt bedöms därför sysselsättningen ändå öka relativt hyfsat, med 1,9 procent 2022. Under 2023 väntas dock sysselsättningen öka endast svagt, med 0,3 procent. Den svaga utvecklingen beror bland annat på cementkrisen och en allmänt svagare internationell tillväxt. Detta innebär att det kommer vara ungefär 50 000 fler sysselsatta i slutet av 2023 jämfört med slutet av 2019, enligt NR-statistiken.

Arbetslösheten föll under 2021

Den snabba återhämtningen i realekonomin medförde att arbetslösheten föll snabbt under 2021 liksom i början av detta år. I mars ökade arbetslösheten enligt AKU något och uppgick till 7,6 procent säsongsrensad, att jämföra med 7,3 procent i februari. Utfallet innebär fortfarande en tydlig nedgång jämfört med i januari 2021 då den uppgick till 8,1 procent. Det innebar att cirka 454 000 personer var arbetslösa i mars, ej säsongsrensad. Statistiken från AKU och Arbetsförmedlingen blev därmed lite mindre samstämmig, då den senare för mars visade på en marginell nedgång av arbetslösheten till 7,0 procent säsongsrensad (se Figur 20).

Figur 20. Arbetslösheten faller, men förblir relativt hög



Trots det förbättrade konjunkturläget och fallet i arbetslösheten har långtidsarbetslösheten ökat under det senaste året. Ny data tyder även på att andelen personer som varit utan arbete i minst tolv månader ökade i april. Andelen av de arbetslösa som varit arbetslösa i sex, tolv och 24 månader är därmed fortsatt betydligt högre än innan pandemin. Nästan 50 procent av de arbetslösa har varit det i åtminstone tolv månader och nästan 30 procent av de arbetslösa har varit utan arbete i över 24 månader. Att vi kliver in i nästa kris med en så hög långtidsarbetslöshet ökar risken för att arbetslösheten fastnar på en hög nivå. Det är inte bra.

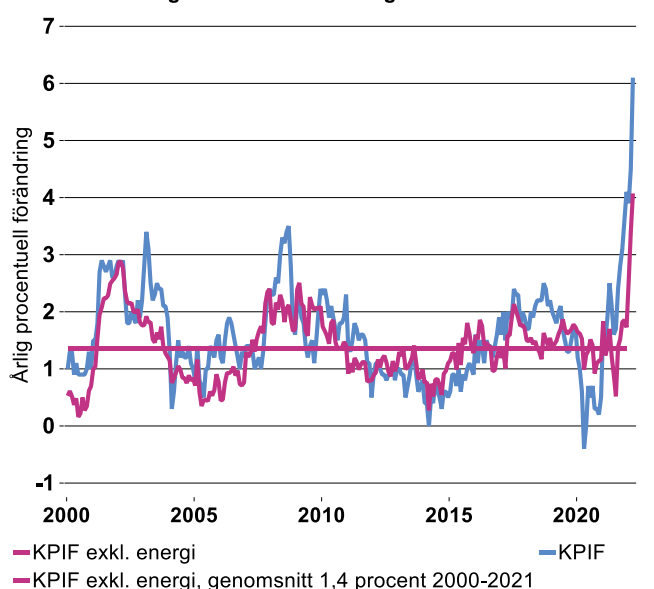
Något lägre arbetslöshet

Den genomsnittliga arbetslösheten uppgick till 8,8 procent under 2021. I genomsnitt räknar vi med att arbetslösheten i år uppgår till 7,5 procent och nästa år 7,4 procent. En relativt snabb ökning i sysselsättningen i år och en mindre ökning i arbetskraften förklarar nedgången i arbetslösheten 2022. En tydligt svagare ekonomisk utveckling under nästa år väntas leda till att andelen arbetslösa i princip inte fortsätter att minska.

Inflationen hög, men faller tillbaka på sikt

Inflationen i Sverige steg under 2021 och från augusti förra året började inflationen enligt KPIF (Konsumentprisindex med fast ränta) överstiga inflationsmålet på 2 procent. Uppgången tog ytterligare fart i år och KPIF uppgick i mars till 6,1 procent. Uppgången drivs i stor utsträckning av ett antal utbudschocker där stigande energipriser är det som haft klart störst betydelse. Elpriser och drivmedelspriser i Sverige drivs till betydande del av skeenden i omvärlden vilket för närvarande handlar om kriget i Ukraina, men även väderfenomen både i och utanför Sverige spelar roll. Inflationstakten exklusive energi uppgick i mars till 4,1 procent, vilket avviker markant från de senaste 21 årens genomsnitt på 1,4 procent (se Figur 21). Det innebär att även de indirekta effekterna nu är omfattande. Sannolikt är långt mer än halva inflationen kopplad till stigande energipriser. Bedömningen är att energipriserna inte fortsätter att öka lika snabbt som under det senaste året, och därmed klingar av efter hand liksom de indirekta effekterna. Detta medför att inflationen faller tillbaka framöver. Under 2022 väntas KPIF inflationen uppgå till drygt fem procent och under 2023 till 2,4 procent.

Figur 21. Inflationen stiger mer brett



Källa: SCB, Macrobond

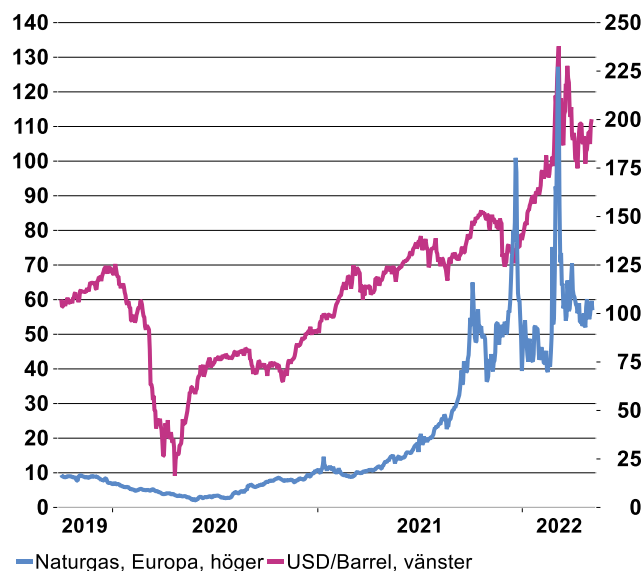
Gigantiska prisökningar på energi

Vid årsskiftet 2021 stängdes kärnreaktorn Ringhals 1 ned. Detta tillsammans med otillräcklig överföringskapacitet från

