

INNEHÅLL

| | | | |
|-------------------------|----|---------------------------------|-----------|
| Sammanfattning..... | 1 | Tema: Energimarknaden | 41 |
| Global konjunktur | 2 | Tema: Sverige vs Eurozonen..... | 45 |
| USA | 5 | Tema: Gör Riksbanken fel?..... | 53 |
| Eurozonen | 13 | Tema: Kronan..... | 57 |
| Kina | 19 | TABELLER..... | 62 |
| Sverige | 23 | | |

Ränte- och inflationschocken klingar av

En hög inflation, höga räntor, fallande tillgångspriser, minskade disponibelinkomster och ett försämrat stämningsslag har dämpat den ekonomiska utvecklingen tydligt sedan 2022 och hittills under 2023. Svensk BNP bedöms minska med 0,4 procent i år. Hushållens höga finansiella skuldsättning, som är mycket hög bland jämförbara länder, samt inflationschocken har påverkat främst varukonsumtionen negativt. I övrigt visar utvecklingen ett tydligt ras i bruttoinvesteringar, speciellt bostadsinvesteringarna. Relativt låg global tillväxt gör att även exporten påverkas tydligt negativt, trots att den svagare kronan delvis fungerat som en krockkudde. Sveriges ekonomi och export av både varor och tjänster är klart beroende av det globala ekonomiska tillståndet. Då en stor del av anpassningen i Sverige redan skett väntas BNP inte fortsätta att falla under 2024. Under 2024 fortsätter inflationen att avta, vilket ger chans till gradvis ökning i reallöner och att räntorna kan börja sänkas. Detta är en process som också förväntas ske globalt. Utsikterna för hushållen väntas därmed förbättras något och konsumtionen bedöms öka igen i liten omfattning. Någon omedelbar konsumtionsfest står inte för dörren i Sverige.

Globalt väntas en inbromsning i tillväxten under 2024 men den förväntas inte bli speciellt mycket lägre än den potentiella. Global BNP-tillväxt förväntas öka med 2,5 procent i år och knappt två procent, eller 1,9 procent, nästa år. På Sveriges största marknadsområden USA och Euroområdet förväntas ekonomisk tillväxt bli lägre än i år eller sammantaget omkring 0,8 procent 2024. Detta bidrar till att Sveriges export av varor och tjänster kan öka något, men svagt.

För Sveriges industri minskar produktionsvolymen med 2 procent i år. Skillnader mellan delbranscher är omfattande. I Sveriges teknikindustri drivs utvecklingen av energiteknik och försvarsprodukter medan övriga branscher betas av en stor orderstock som krympt successivt under året. I basindustrin minskar produktionen i hög omfattning 2023. Under 2024 räknar vi med att industriproduktionen ökar något eller med 1 procent återigen drivet av energi- och försvarsindustri samtidigt som årets omfattande produktionsfall för basindustrin upphör. Stark energi- och försvarsindustri är också en av orsakerna till att BNP inte väntas falla under 2024.

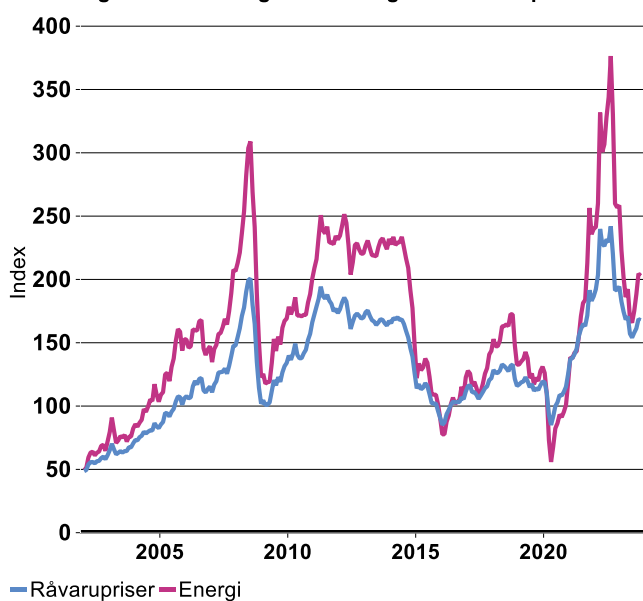
Bristen på arbetskraft i privat näringsliv och industri har minskat och tillväxten i sysselsättningen har dämpats. Arbetslösheten har ökat trendmässigt under hela 2023. Att arbetsmarknaden börjat försvagats är knappast förvånande då BNP-tillväxten minskat. Sysselsättningen bedöms minska något 2024 samtidigt som arbetslösheten ökar från 7,9 procent i år till 8,4 procent nästa år.

Under sommaren och hösten 2023 har Sveriges inflationstakt avtagit. I någon mån utvecklas därmed inflationen enligt skolboken. KPI med fast ränta bedöms öka med sex procent i år för att falla tillbaka till 2,4 procent 2024 i genomsnitt.

Global konjunktur: Mild avmattning

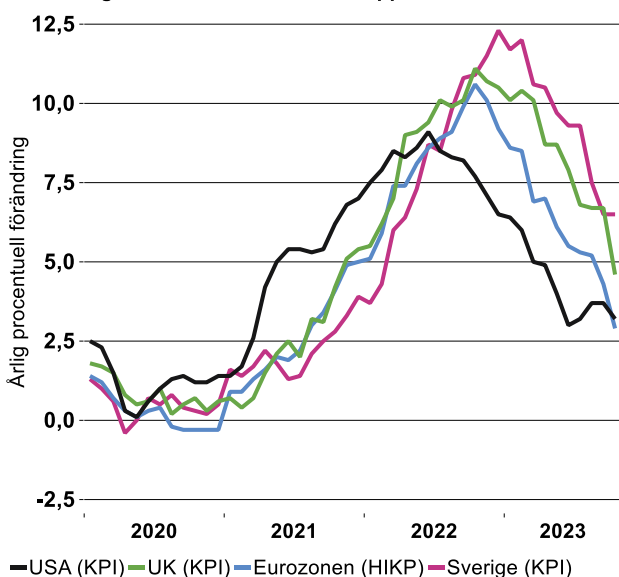
Den internationella ekonomiska utvecklingen har under de senaste åren drivits av produktionsstörningar först kopplat till pandemin, sedan kopplat till Rysslands invasion av Ukraina. Den ekonomiska politiken har haft svårt att navigera i det nya landskapet. Penningpolitiken visade sig bli allt för expansiv, allt för länge. Summan av detta blev en gigantisk inflationschock (se figur 1 och 2).

Figur 1. Fallande globala energi- och råvarupriser



Källa: International Monetary Fund (IMF) och Macrobond

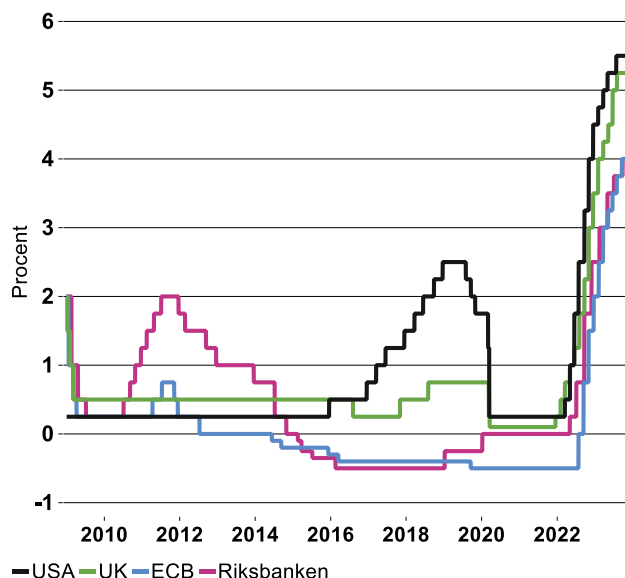
Figur 2. Inflationen - snabbt upp och snabbt ned



Källa: Nationella källor, Världsbanken

Kraftigt stigande inflation fick centralbankerna att göra en dramatisk penningpolitisk U-sväng (se figur 3). Inte för att centralbankerna trodde att de kunde göra något åt utbudsschockerna utan för att dämpa efterfrågan och därmed inflationen.

Figur 3. Dramatisk penningpolitisk U-sväng



Källa: Riksbanken, ECB, Bank of England, Federal Reserve och Macrobond

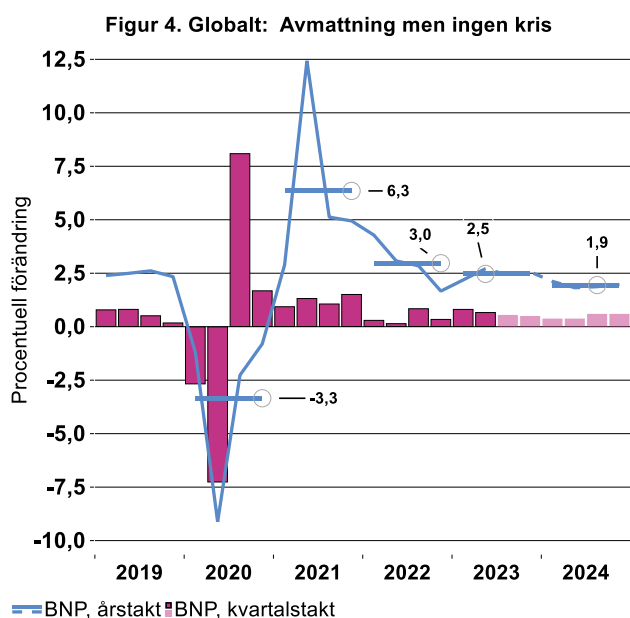
De snabbt stigande räntorna och den höga inflationen dämpade också den ekonomiska tillväxten. Avmattningen i konjunkturer och efter hand avklingande utbudsschocker medförde initialt att leveransproblemen minskade liksom kostnaderna för transporter. Även energi-, råvaru-, i viss utsträckning livsmedelspriserna samt industrins insatsvarupriser har fallit tillbaka kraftigt (se figur 1). I oktober 2021 hade energipriserna stigit med nästan 170 procent på ett år. I augusti i år hade de fallit med 50 procent på ett år. Stora kast alltså. En liknande utveckling kan vi se i inflationen, men kasten är så klart betydligt mindre (se figur 2).

Centralbankerna vill att konjunkturer mattas av

En anledning till att många prognosmakare har varit eniga om vilket håll konjunkturer har varit på väg är att den avmattning vi nu ser alltså delvis är skapad av den ekonomiska politiken. De negativa effekterna på ekonomin av problemen på produktionssidan var också uppenbara. Exakt hur förloppet skulle bli var dock som alltid osäkert

varför prognoserna för enskilda år kan skilja sig åt och komma att justeras.

Industriekonomernas syn på global tillväxt 2023 och 2024 har sammantaget varit ungefär oförändrad under senaste året. Vi räknade i juni med att global BNP-tillväxt 2023 och 2024 skulle uppgå till runt två procent. Bedömningen nu är ungefär densamma, men nedgången har skjutits aning framåt i tiden till följd av något starkare utfall än väntat hittills i år. Enligt Världsbanken statistik för global BNP var årstakten första halvåret i år 2,5 procent. Mycket tyder på en nedväxling under tredje kvartalet, men inget ras. För 2023 bedöms nu världs-BNP växa med cirka 2,5 procent och under nästa år med knappt 2 procent, något under BNP-trenden (se figur 4 och 5).

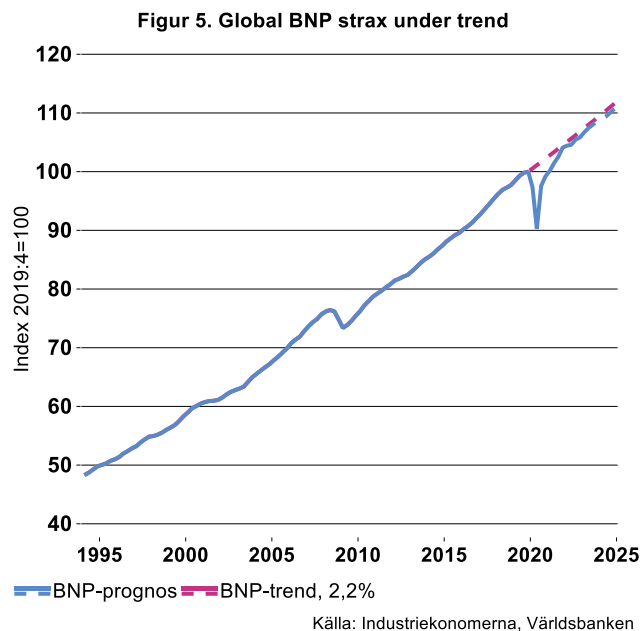


Det är i USA som utvecklingen varit oväntat stark, framförallt under tredje kvartalet då amerikansk BNP studsade upp rejält drivet av stark privat konsumtion. Utvecklingen i Eurozonen har endast varit aningen starkare än i vår tidigare bedömning medan Kinas ekonomi däremot utvecklats svagare.

Prognosen innebär därmed fortfarande att det sker en nedväxling i tillväxttakt jämfört med 2022, men nedväxlingen kommer alltså något längre fram i tiden än tidigare väntat. Utbudschockerna och centralbankernas räntehöjningar har och får alltså effekt på realekonomin.

Industriekonomernas bedömning är att global potentiell BNP-tillväxt endast marginellt överstiger två procent, med det

perspektivet handlar det bara om svag konjunkturavmattning under 2024 (se figur 5).



Global industri

Global industriproduktion bedöms öka något mindre än vår bedömning i juni. Skillnaderna är små, en förväntad tillväxt i volym på 1,5 procent i juni jämfört med en procent nu i november.

Bidraget kommer främst från Kina. Exkluderar vi Kina kvarstår i stort sett bara industriproduktionen för EU, USA, Japan Korea och Indien. Totalt exklusive Kina bedöms industriproduktionen minska med en procent i år. Industriproduktionen i USA bedöms öka marginellt medan den minskar i EU, Japan, och Korea. Att USA närmast visar nolltillväxt samt att produktionsvolymen backar i EU, Japan och Korea är inte direkt förvånande. Efterfrågan på räntekänsliga varor har minskat samtidigt som produktionsvolymen minskar för basindustrin i EU och USA i år.

Några växer andra inte

Tillväxten för global industri sammantaget förväntas bli lägre än den potentiella nästa år vilket även är fallet i år. Samtidigt är bilden splittrad inom industrins olika delbranscher. Hög efterfrågan möter försvarsprodukter, batterifordon och energiteknik.

Branscher med låg eller minskad efterfrågan utgörs främst av byggberoende produkter som inte är energirelaterade, exempelvis möbler, cement, långa stålprodukter, VVS eller trävaror. Därutöver påverkas räntekänsliga konsumentprodukter som fossilfordon och hushållskapitalvaror samt maskinindustriens olika produkter för industri och näringsliv negativt.

Branscher med konjunkturokänslig efterfrågan utgörs främst av livsmedel och läkemedel, den senare med vanligtvis högre tillväxt än industrigenomsnittet. Den föregående med låg eller mycket låg tillväxt som i bästa fall följer befolkningstillväxten. I år har dock inflationschocken på livsmedel inneburit att produktionsvolymen minskar i många länder.

Nackdelen

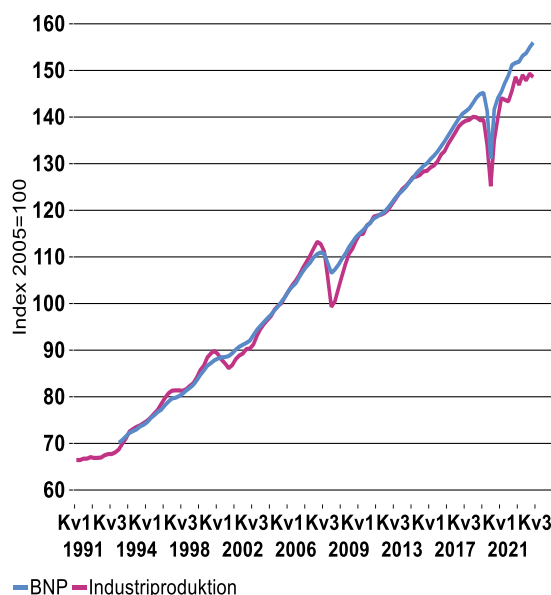
Nackdelen är att andelen för delbranscher med hög efterfrågan bara utgör cirka 12 procent av Sveriges sammantagna industri. Andelen varierar och är lägre i exempelvis EU på ca 9 procent men högre i USA på drygt 16 procent. En sammantagen hög global tillväxt för branscher med hög efterfrågan på 10 procent i volym ger således inte så stort bidrag till total tillväxt.

År 2024 förväntas produktionstillväxten för global industri ändå gradvis tillta något som följd av att de negativa chockerna från global ränte- och inflationsuppgång klingar av. Vår nuvarande bedömning för global BNP tillväxt 2023–2024 innebär alltså en tillväxt i produktionsvolym för global industri på en procent i år och två procent nästa år vilket är lägre än historiskt genomsnitt.

Då Sveriges varuexport till nära 65 procent utgörs av insatsvaror, det vill säga produkter som ingår i någon slutprodukt, är tillväxten i global industriproduktion av relativt hög betydelse för vår export.

Sedan pandemin släppte sitt grepp har global BNP ökat något mer än global industriproduktion. Detta har flera förklaringar. Bland annat har förädlingskedjorna inte fungerat fullt ut för industrin samtidigt som det senaste årets globala ränteuppgång påverkat hushållens varukonsumtion negativt. I stället har tjänstesektorn bidragit mer positivt till global tillväxt vilket bland annat återspeglas i tillväxten för tjänstesektorn i de två största ekonomierna USA och Kina. Suget att konsumera tjänster efter det att pandemin släppte sitt grepp har varit högt.