norr till söder i Sverige medför att elpriserna i södra Sverige allt oftare samvarierar med elpriserna i exempelvis Tyskland, istället för med priserna i norra Sverige. Elmarknaderna i hela norra Europa är väderberoende, då det där finns mycket vindkraft. När det blåser dåligt i exempelvis Tyskland produceras el med hjälp av naturgas. Eftersom elpriset bestäms via så kallad marginalprissättning, där det dyraste kraftslaget avgör priset, blir det därmed i många fall naturgaspriset i Europa som är styrande. Naturgas finns även i andra delar av världen. Då marknaderna är segmenterade kan prisbilden på naturgas skilja sig åt i olika delar av världen.

Priset på drivmedel påverkas av produktionskostnaderna, moms och punktskatter. Införandet av reduktionsplikten som styr mot en ökad inblandning av biodrivmedel och en utfasning av den fossila råoljan i produktionen av bensin och diesel är en faktor som bidragit till stigande drivmedelspriser. Detta följer av att biodrivmedel är dyrare än bensin och diesel. Olja är dock en fortsatt viktig insatsvara, varför drivmedelspriserna i Sverige främst styrs av det internationella oljepriset.

Figur 22. Stora fluktuationer i energipriser



Källa: Energy Information Administration (EIA), Intercontinental Exchange (ICE)

Under 2021 steg priset på naturgas och olja gradvis vilket redan då var relaterat till geopolitik, väderfenomen och spekulationer (se även det globala avsnittet). I samband med Rysslands invasion av Ukraina tog priserna sedan ytterligare ett ordentligt kliv upp (se Figur 22). Osäkerheten var stor om utbudet av Ryssland gas och olja skulle försvinna från marknaden och i vilken utsträckning efterfrågan på rysk

gas och olja skulle falla till följd av bland annat sanktioner från västvärlden. Priserna på europeisk naturgas toppade i början av mars och har sedan gått tillbaka, men nivåerna är fortsatt väldigt höga. Naturgasen i Europa hade i april stigit med cirka 400 procent på ett år och oljan drygt 60 procent. Volatiliteten i priserna är dessutom hög vilket kan kopplas till nya uttalanden kring sanktioner och utspel från rysk sida kring leveranser och betalning av energin.

Massiva direkta och indirekta effekter

Självklart får prisökningar av detta slag ett betydande genomslag på prisökningstakten i konsumentledet, inflationen. Dels beror det på att ökningarna är massiva och har hållit i under en längre tid. Dels följer det av att energi är en produkt som påverkar samhället brett genom att det är en viktig insatsvara i all form av produktion.

Inledningsvis uppkom endast direkta effekter på inflationen av de stigande energipriserna, men efterhand har de indirekta effekterna ökat. Inflationstakten exklusive energi uppgick alltså till 4,1 procent i mars. Den direkta effekten av energipriser var därmed hela två procentenheter. De direkta effekterna toppade i slutet av förra året och minskade sedan i början av 2022. När kriget i Ukraina bröt ut och drivmedelspriserna och elpriserna steg snabbt igen ökade de direkta effekterna åter.

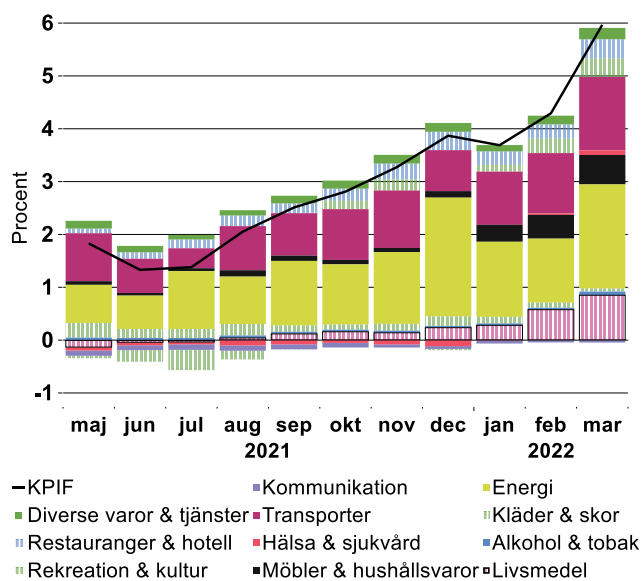
Även de indirekta effekterna av de stigande energipriser ökade i februari och mars. Exempelvis har bidraget från transportpriser växt och blivit alltmer betydande. I mars stod den kategorin för nästan 25 procent av inflationen eller 1,4 procentenheter. Det är rimligt att utgå ifrån att stigande energi- och bränslekostnader har haft en stor inverkan på priser inom transporttjänster. Om ökningen av transportkostnaderna läggs till övriga utbudschocker blir deras bidrag till inflationen i mars 4,2 procentenheter eller drygt 2/3.

Utbudschocker har även drivit uppgången i livsmedelspriserna, och här handlar det om mer än bara stigande energipriser. Livsmedelspriserna stod för ett betydande direkt bidrag under årets första månader: i mars 0,9 procentenhet eller 15 procent. Delvis är uppgången i dessa priser drivet av stigande priser på el och diesel, och är därmed en del av de indirekta effekterna av energiprisuppgången. Men även kraftigt ökade kostnader för internationell frakt och förpackningar, ett minskat utbud av

vissa livsmedel liksom konstgödsel, väderfenomen samt spekulationer i spåren av Ukrainakriget har påverkat livsmedelspriserna. Att Ukraina är en stor exportör av exempelvis raps, vete och majs väntas trycka upp inflationen ytterligare på kort sikt.