Figur 5. Global BNP och global industriproduktion



Källa: CBO, Världsbanken

USA: Avmattningen på vänt till 2024

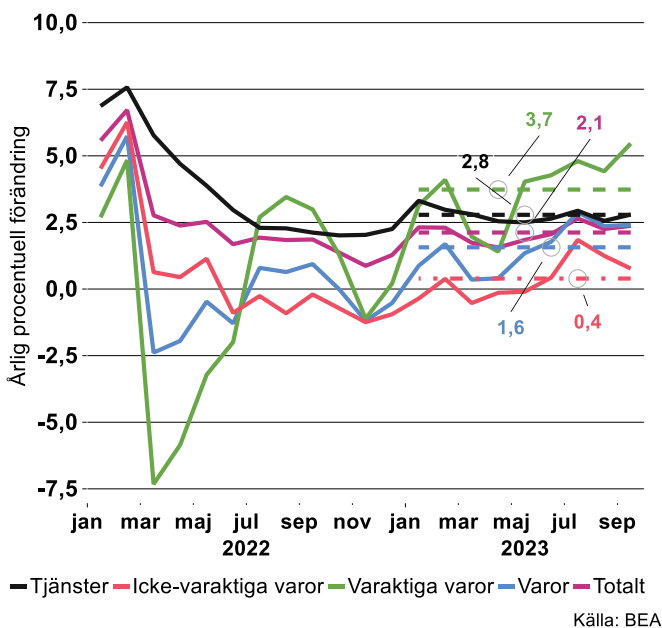
USA:s ekonomi har utvecklats överraskande starkt så här långt under 2023, med betydligt högre tillväxttakt i genomsnitt än vad såväl konsensus som Industriekonomerna har räknat med. Efter ett mediokert första halvår studsade BNP upp rejält under tredje kvartalet. Skälet är att USA:s hushåll drabbades av köphysteri under sommaren.

Fortsatt relativt gynnsamt läge för hushållen

Figur 1 visar att hushållens konsumtion, som bromsade in under loppet av 2022, tagit ordentlig fart och i genomsnitt ökat med drygt två procent hittills i år jämfört med 2022. Det är i första hand konsumtionen av varaktiga varor och i viss mån tjänster som växer på i god fart.

Att hushållen är sugna på att gå på krogen och spendera på diverse andra nöjen kommer inte som en överraskning. Där finns rimligen fortfarande ett uppdämt behov efter eländet under pandemirestriktionerna. Mer överraskande är att hushållen spenderar så mycket på varaktiga konsumtionsvaror; hela 5,5 procent i årstakt i september. Här handlar det nästan uteslutande om ett skutt i bilförsäljningen, avspeglade lättnader i leverantörskedjorna. Dessutom bidrog säkerligen oro för försenade leveranser under resten av året på grund av strejken inom bilindustrin till att hushållen fick bråttom till bilhallarna för att köpa fordon i lager.

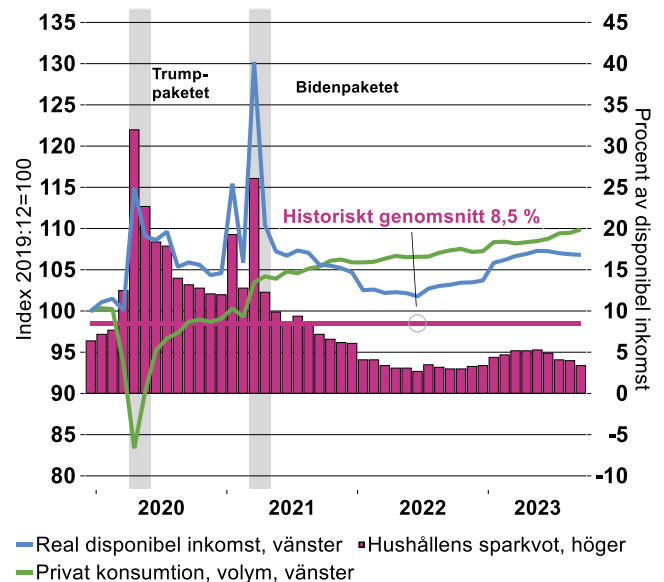
Figur 1. Hushållen shoppar på



Frågan är varifrån hushållen får allt bränsle som krävs för att elda på konsumtionen, trots att ränteläget stigit dramatiskt de senaste åren?

Studerar vi figur 2 får gåtan i mycket sin lösning. Som Industriekonomerna poängterat i tidigare rapporter, innebar de gigantiska stödpaketen under pandemin att realinkomsterna ökade dramatiskt. Samtidigt omöjliggjorde pandemirestriktionerna att hushållen satte sprutt på kulorna.

Figur 2. Hushållen har krut kvar



Kombinationen rusande inkomster och kollapsande konsumtion innebar att hushållens sparkvot ökade dramatiskt. När väl pandemins grepp började släppa och folk tilläts och valde att delta i det ekonomiska livet igen, fanns det således både gott om resurser och ett uppdämt konsumtionsbehov; hushållen kunde spendera friskt genom att tömma de sprängfulla ladorna och dra ner på sitt sparande. Notabelt är också att hushållen fortsatt att konsumera i god takt även under senare tid trots att inflationen ätit ur realinkomsterna – man har helt enkelt fortsatt att tära på tidigare års sparandeöverskott.

Inledningsvis under 2023 började sparkvoten glida uppåt för att på sistone åter falla tillbaka mot tidigare bottnar. Under normala tider – när samhället inte stänger på grund av pandemi eller utsätts för andra ekonomiska chocker – fungerar sparkvoten i USA enligt läroboken: hushållen

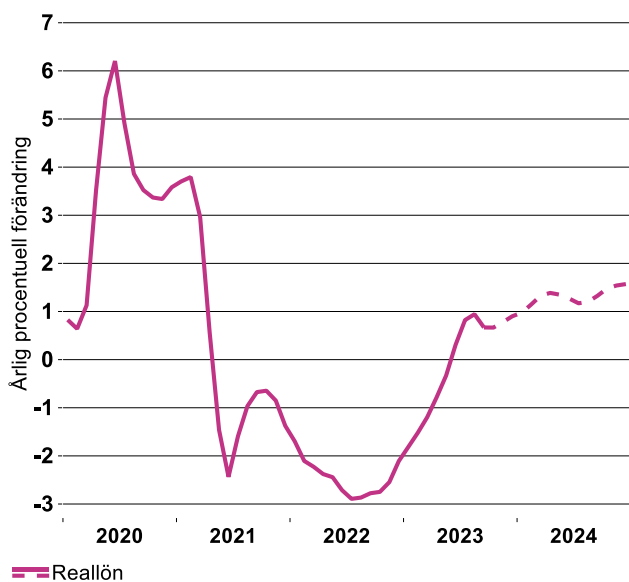
strävar efter ett någorlunda jämt konsumtionsförlopp vilket innebär att sparandet får fungera som en buffert för svängningar i realinkomsterna.

Vad ska vi tro om konsumtionen framöver?

Inflationen har avtagit och vi räknar med att den kommer uppgå till 2–2,5 procent i genomsnitt under 2024. Även löneökningarna har bromsat och kan antas uppgå till 3,5–4 procent under 2024. (Vi återkommer till inflations- och löneutvecklingen nedan.)

Detta bådär således för en viss, om än inte dramatisk, ökning av reallönerna (se figur 3). Oberoende bedömare uppskattar dessutom att finanspolitiken kommer att vara marginellt åtstramande för hushållen 2024.¹

Figur 3. Måttlig reallönetillväxt



Källa: BLS, Industriekonomerna

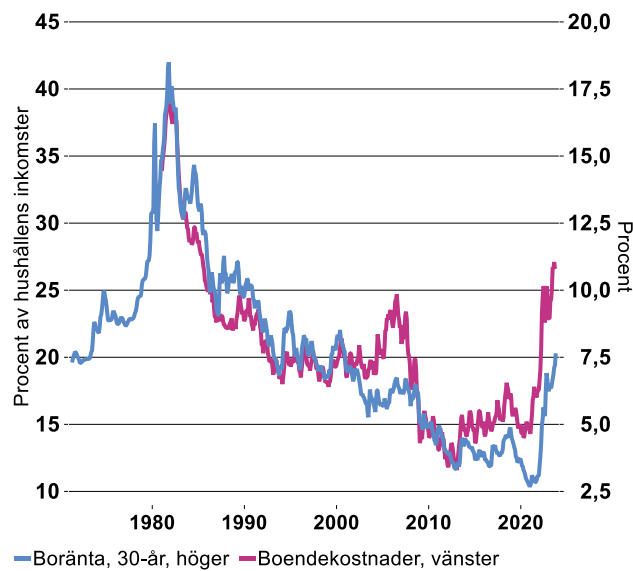
Som nämns ovan är sparkvoten fortfarande extremt låg och en viss ökning kan förväntas.

Fed:s höjningar biter – tvärnit för hushållen

Till detta kommer att de kraftigt stigande räntorna tar en allt större del av hushållens inkomster i anspråk. Som framgår av figur 4 har den andelen ökat från 14 procent i januari 2021 till knappt 27 procent i september 2023. Så höga tal har inte noterats sedan juni 1985. Det kommer knappast som en

övertäckning med tanke på de senaste årens kraftigt stigande boräntor (se figur 4). Med matematisk nödvändighet innebär en större andel av inkomsterna till boende att utrymmet för annan konsumtion minskar.

Figur 4. Boendekostnaderna allt tyngre börda



Källa: Freddie Mac, National Association of Realtors

Sammantaget talar en måttlig utveckling för realinkomster, en förmodat stigande sparkvot och stora ränteutgifter för att hushållens konsumtion kommer att utvecklas svagare än under innevarande år – vi räknar med att konsumtionen ökar med marginella +0–1 procent mot årets cirka 2–2,5 procent.

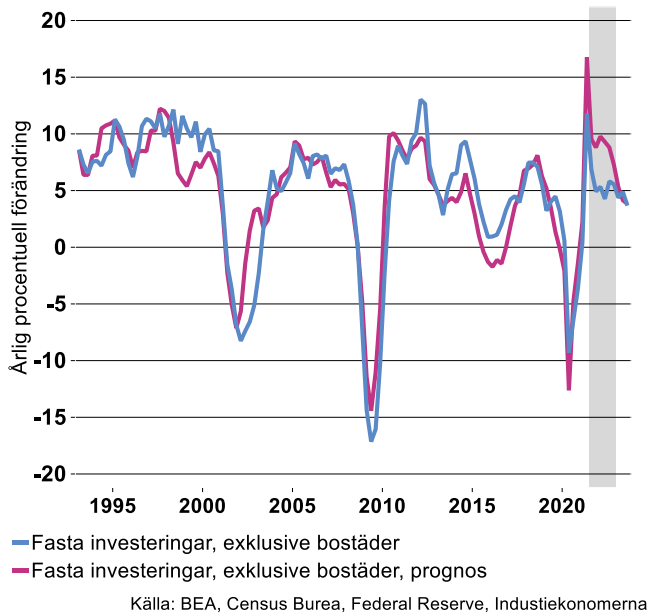
En nära nog tvärnit!

Industriproduktion & investeringar mattas 2024

USA:s statistikmyndighet använder industriproduktion och tillverkningsindustrins leveranser rensat för försvar och flyg som indata till fasta investeringar exklusive bostäder i nationalräkenskaperna.

¹ Se exempelvis Hutchins Center Fiscal Impact Measure, juli 2023.

Figur 5. Måttlig investeringsstillväxt



Figur 5 visar dels årstakten i fasta investeringar (exklusive bostäder), dels resultatet av en enkel statistisk modell för investeringsutvecklingen baserad på utvecklingen för industriproduktion- och -leveranser. Som framgår är sambandet starkt, modellen förklarar 80 procent av de kvartalsvisa variationerna i investeringsutvecklingen (årstakt). Vid enstaka tillfällen uppstår dock betydande prognosfel, i synnerhet under 2021–2022 då modellen överskattade den verkliga utvecklingen beroende på lager och pandemieffekter. Under 2023 har modellen återigen väl prickat in investeringsutvecklingen. Baserat på utfallsdata för industriproduktion och leveranser till industrin kan vi räkna med 3–4 procent investeringsstillväxt i årstakt under andra halvåret 2023.

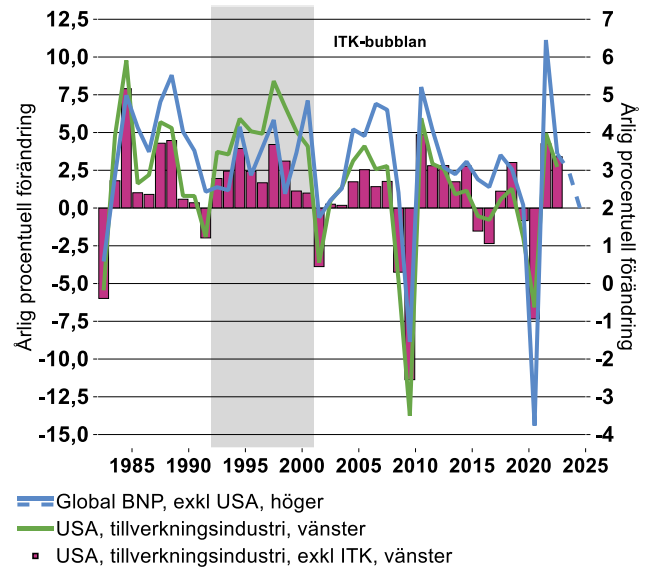
Blickar vi in i 2024 är utsikterna något mörkare. Utvecklingen i USA:s tillverkningsindustri, och därmed i förlängningen för näringslivets investeringar, är i mycket en spegling av världskonjunkturen (se figur 6).²

Därutöver visar data för maskinindustrins (capital goods) ordergång i volym en mindre ljus utveckling med en tillbakagång på fem procent i volym under tredje kvartalet i

² För att undvika ”dubbelräkning – USA är ju en betydande del av global BNP – relaterar vi i figur 6 produktionstillväxten i USA till global BNP-tillväxt exklusive USA.

år. Tillväxten i fasta investeringar kommer gå på sparlåga 2024 och i bästa fall nå BNP-tillväxten.

Figur 6. USA:s industri följer världskonjunkturen



Den enda perioden under senare decennier med en betydande avvikelse mellan industrins produktionstillväxt och global BNP-tillväxt var åren 1992–2000 det vill säga under ITK-bubblan.³ Vi räknar med en avtagande global BNP-tillväxt under 2024, drivet av en mer åtstramande ekonomisk politik i många länder. Detta pekar mot svagare industri- och investeringskonjunktur i USA; ett visst fall i industriproduktionen medan investeringarna förväntas öka cirka 1–2 procent att jämföra med årets cirka fyra procent.

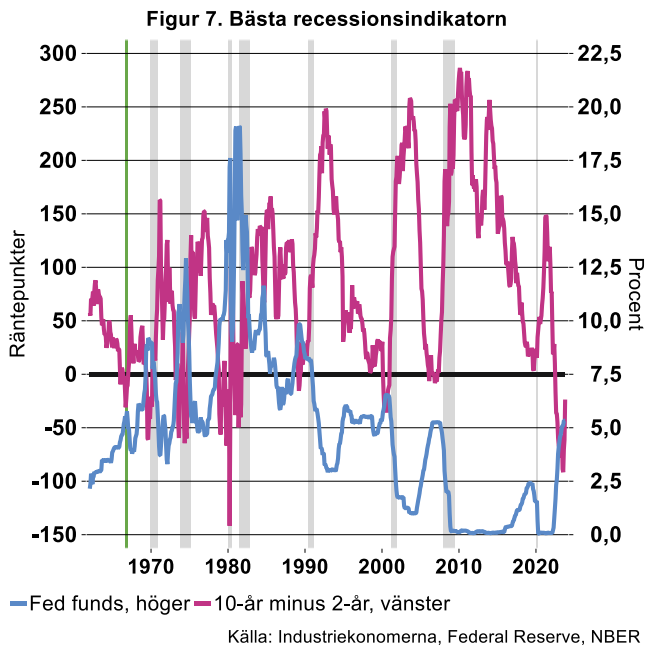
Avmattningen på vänt – räkna med svagt 2024

Industriekonomerna har under en längre tid förutspått en betydande avmattning i USA vilket så här långt har undvikits. Vår bedömning har delvis baserats på situationen i USA:s obligationsmarknad, där långa räntor sedan länge kraftigt understigit de korta räntorna. Under de senaste 60 åren har denna situation varit en närmast osviklig recessionsindikator även om timingen varierat kraftigt. Som framgår av figur 7 har en *invertering av avkastningskurvan*

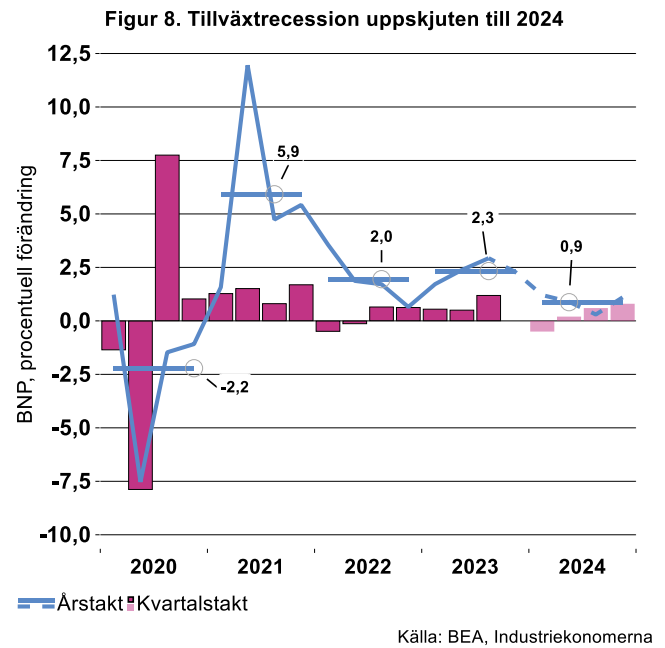
³ Av figur 6 framgår att industriproduktionen exklusive ITK samvarierade starkt med världskonjunkturen även under dessa år.

– långa räntor lägre än korta – endast givit en falsk recessionssignal vid ett tillfälle, nämligen 1966.

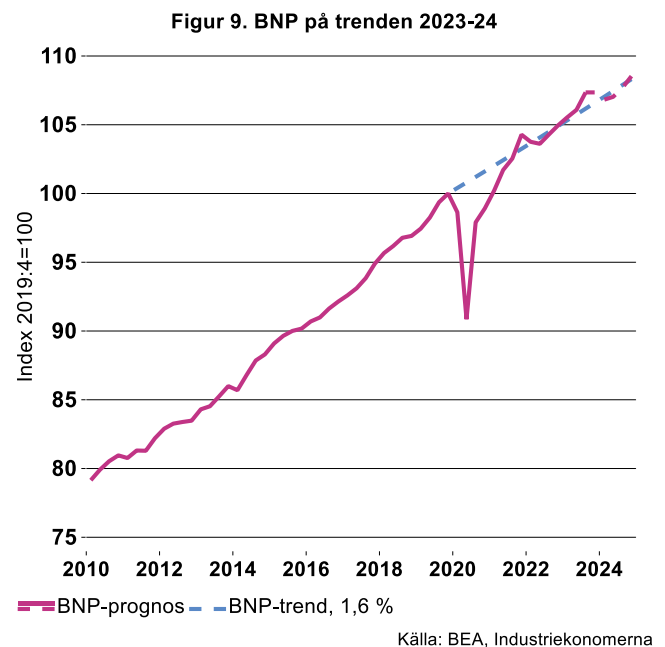
Sedan i somras har räntegapet krympt rejält i takt med motståndskraftig ekonomi och hopp om en mjuklandning (se figur 7). I skrivande stund den 17 november är gapet endast 40 räntepunkter.