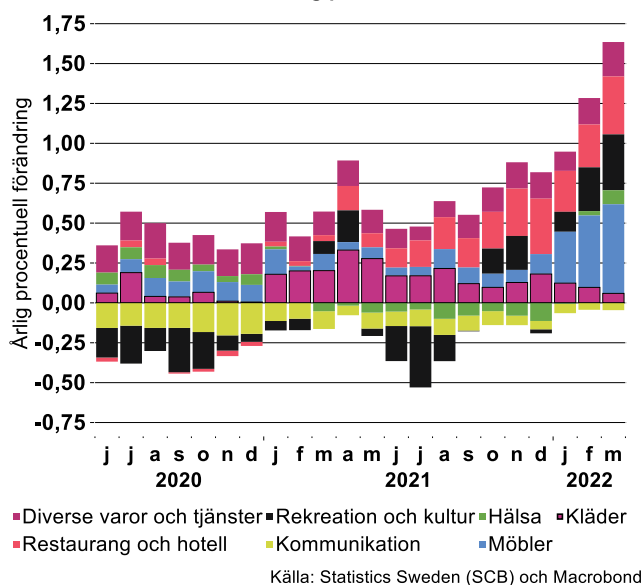
Med liknande argument som ovan är det rimligt att anta att stigande livsmedelspriser varit en bidragande faktor till det ökande bidraget från restaurang- och hotellpriser. I mars bidrog dessa med knappt 0,4 procentenheter till inflationen. Om endast hälften av bidraget från stigande livsmedelspriser antas vara en effekt av utbudschocker, summerar de direkta och indirekta effekterna av utbudschockerna till 4,4 procentenheter eller nästan 75 procent av inflationen. Självklart förklarar inte utbudschocker hela prisökningen inom exempelvis transporttjänster och restaurangbranschen. Men sannolikt är långt mer än halva inflationen kopplad till stigande energipriser.

Figur 23. Energidriven inflation



Källa: SCB

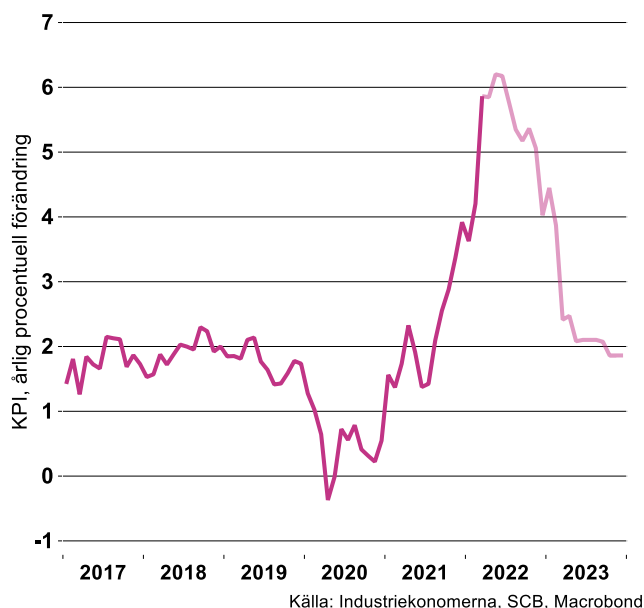
Figur 24. Inflation rensat för direkta och indirekta effekter av energipriser



Volatila priser på olja och naturgas

Vad ska vi då tro om inflationen framöver? En viktig faktor är såklart hur energipriserna kommer att utvecklas. Att vi går mot varmare väder och högre temperaturer och att det kan bli en mer dämpad ekonomisk utveckling under 2022 talar för att priserna inte skjuter i höjden igen i närtid. I motsatt riktning talar det geopolitiska läget och det faktum att det senaste sanktionspaketet innebär att oljeimporten från Ryssland stoppas om sex månader och att det om nio månader är stopp för import av bensin och andra raffinerade produkter från Ryssland. På grund av den stora osäkerheten har vi tagit fram några olika scenarier. Ett bygger på antagandet att energikomponenten i KPI ligger kvar på dagens nivå fram till oktober då energipriserna stiger ytterligare. Därefter är energipriserna kvar på den högre nivån under resten av prognosperioden. Indirekta effekter av energipriserna och andra utbudsstörningar som höga fraktkostnader och problem på livsmedelsidan, brist på insatsvaror bedöms hålla uppe prisökningstakten på exempelvis transporter, livsmedel samt priserna inom hotell och restaurang både 2022 och 2023. Företag väntas endast i viss utsträckning pressa sina marginaler vilket innebär att deras kostnader till viss del förs över till slutkunderna. Givet dessa antaganden väntas inflationen uppgå till drygt fem procent i genomsnitt under 2022 och 2,4 procent under 2023. I mars 2023 bedöms inflationen uppgå till cirka 2,4 procent.