Vår uppfattning är dock att det är för tidigt att blåsa faran över för USA:s ekonomi. Det överraskande starka 2023 tolkar vi inte som ett tecken på att avmattningen har undvikits utan att den flyttats från 2023 till 2024. Det är naturligtvis svårt att pricka in den kvartalsvisa utvecklingen i detalj men ett förlopp ungefär i linje med figur 8 är rimligt; ett mycket starkt tredje kvartal följs av några kvartal med betydligt svagare utveckling. Scenariot i figur 8 innebär en BNP-tillväxt på 2,3 procent och knappt en procent för 2023–2024.



Förloppet i figur 8 innebär att USA:s ekonomi i stort sett kommer att följa sin trend under 2024 (se figur 9). Vi uppskattar USA:s potentiella BNP-tillväxt – trendtillväxten – till drygt 1,5 procent.

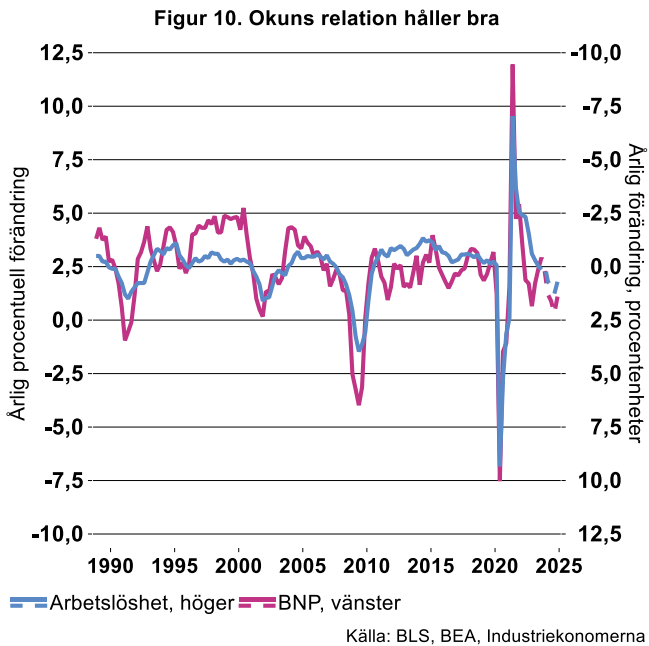


Mjuklandning på arbetsmarknaden

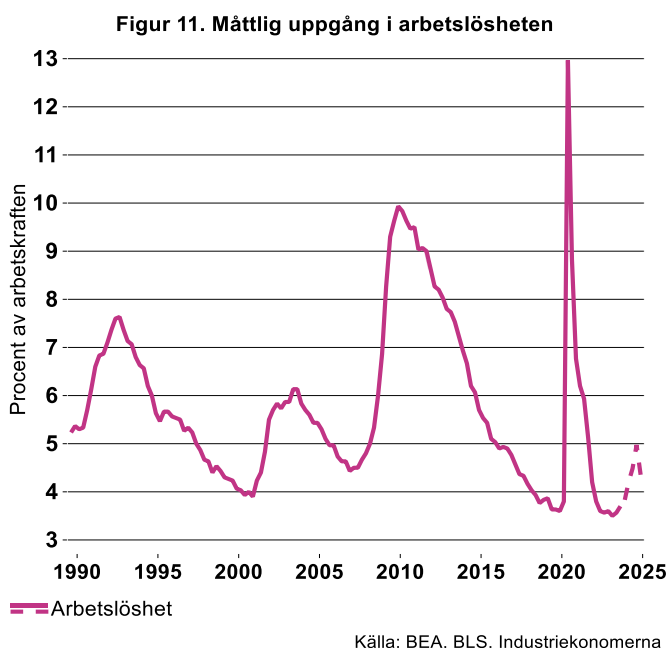
Många har förundrats över att USA:s arbetsmarknad varit så motståndskraftig det senaste året. Det är dock inte alls förvånande att arbetslösheten bitit sig fast på låga nivåer

med tanke på att ekonomin vuxit i paritet med eller till och med starkare än potentiell tillväxt.

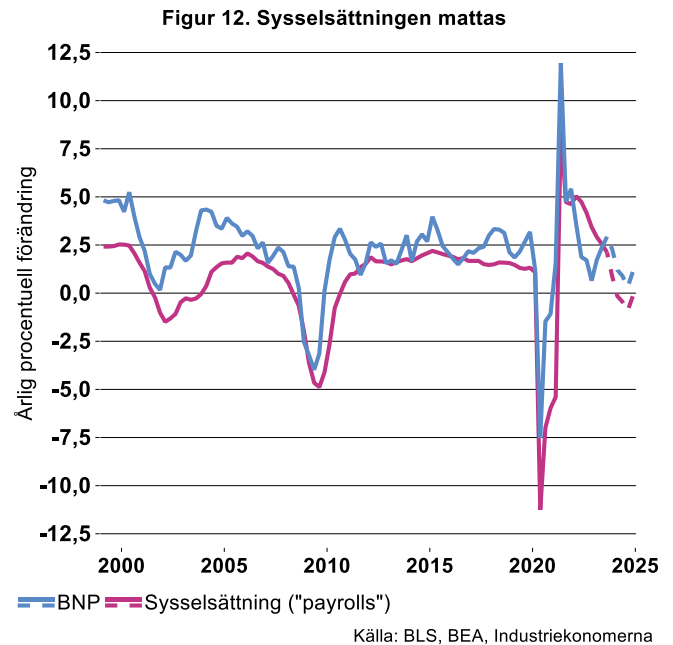
Med vår BNP-prognos för 2024 strax under potentiell tillväxt kommer emellertid arbetslösheten att gradvis öka något även om det inte handlar om någon dramatik (se figur 10).



Liksom i tidigare prognoser räknar vi med att arbetslösheten toppar kring fem procent men nu i slutet av 2024 och inte som i tidigare prognos, under början av året (se figur 11).



Med tanke på den förväntade mjuklandningen för USA:s ekonomi kommer sysselsättningen bara att tillfälligt falla marginellt under 2024 (se figur 12).

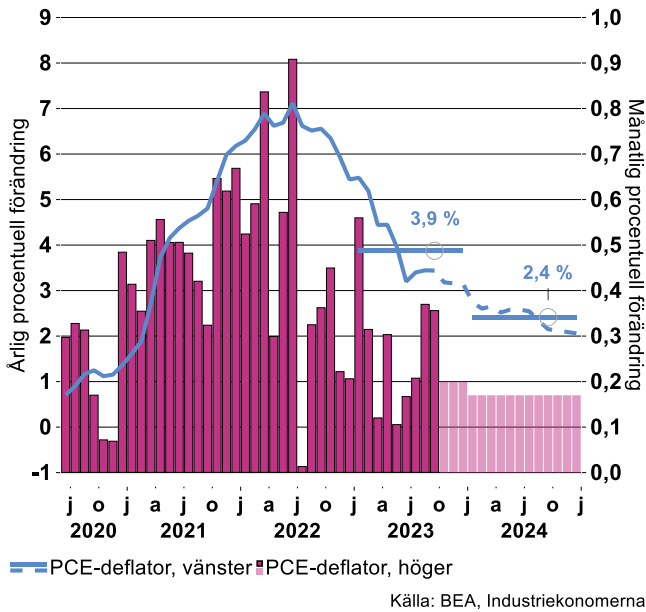


Sammantaget innebär Industriekonomernas prognos en mycket måttlig avmattning i ett historiskt perspektiv, i synnerhet med tanke på de kraftiga motvindar som har mött USA:s hushåll de senaste åren: en dramatisk uppgång i inflationen och mycket kraftiga räntehöjningar. Förklaringen kan i huvudsak sökas i de enorma stimulanser som kom hushållen till godo under pandemiåren.

På god väg mot Fed:s inflationsmål

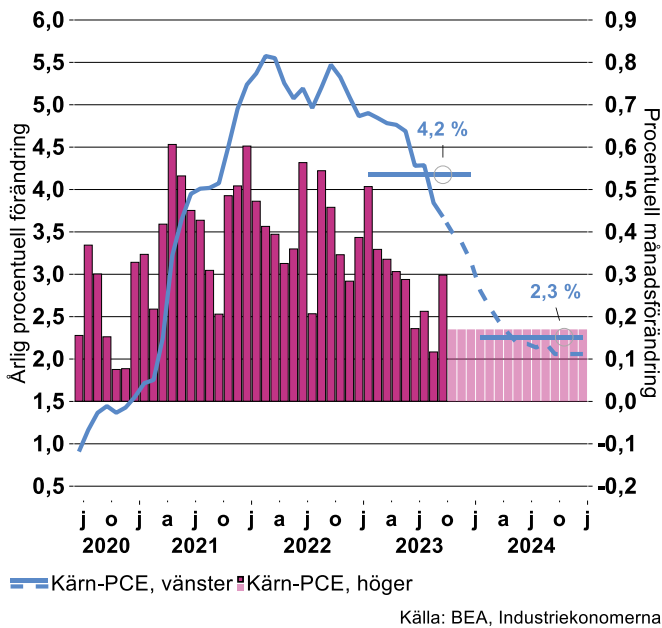
Den nedgång i inflationen som inleddes redan under sommaren 2022 har fortsatt, i stort sett i linje med Industriekonomernas scenario. Visserligen har inflationen planat ut de senaste månaderna på drygt tre procent, mycket som en konsekvens av stigande globala oljepriser (se figur 13). Osäkerheten kring energiprisernas utveckling är betydande, inte minst mot bakgrund av konflikten i Mellanöstern, ytterligare stigande oljepriser är ingen omöjlighet. I avsaknad av nya chocker är det rimligt att inflationen gradvis närmar sig Fed:s mål under tredje kvartalet 2024 (se figur 13).