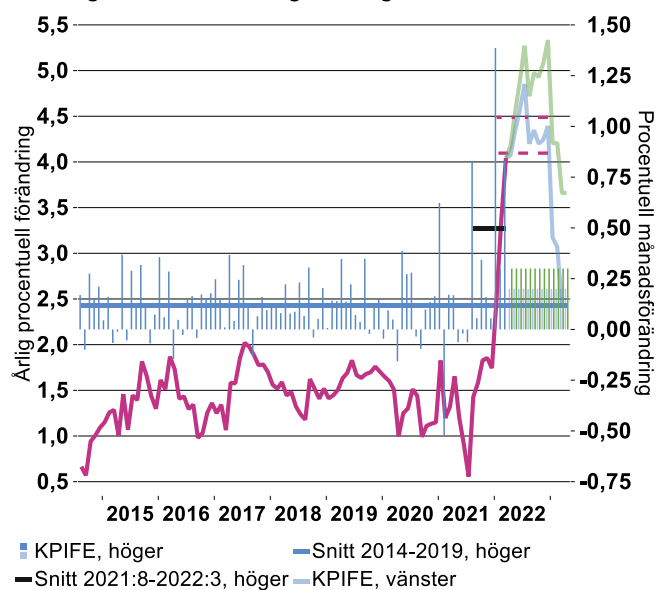
Figur 25. Inflationen faller tillbaka



Puckel i kärninflationen

Ett annat tillvägagångssätt är att göra olika scenarier för den underliggande inflationen. Under åren 2014–2019 uppgick den historiska ökningstakten för inflationen exklusive energi (KPIFE) till 0,1 procent per månad. Den genomsnittliga månadsförändringen sedan augusti förra året är 0,5 procent (det svarta horisontella strecket i Figur 26). Antag att ökningstakten växlar ner till 0,2 procent per månad under det kommande året, det vill säga cirka en halvering jämfört med det senaste halvåret men dubbla jämfört med det längre historiska genomsnittet. Det medför att kärninflationen fortsätter att stiga och toppar på cirka 4,9 procent i juli. Därefter faller kärninflationen tillbaka för att i mars 2023 nå 2,4 procent (den nedtonade blå kurvan i Figur 27). Skulle istället KPIFE öka med 0,3 procent per månad det kommande året, när kärninflationen en topp på 5,3 procent i december för att falla tillbaka till 3,7 procent i mars 2023 (den nedtonade gröna kurvan i Figur 27). Slutsatsen är att det krävs månadsökningar i kärn-PCE klart över genomsnittet för det senaste åren, för att inte kärninflationen ska ha fallit tillbaka de kommande 12 månaderna.

Figur 26. Förutsättningar för lägre inflation framöver



Källa: Industriekonomerna, SCB, Macrobond

Riksbanken börjar en ny resa

Riksbanken har nu börjat sin resa mot en mindre expansiv penningpolitik, i slutet av april beslutades om en första höjning av reporäntan med 0,25 procentenheter. Riksbankens bedömning är liksom vår att det blir en inflationspuckel nu och att inflationen framöver faller relativt snabbt. Deras bedömning är att inflationen är tillbaka på målet i slutet av 2023. Vår bedömning är att inflationen är cirka två procent till sommaren 2023.

Deras prognos bygger på att räntan höjs gradvis under de kommande åren och uppgår till ca 1,5 procent om två år.

Teknikindustrin: Kostnader slog igenom i kvartal 1

De kvartalsrapporter för teknikföretag listade på OMX som hittills dykt upp har varit fullt av tvåsiffriga tal och superlativer. Kul, även om siffrorna var uppblåsta av prisökningar. I rapporterna gäller det att prata för varan även om de mest flagranta snedsprången i kommunikationen eller i siffrorna genomsådas av marknaden.

Det finns en tro hos många att försäljning och vinster växer till himlen. Det är sant att försäljning och vinster tenderar att öka trendmässigt i absoluta tal förutom i de värsta av lågkonjunkturer. Men ökar gör också den totala kostnadsmassan.

Ser vi till 20 teknikföretag på OMX sedan år 2006 har det flutit mycket vatten under broarna. De har varit utmärkt duktiga och många av dem är världsledande inom sina respektive områden. De har förvärvat och sålt verksamheter. De har ökat sina priser och de har minskat sina priser. De har ökat produktiviteten men också tagit smällen av felsatsningar genom genant höga miljardbelopp i omstruktureringskostnader. Men vinstmarginalen är i genomsnitt oförändrad över tid och pendlar runt ett långsiktigt genomsnitt för gruppen som helhet. På aktiemarknaden kan man säkert hitta något företag som ibland tillfälligt lyfter sin avkastning eller vinstmarginal. Att göra så stadigvarande är ytterst svårt¹⁷.

För de OMX företag i teknikindustri som hittills rapporterat sina siffror för första kvartalet i år kan konstateras att kostnaderna har ökat mer än intäkterna sett till förändringen i årstakt. Konstigt vore annars med tanke på de prisuppgångar vi sett på många rå- och insatsvaror som teknikindustri använder. Det har varit svårt att helt och hållet trola bort denna prischock med produktivitet, effektiviseringar och/eller prisökningar. Det är enkelt att ändra prislister, men

i en global ekonomi med hård konkurrens är det samtidigt en begränsad utväg.

Från Figur 1 nedan ser vi att det finns korta perioder då nettoomsättningen för OMX företag minskar mer än vad den totala kostnadsmassan minskar och tvärtom. Särskilt noterbart är detta vid negativa ekonomiska chocker då det tar tid att trimma kostnadskostymen men även också i frånvaro av dessa som vid traditionella konjunktursvängningar. Något eller några kvartal efter en sådan period gäller tillfälligtvis det omvända då nettoomsättning ökar mer än kostnader, exempelvis genom att efterfrågan förbättras, att företagen har trimmat sin verksamhet eller när priser och löner har anpassat sig till en ny situation. Den press på vinstmarginaler är inte unikt för globala OMX-företag. Även klart sämre vinstmarginaler (rörelsemarginal) visar även amerikansk teknikindustri sammantaget samtidigt som amerikansk stål-och metallvaruindustri visar den högsta rörelsemarginalen sedan data startade år 2000¹⁸.

Upp till kamp

Man kan inte jämföra nettoomsättning i ett företag med förädlingsvärde (BNP) annat än om förädlingsgraden i företag är konstant vilket den vanligtvis är om än med små tillfälliga förändringar. Som noteras i Figur 2 följer nettoomsättningen för OMX 20 global BNP mycket väl oaktat tillfälliga störningar eller tillfälliga sammansättningseffekter. Med Teknikföretagens antagande om avtagande global BNP-tillväxt 2022–2023 följer avtagande tillväxt i nettoomsättning (förädling) för de 20.