Figur 13. Ljusnande utsikter för Federal reserve



Den underliggande inflationen – rensat för energi och livsmedel – har däremot fortsatt att falla i god takt (se figur 14). Det finns fortfarande goda förutsättningar för att kärninflationen ska kunna närma sig inflationsmålet under sommaren 2024.

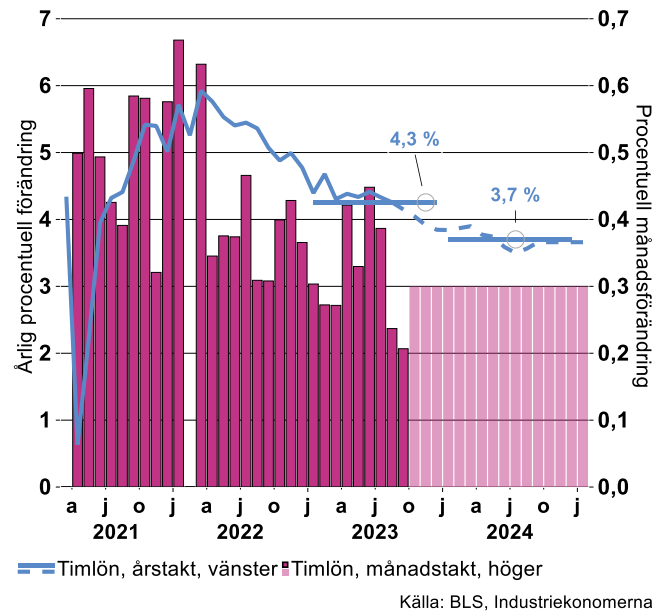
Figur 14. Kärninflationen mot målet sommaren 2024



⁴ Den monetära impulsen definieras här som kvoten mellan penningmängd och BNP.

Trots en fortsatt het arbetsmarknad har även löneökningarna gradvis avtagit det senaste året. Månadsökningarna på 0,2 procent såväl i augusti som september – ger knappast skäl till oro för en självförstärkande pris-lönespiral.

Figur 15. Inga tecken på pris/lönespiral

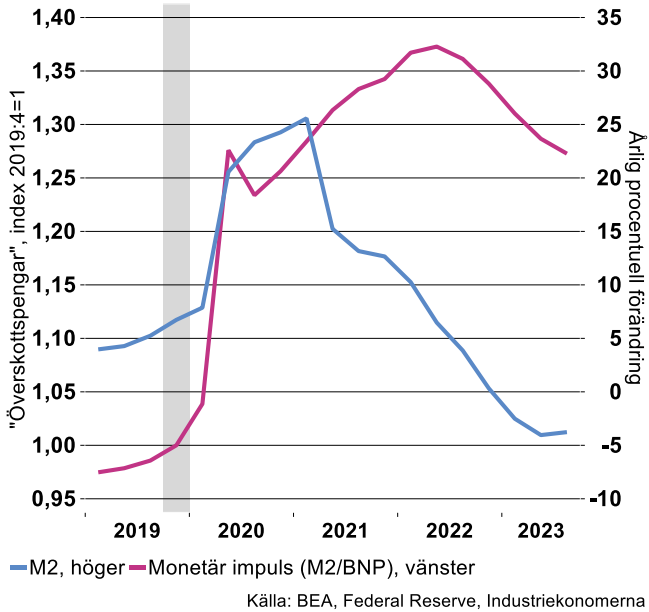


Ett scenario där lönerna ökar med 0,3 procent per månad innebär en årstakt på knappt fyra procent under 2024 vilket inte ger Federal Reserve skrämselhicka även om det fortfarande är i högsta laget (se figur 15).

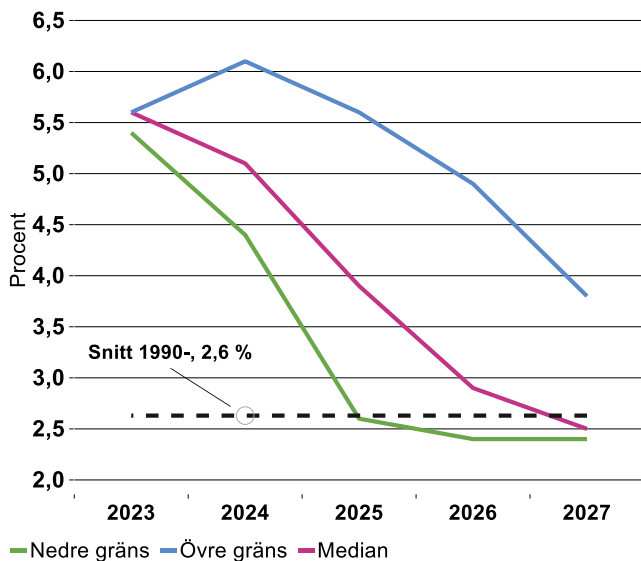
Slutet nära för höjningscykeln

I tidigare rapporter har vi pekat på de extrema svängningarna i USA:s penningpolitik under senare år, inte bara i termer av ränteutvecklingen. Exempelvis accelererade breda penningmängdsmått från fem till 25 procent i årstakt när Federal Reserve pumpade ekonomin full med monetärt bränsle under pandemin. På motsvarande sätt har de senaste årens räntehöjningar inneburit en tvärnit, där M2 nu faller i årstakt. Följden har blivit att den monetära impulsen har börjat avta efter en enorm ökning under pandemin (se figur 16).⁴

Figur 16. Fed desarmerar monetära bomben



Mycket tyder nu på att Federal Reserve levererat den sista räntehöjningen under rådande cykel, man börjar känna sig alltmer trygg med att inflationen är på väg tillbaka till målet. I samband med räntebeslutet i september var medianbedömningen i den beslutande räntekommittén att styrräntan har toppat och nå 5,1 procent i slutet av 2024 (se figur 17).

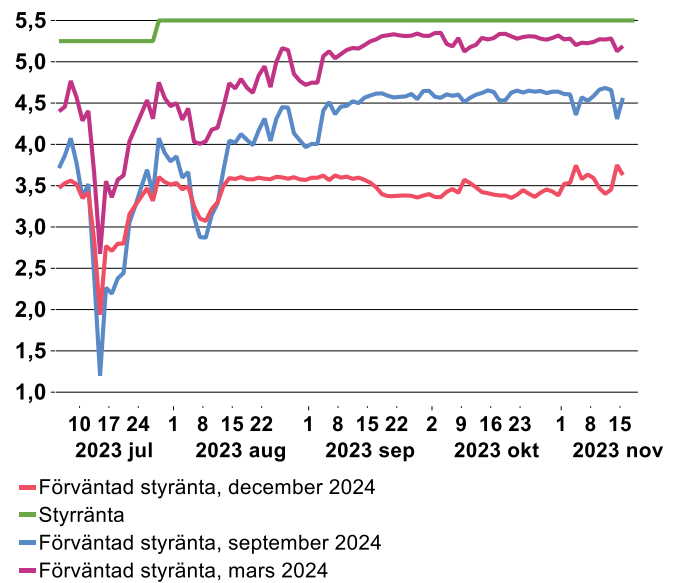
Figur 17. Federal Reserve har - förmodligen - höjt färdigt
Styrränta, årsslut

Centralbanken förutser därefter en bana som planar ut kring cirka 2,5 procent år 2026–2027. Notabelt är att denna nivå på

styrräntan är i paritet med genomsnittet för de senaste decennierna, Fed räknar således knappast med att behöva stimulera ekonomin under lång tid framöver.

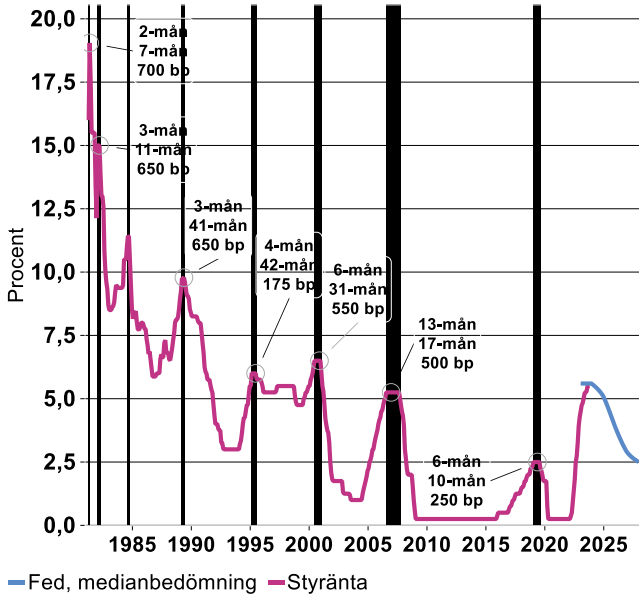
Marknadsaktörerna är inte övertygade utan förväntar sig en sänkning av styrräntan i samband med räntebeslutet i mars. I september nästa år räknar marknaden med att räntan har sänkts med – nästan – ytterligare 0,5 procentenheter till strax över 4,5 procent och till så lågt som 3,6 procent i december (se figur 18).