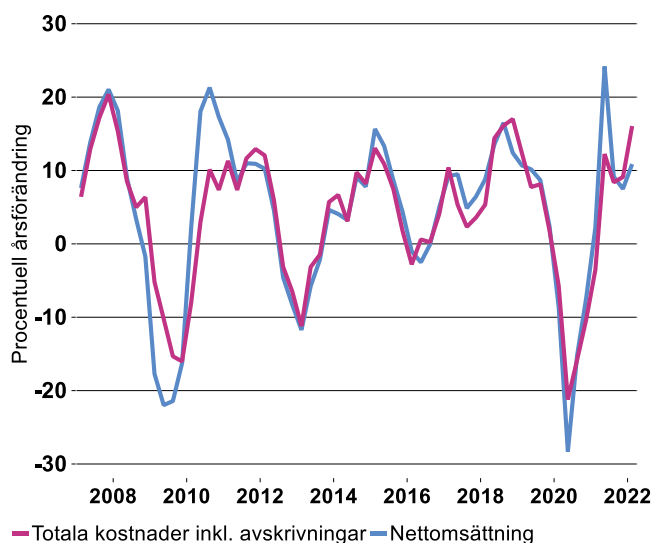
Har vi vinstrika teknikföretag? Nej inte generellt. Det är en ständig kamp för att få verksamheten att gå runt och visa rimliga ekonomiska resultat. Alla som är med på ett hörn i ett teknikföretag som leverantörer, skattmasen, anställda, bankkamreren och även revisorn vill ha en del av kakan.

¹⁷ Om vinstmarginalen och kapitalomsättningshastigheten i genomsnitt är konstant över tid är också kapitalavkastningen konstant. Det följer av (vinstmarg/balansomslutning) x (nettoomsättning/balansomslutning). Under perioden 1985–2005 var det populärt att rensa i balansräkningen för att trendmässigt öka kapitalomsättningshastigheten. Kredittider reducerades, lager var inte så intressant att bygga upp eller annan utrensning. Så är generellt inte längre fallet. För

företag som agerar på icke fullt fungerande marknader under låg eller ingen konkurrens kan vinster vara högre än annorledes. Den reala avkastningen på sysselsatt kapital i Sveriges Teknikindustri är för övrigt konstant, om än med konjunkturvariationer kring långsiktigt genomsnitt

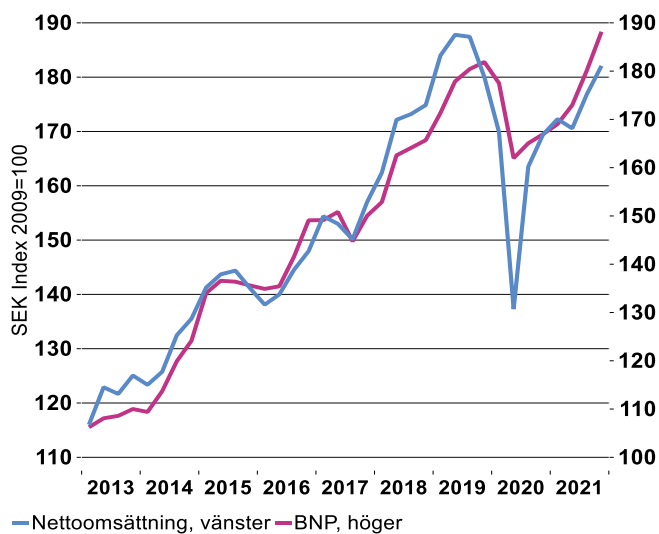
¹⁸ Se även Quarterly financial report från Bureau of the Census

Figur 1. OMX Teknikföretag. Förändring i nettoomsättning och totala kostnader



Källa: Kv-rap. F.n. Atlas, Alfa, Husq, Gering, Saab, Volvo, Autoli, Sandv, SKF, Fagerh, Beij Alm, Epir, Trelle, Haldex, VBG, Lindab, Scania

Figur 2. Global nettoomsättning teknikföretag OMX och global BNP



Källa: Världsbanken, kvartalsrapporter

Globala värdekedjor ändrar riktning

Teknikföretagen uppmärksammade den nya trenden av "nedkortade" globala värdekedjor i vår rapport om exportsektorns utveckling, "Sveriges exportsektor växer" våren 2019. Vi gjorde därefter en uppföljning med rapporten "Den konkurrensutsatta sektorn mer än industrin" i juni 2021. Nu har vi följt upp med analyser av de senaste trenderna för både inhemska och globala värdekedjor. Vi har utgått från SCB:s uppdaterade input-output-tabeller samt OECD:s uppdaterade databas Trade in Value Added (TiVA) över globala värdekedjor. Följande fördjupning ger axplock ur vår nya rapport "Exportsektorn växer på hemmaplan" (april 2022).

Exportindustrins globala värdekedjor har under åren efter finanskrisen 2008 tagit en ny riktning. Importinnehållet i industrins förädlingsvärde i Sverige har minskat efter 2008. Den tidigare uppåtgående trenden mot att dela upp produktionen utmed leverantörskedjor runt om i världen har brutits. Trendbrottet karaktäriseras av att industrins importandel minskat medan industrins andel inhemsk, direkt produktion ökat.

Ny statistik tyder på att importandelen inte enbart påverkas av en strukturell förändring av produktionen utan också av konjunkturutvecklingen. Statistiken visar dessutom att industrin i Sverige stärkt och ökat sambandet med inhemska leverantörer under konjunkturuppgången 2017–2018.

Att värdekedjorna kortats ned avspeglas bland annat av att inhemsk, direkt produktion i flera industribranscher i Sverige har ökat sin andel av branschens inhemska produktion under senare år. Med hjälp av SCB:s input-output-statistik, som nu sträcker sig till och med år 2019, kvarstår slutsatsen att teknikindustrin har ökat sin egen, direkta produktion i Sverige efter 2008. Vi noterade detta också i vår tidigare rapport "Sveriges exportsektor växer" (2019), då vi hade tillgång till data till och med år 2016. Då framgick ett nytt mönster, att framför allt teknikindustrins delbranscher, med undantag av metallvaruindustrin, hade ökat sin egen, direkta produktion i Sverige under de senaste åren.