Figur 18. Marknaden räknar med Fed-sänkningar



Vem ska vi då mest på förlita oss på, Federal Reserve eller marknaderna? Historiskt har Fed varit relativt snabba att vända på kuttningen efter den sista höjningen i cykeln (se figur 19).

Figur 19. Aktivistisk Federal Reserve



Källa: Federal Reserve

I rutorna i figur 19 redovisas, uppifrån och ner:

- Tiden mellan sista räntehöjning i cykeln och första sänkning.
- Längden på den efterföljande sänkingsfasen.
- Magnituden på den ackumulerade räntesänkningen.

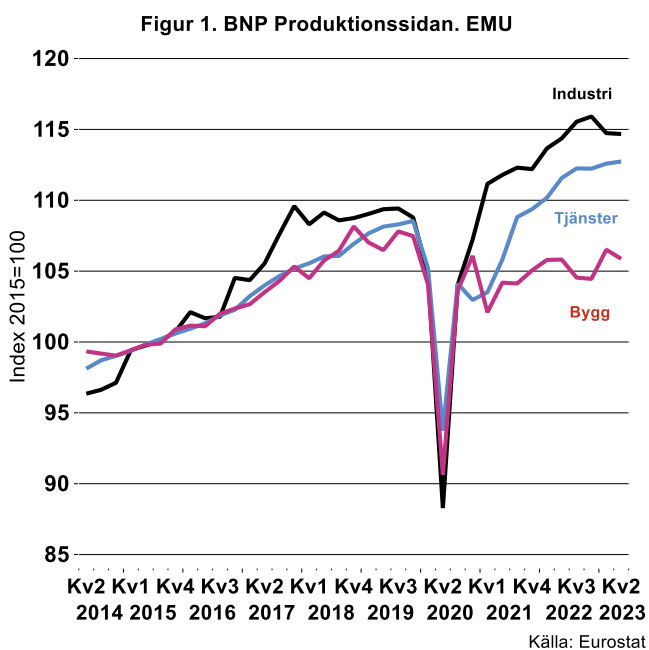
Som framgår har Fed vid samtliga tillfällen utom ett sedan 1981, lagt om kuttingen inom sex månader efter den sista räntehöjningen. Vi kan även notera att sänkingsfasen varit utdragen och att den ackumulerade sänkningen oftast har varit stor.

Jämfört med de historiska förloppen skulle Federal Reserves modesta medianbedömning av framtida politik utgöra ett tydligt avsteg. Det finns anledning att misstänka att Federal Reserve signalerar fortsatt hög ränta så länge inflationen är hög, ett spel för att hålla ned inflationsförväntningarna. Då har ju centralbanken incitament att vara "hökaktig".

Tvingas vi sticka ut hakan lutar vi nog snarare åt marknadsbedömningen att räntesänkningarna inleds under våren och blir mer aggressiva än Fed:s nuvarande bedömning. Under förutsättning att räntehöjningen i juli var den sista i cykeln, vore det ingen överraskning om den första sänkningen levereras under första kvartalet 2024.

Eurozonen: Broms på tre cylindrar

Eurozonens ekonomiska tillväxt har precis som vi skisserade under försommaren bromsat in och på samtliga tre cylindrar: tjänster, industri och byggsektor. Produktionstillväxten i byggsektorn visade nolltillväxt andra kvartalet i år och korttidsdata för denna sektor visar även en preliminär nolltillväxt under tredje kvartalet i år för att minska under sista kvartalet. För industrin visar tredje kvartalet i år en markant inbromsning med minskad produktionstillväxt i årstakt.



Det som hittills hållit uppe sammantagen ekonomisk tillväxt är produktion av tjänster. Här har dock tillväxttakten dämpats från 5,5 procent i årstakt andra kvartalet förra året till mediokra en procent andra kvartalet i år. Den så kallade konfidensindikatorn för Eurozonens tjänstesektor har hamnat under normalindex 100 under tredje kvartalet i år vilket indikerar en ytterligare dämpning i tillväxten för tjänster inte bara under tredje kvartalet i år utan även också det sista kvartalet.

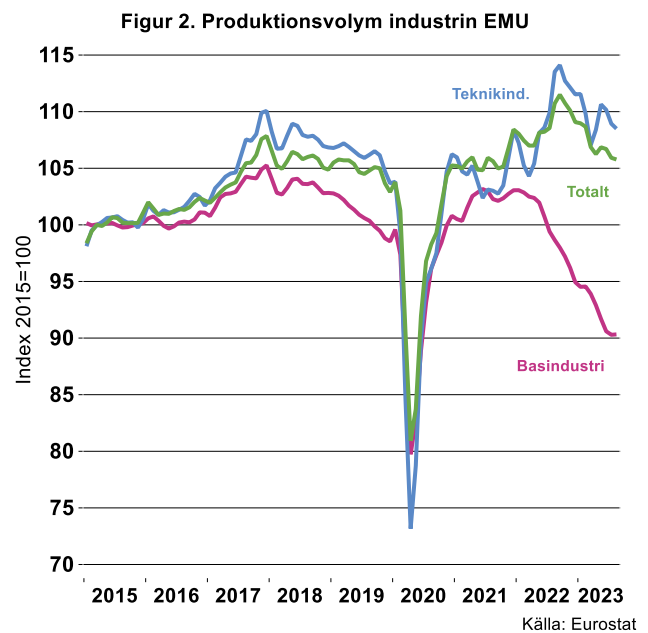
Utvecklingen för tjänsteproduktionen spretar dock en hel del mellan de tre stora eller Tyskland, Frankrike och Italien. För Italien noteras en hög tillväxttakt för närvarande medan Tyskland knappt visar styrfart.

Eurozonens industriproduktion visar också en divergens både mellan länder och mellan industrins delbranscher. Industri-

produktionen i Italien har visat minskad tillväxttakt samtliga tre kvartal i år och minskar även för hela 2023. Produktionen i Tyskland och Frankrike förväntas visa nolltillväxt i volym i år.

Räntor börjar bita

Som noteras i figur 2 har dock produktionsnivån i industrin sammantaget och för teknikindustri avtagit trendmässigt sedan andra halvåret förra året. Den mest omfattande produktionsminskningen i år förväntas i basindustrin, precis som i Sverige, eller minus sju procent i volym. I basindustrin påverkas flertalet delbranscher, många av dem relaterat till byggsektorn som trävaror, cement och byggstål. Teknikindustri håller uppe något bättre i genomsnitt med en minskad produktionstillväxt begränsad till en procent i år. Total industriproduktion förväntas också minska med en procent i år men förväntas öka lika mycket 2024 efter det att inflations- och räntechocken klingar av.

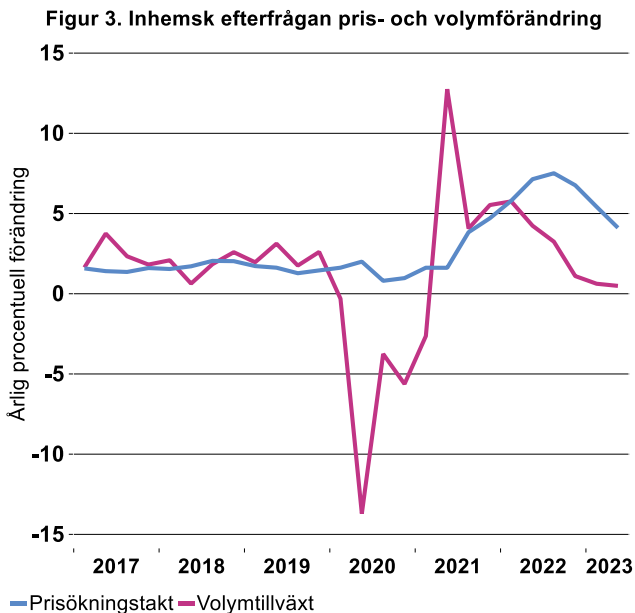


Stigande räntor har haft effekt sedan en tid tillbaka. Konsumtion och produktion av flertalet räntekänsliga varaktiga varor som exempelvis vitvaror och möbler har tagit stryk. Det finns ett undantag, försäljning av motorfordon vare sig det är person- eller lastbilar. Detta är en tillfällig effekt av catching up. Störningar i komponentflöden har varit omfattande men minskat i betydande grad även om de inte är helt avskrivna från dagordningen. Uppsvinget i försäljning av fordon från den

lägsta nivån som Eurozonen visat sedan moderna siffror startade år 1990 (exklusive pandemin) är dock tillfällig. Att uppgången bedöms temporär beror på att de leveranser som tidigare inte kunnat utföras i önskad takt nu har tilltagit.

I linje med ECB

Även om Eurozonen sammantaget inte är lika räntekänsligt som Sverige kommer ändå höga räntenivåer jämfört med tidigare fortsätta att inverka negativt på dess hushåll och företag. Detta är naturligtvis helt i linje med ECB:s politik, det vill säga att dämpa efterfrågan så att inflationstrycket avtar (se figur 3).