Den uppdaterade statistiken till och med 2019 visar att industrin, samtidigt med minskad andel import av insatsvaror, stärkt och ökat sambandet med inhemska leverantörer under konjunkturuppgången 2017–2018. Ökad efterfrågan på

exportindustrins produkter under denna period ledde alltså till ökad användning av insatsvaror och tjänster från inhemska leverantörer i Sverige. Det visar att industrin lutade sig än mer mot leverantörer i Sverige, som stod för en ännu större del av industrins indirekta produktion under perioden jämfört med de närmast föregående åren. Inhemska leverantörer fick ett indirekt uppsving av ökad efterfrågan på industrins export under högkonjunkturen, vilket kan betecknas som en cyklisk effekt.

Att andelen direkt produktion ökade under flera år efter 2008 tyder på att det också skett en strukturell förändring av åtminstone vissa industribranschens värdekedjor, inte minst inom teknikindustri. Bland teknikindustrins delbranscher är det främst inom Elektronik- och teleindustri (SNI 26), Maskinindustri (SNI 28) och Motorfordonsindustri (SNI 29) som det direkta förädlingsvärdet för export ökat när vi jämför 2019 med utgångsläget 2008. Mest ökade andelen direkt förädlingsvärde inom maskinindustrin, från cirka 50 procent 2008 till 59 procent 2019. För motorfordonsindustrin har andelen direkt produktion för export ökat till 53 procent 2019 från 48 procent 2008.

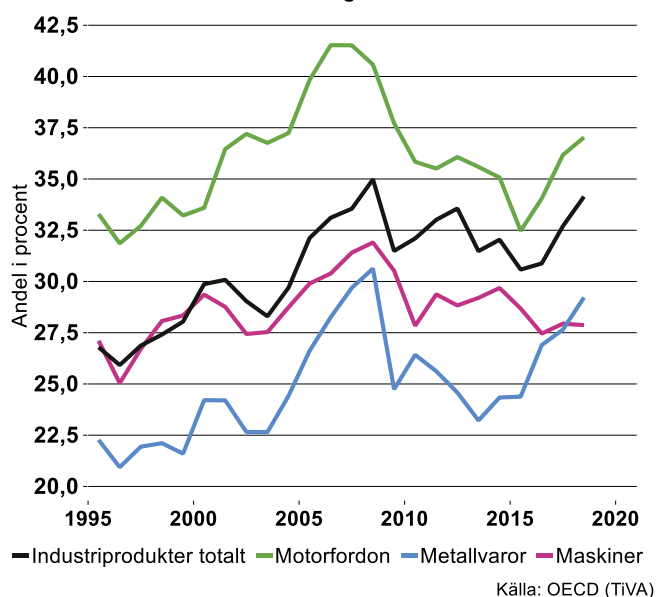
Samtidigt som industrin minskat sitt beroende av viss import har sambandet mellan exportindustrin och leverantörer av företagstjänster i Sverige stärkts ytterligare under de senaste åren. Företagstjänster (SNI 61–63 69–82) har till och med ökat sin andel av industrins indirekta förädlingsvärde för export mellan 2015 och 2019. Under 2019 hade leverantörer av företagstjänster en andel på drygt 23 procent av teknikindustrins indirekta förädlingsvärde. 2015 var motsvarande andel lägre, 20 procent. Detta tydliggör företagstjänsternas fortsatta och även ökade betydelse som inhemska leverantörer till teknikindustri i Sverige.

OECD:s uppdaterade data till och med år 2018 över globala värdekedjor visar att importandelen i exportindustrins förädlingsvärde gradvis började minska efter att ha nått en toppnivå 2008 (se Figur 1). Det tyder på nedkortade globala värdekedjor. Importandelen vände visserligen upp i samband med den globala konjunkturuppgången under perioden 2016–2018, men man kan ändå dra slutsatsen att den tidigare trenden mot allt större uppdelning av industrins produktion utmed globala värdekedjor brutits efter 2008. Trots att importandelen steg något i samband

med konjunkturuppgången 2016–2018 var den ändå något lägre 2018 jämfört med andelen 2008.

Om importandelen åter svängt nedåt i samband med konjunkturavmattningen 2019 och under Coronakrisen från 2020 återstår att se, men mycket talar för att industrin i Sverige fortsatt att utveckla tekniken kring produktionsprocesser som minskat behovet av att importera vissa insatsvaror. Däremot har vi under coronapandemin sett slående exempel på ett omfattande beroende av vissa typer av insatsvaror i olika branscher, inte minst vad gäller motorfordonsindustrins beroende av att importera halvledare för att kunna producera motorfordon. Mycket talar för att detta specifika importberoende kommer att bestå under en överskådlig framtid, då produktionen av halvledare som används inom fordonsindustrin byggts upp i ett fåtal andra länder och dessutom tar lång tid att bygga upp.

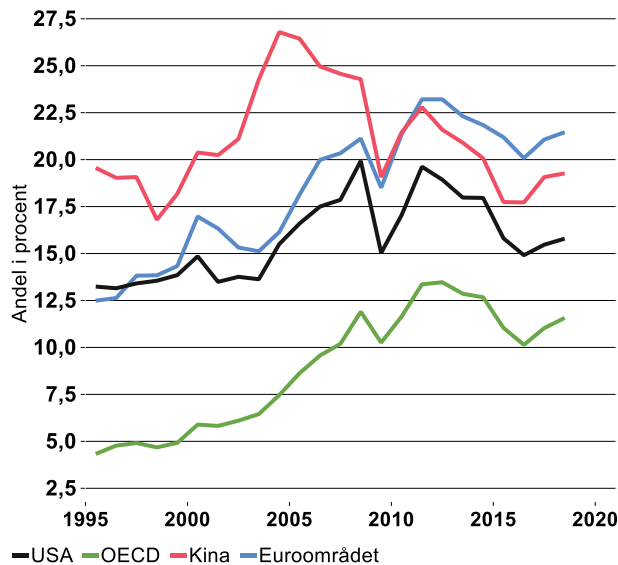
Figur 1: Utländskt förädlingsvärde som andel av export från Sverige



Mönstret med en fallande importandel märks också för stora ekonomier och regioner (se Figur 2). Exempelvis har andelen import i Kinas exportindustri minskat markant, från en topp på nära 27 procent år 2004 till strax över 19 procent 2018. Den nedåtgående trenden startade redan 2005, vilket hör samman med att Kina byggt upp inhemsk produktion för den mer närliggande marknaden. Kina har rört sig från att i hög grad producera insatsvaror för export till att i högre grad producera mer förädlade produkter för den inhemska marknaden.

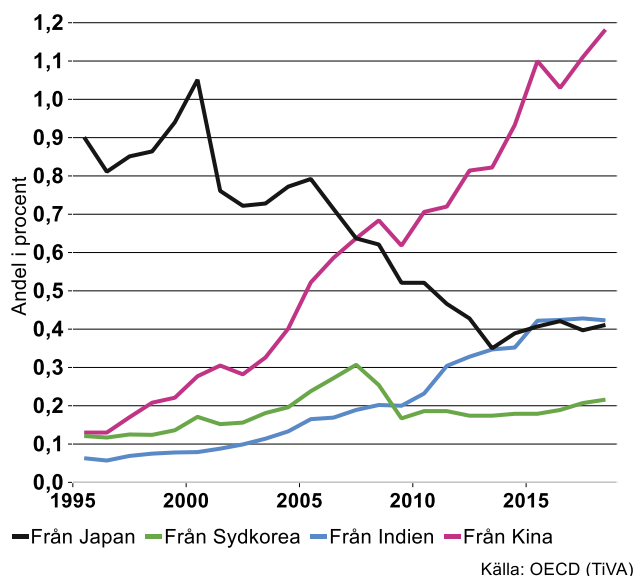
Man har kanske förväntat sig att Sveriges globala värdekedjor skulle ha kortats ned i Asien, i samband med att arbetskrafts- och andra produktionskostnader stigit där och att det blivit relativt dyrare att importera insatsvaror därifrån. Emellertid framträder en annan bild. Inte minst andelen förädlingsvärde från Kina och Indien har visat en gradvis uppåtgående trend sedan mitten av 1990-talet. Detta medan andelarna från Japan och Sydkorea minskat, särskilt från Japan.

Figur 2: Utländskt förädlingsvärde som andel av bruttoexport



Kinas andel av Sveriges bruttoexport framgår som stadigt uppåtgående (se Figur 3). Det handlar inte i första hand om att Sverige importerar relativt billiga insatsvaror från Kina, utan snarare om import av bland annat metallvaror, elektroniska komponenter och även avancerade tjänster.

Figur 3: Utländskt förädlingsvärde som andel av Sveriges export

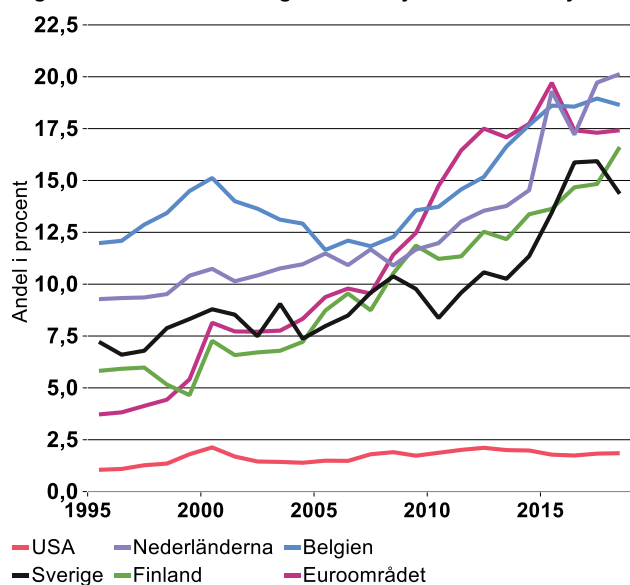


Det utländska förädlingsvärdet i Sveriges export har också ökat från Östeuropa, främst från Polen. Polens andel har ökat från knappa 0,3 procent 1995 till nära 0,8 procent 2018. Andelarna har också ökat från flertalet länder i Östeuropa. Att de mer närliggande leverantörländerna i Östeuropa ökat sina andelar av Sveriges bruttoexport tyder på ökad regionalisering av Sveriges globala värdekedjor, men det gäller alltså främst värdekedjor mellan Sverige och Östeuropa. Däremot har värdekedjorna till merparten av länder inom Västeuropa kortats ned, och alltså delvis ersatts av ökad importandel från andra länder, som från länder i Östeuropa, Kina, Indien med flera. Dessutom har ökad inhemsk produktion i viss mån ersatt tidigare import av insatsvaror.

Samtidigt med de nya trenderna för importen av insatsvaror har ökad digitalisering underlättat utrikeshandeln med tjänster. Exempelvis kan många tjänster såsom inom design, teknik, programvara med mera överföras digitalt. Trenden för tjänsteproduktion kan alltså gå mot ökad fragmentering utmed globala värdekedjor medan globala tillverkningskedjor kan kortas ned med hjälp av ökad automatisering.

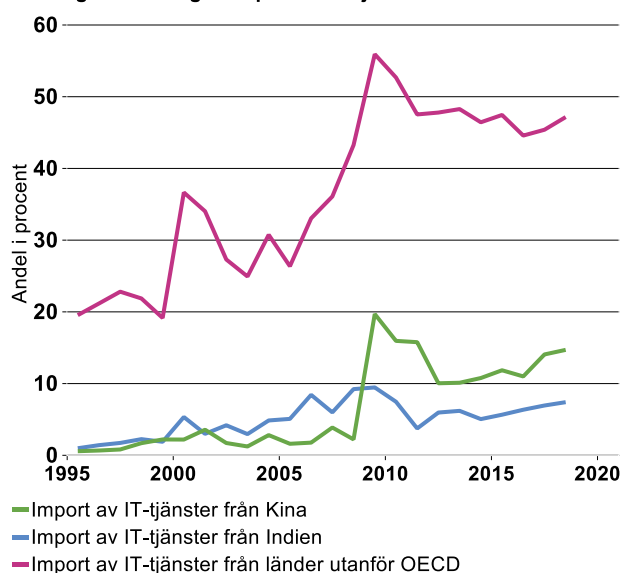
Digitaliseringen har vidgat möjligheterna till att dela upp exportföretagens tjänsteproduktion utmed globala värdekedjor. Hit räknas även exporterande tjänsteföretag vars produktion också kunnat delas upp utmed globala värdekedjor. Exempelvis visar datakonsult- och informations-tjänster fortsatt expanderande globala värdekedjor, vilket gäller för flera länder (se Figur 4).

Figur 4: Utländskt förädlingsvärde av tjänster inom IT tjänster



Importen av IT-tjänster till Kina och Indien har däremot minskat som andel av dessa länders produktion, vilket återspeglar att de ökat sin egen produktion av IT-tjänster och blivit mindre beroende av att importera den typen av tjänster. De har däremot ökat sin export av IT-tjänster, vilket också återspeglas av att importen av IT-tjänster från Kina, Indien och icke-OECD-länder till Sverige med flera länder ökat (se Figur 5 som exempel).

Figur 5: Sveriges import av IT tjänster från icke OECD



Statistiken över globala värdekedjor visar att export-industrin importerat IT-tjänster i allt högre grad under senare år. Även datakonsulter i Sverige importerar alltmer

IT-tjänster för sin egen produktion i Sverige. Ökad uppdelning av både industrins och datakonsulternas produktion av IT-tjänster utmed globala värdekedjor är delvis tecken på att tillgången på arbetskraft i Sverige för denna produktion är för liten. Som vi tidigare visat har exportindustrin ökat sin användning av inhemska tjänsteleverantörer, (bland annat av IT-tjänster), men det inhemska utbudet av sådana tjänster har inte räckt för att täcka efterfrågan. En bidragande hake är att det råder brist på kompetens som krävs för den kunskapsintensiva produktionen i Sverige. Ett tecken och exempel på detta är att datakonsulter i olika världsdelar kraftigt ökat sin andel av svensk industris användning av datakonsult- och andra IT-tjänster i sin produktion. Kunskapsintensiva tjänstebranscher såsom datakonsulter i Sverige utsätts härmed för ökad internationell konkurrens. Ökad export från Sverige av kunskapsintensiva tjänster innebär också att exporterande tjänsteföretag möter internationell konkurrens på världsmarknaden.

För en mer utförlig beskrivning och analys, se vår senaste I/O-rapport "Exportsektorn växer på hemmaplan".

Sverige nyckeltal	nivå	2021	2022	2023
	Förädlingsvärde 2020 års pris Mdr	Volym %	Volym %	Volym %
Produktion industri totalt	638,4	8,2	2,0	-2,0
Produktion teknikindustri	300,0	14,9	2,0	0,0
Produktion basindustri	132,5	-1,2	1,0	-2,0
<u>Arbetsmarknad Sverige</u>	1000 personer			
Sysselsättning hela ekonomin nivå, tusental/ förändring årsgenomsnitt	5002	1,1	1,9	0,3
Arbetslöshet nivå, tusental. Andel av arbetskraften procent, genomsnitt	466	8,8	7,5	7,4
KPIF, genomsnitt		2,4	5,2	2,4
<u>Försörjningsbalans Sverige</u>	Förädlingsvärde 2020 års pris Mdr	Volym %	Volym %	Volym %
BNP Mdr SEK	4987	4,8	2,5	1,0
BNP, kalenderkorrigerat		4,7	2,5	1,2
Hushållens konsumtion	2188	5,8	2,8	1,9
Offentlig konsumtion	1333	2,8	2,5	2,6
Fasta bruttoinvesteringar	1235	6,1	2,4	-3,9
Lagerinvesteringar, bidrag	0	0,4	-0,1	0,1
Export	2223	7,5	3,4	1,5
Import	1992	9,4	3,5	0,9
Nettoexporten, bidrag procentenheter till BNP-tillväxt		-0,4	0,1	0,3

Internationella nyckeltal

Årlig förändring	Volym %	Volym %	Volym%
BNP	2021	2022	2023
Eurozonen	5,6	1,2	0,7
Storbritannien	8,2	2,9	1,0
USA	5,8	2,2	0,9
Kina	8,8	4,0	4,3
Japan	1,8	1,5	1,4
Indien	9,0	8,5	6,0
Ryssland	4,8	-15,0	-18,0
Brasilien	5,1	1,0	1,0
Världen, marknadskurser	5,9	2,5	1,7
Industriproduktion, globalt	7,9	3,5	1,5
Industriproduktion, globalt, exkl Kina	6,9	2,0	-2,0
Produktion teknikindustri, globalt	11,9	4,5	2,5
Produktion teknikindustri, globalt, exkl Kina	10,0	3,5	-1,0

KONJUNKTURPROGNOS INDUSTRIEKONOMERNA

ISSN-1403-9559. Utges i maj och november

Mats Kinnwall Chefekonom Teknikföretagen 08 -782 08 46 mats.kinnwall@teknikforetagen.seKerstin Hallsten Chefekonom Industriarbetsgivarna 08 -762 67 67 kerstin.hallsten@industriarbetsgivarna.seLena Hagman Ekonom Teknikföretagen 08 -782 08 46 lena.hagman@teknikforetagen.seJoel Jensen Ekonom Industriarbetsgivarna 08 -762 67 55 joel.jensen@industriarbetsgivarna.seBengt Lindqvist Ekonom Teknikföretagen 08 -782 08 34 bengt.lindqvist@teknikforetagen.seRobert Tenselius Ekonom Teknikföretagen 08 -782 08 32 robert.tenselius@teknikforetagen.se