För första gången på över tio år har vi nu dessutom positiva förväntade realräntor vilket vi, förutom i USA, inte upplevt på över tio år (se figur 6). Däremot har vi ännu inte positiva realräntor *ex post* eller nuvarande nominal ränta avräknat inflationen även om så förväntas bli fallet under nästa år.

Hittills har Euroområdet maskininvesteringar utvecklats påfallande positivt. I mångt och mycket har tillväxten i år varit en eftersläpande effekt av ökat driftsöverskott (EBITDA) i näringslivet även i reala termer. Realt driftsöverskott finns inte i nationalräkenskapssystemet men kan skattas genom att inflationsrensa driftsöverskottet med exempelvis BNP-deflatoren. På marginalen fortsätter företag att öka sin kapitalstock så länge som förväntad marginalintäkt (driftsöverskott) är högre än marginalkostnaden

(kapitalkostnaden). Dessa marginalvillkor påverkas nu av ökade kapitalkostnader.

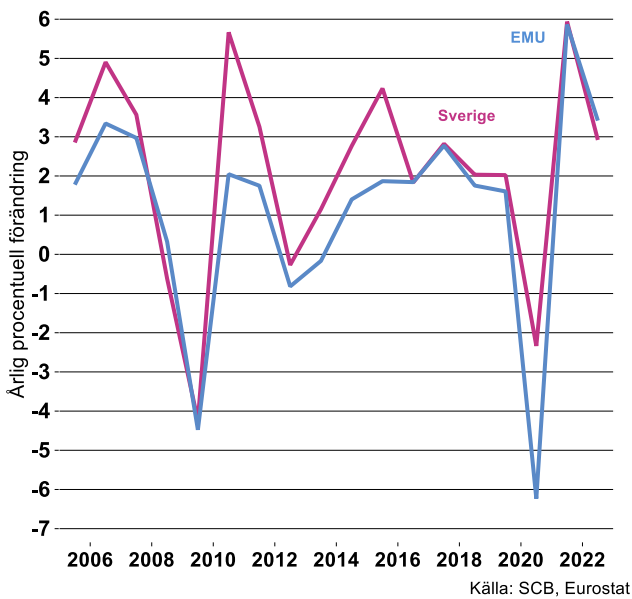
Om vi exkluderar faktorer vad gäller investeringar som inte går att ta på eller främst immateriella investeringar samt mjukvara med mera, kvarstår investeringar i maskiner, utrustning och byggnader. De förväntas minska för Euroområdet med en procent nästa år främst genom minskat bostadsbyggande, en process som redan har inletts. Detta stöds inte minst av ett rejält ras i byggnadstillstånd som ännu inte upphört. Vi noterar även att ordertillgången för tillverkare av investeringsvaror eller maskinindustrin i euroområdet minskat kvartal för kvartal under hela 2023. Uppsvinget i investeringar efter pandemin är över.

Industriekonomerna räknar med att BNP för euroområdet ökar med 0,9 procent i år och med 0,8 procent 2024. Bidraget till detta förväntas främst komma ifrån privat och offentlig konsumtion. Industriproduktionen som alltså minskar i år förväntas ökad något i linje med BNP-tillväxten eller med en procent.

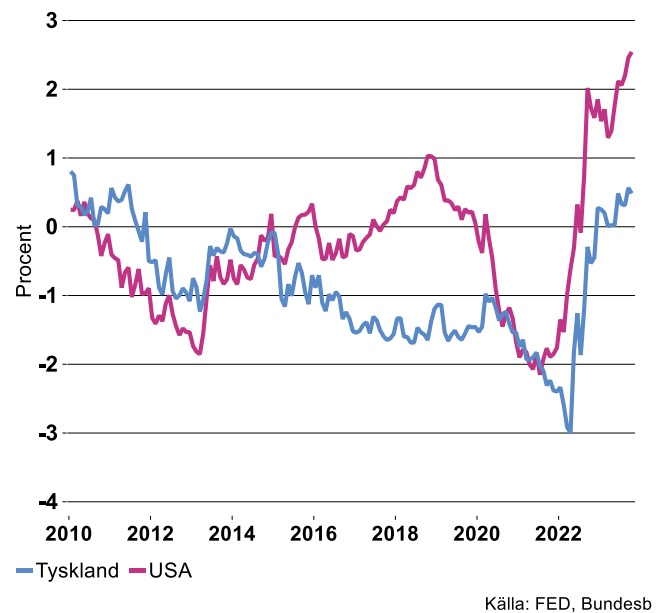
Bra men mindre uppmuntrande för Sverige

Detta är i och för sig gynnsamt att området i genomsnitt kan undvika en regelrätt ekonomisk tillbakagång. Vi vet dock att "svingarna" i Sveriges BNP-tillväxt utvecklas i linje med Euroområdet även om Sverige har högre räntekänslighet vilket påverkar vår ekonomi mer negativt för tillfället. Sett till att euroområdet är ett av det största marknadsområdena för vår export är förväntningarna för euroområdets tillväxt mindre uppmuntrande.

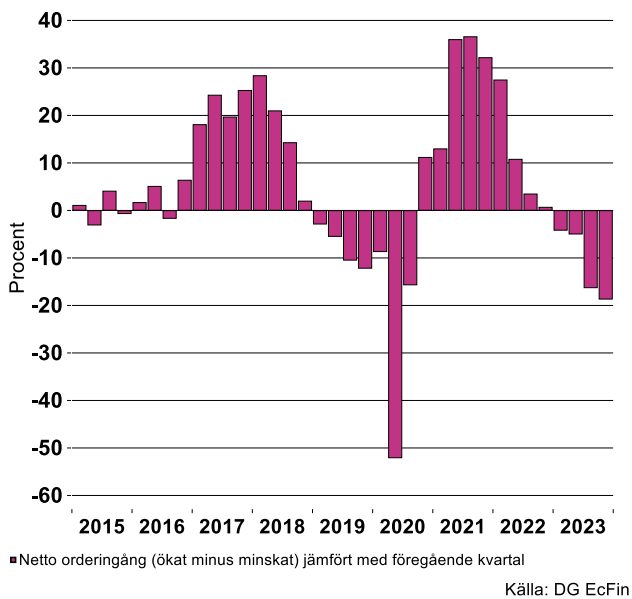
Figur 4. Sveriges BNP "svänger" med Europa (och världen)



Figur 6. Realränteobligationer 5 år. USA, Tyskland



Figur 5. Ordergång maskinindustri EMU



Eurozonen – USA. Varför skillnader?

De senaste 10 åren har ekonomisk tillväxt i USA överstigit Eurozonens dito. Området hängde med USA fram till den så kallade finanskrisen 2008–2009, men efter denna period har tillväxten varit måttlig. Både USA och Euroområdet har sina egna ekonomiska strukturproblem i varierande grad, inte minst USA:s komiska federala system för offentliga finanser. Maastrichtkriterierna i Euroområdet är minst lika komiskt i praktiken. Listan på obalanser kan göras ganska lång.

Hursomhelst skiljer sig ekonomisk tillväxt mellan regionerna. Vad är det som bidragit till att USA har dragit iväg? Tar vi en titt på hur den ekonomiska tillväxten sett ut utifrån produktionstillväxten i olika sektorer framkommer en ganska slående bild⁵.

Tillväxten för industrin har utvecklats påfallande lika och nästan i samma omfattning oaktat senaste året i USA. Industrin och tjänstesektorn i Eurozonen visar i stort sett samma tillväxt sedan 2005, men där industrin hade det besvärligt efter finanskrisen samt Eurokrisen år 2011 för att därefter ha kommit ikapp tjänstesektorn.

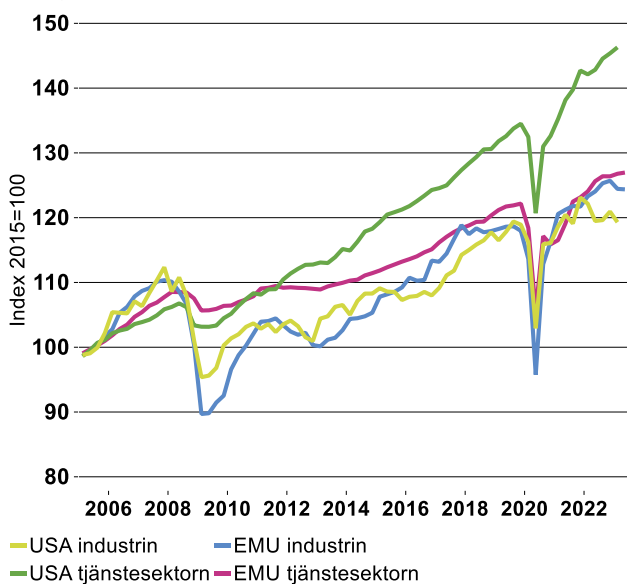
⁵ Se även Industriekonomernas rapport mars 2023 som behandlar BNP per capita i olika länder
<https://www.teknikforetagen.se/nyhetscenter/ekonomisk-analys/konjunkturrapporter/konjunkturprognos-mars-2023/>

USA däremot visar en hög tillväxt i tjänstesektorn jämfört med Eurozonen. Detta är knappast förvånande. Visserligen har 52 delstater lite olika förutsättningar, men det är antagligen lättare att utföra tjänsteproduktion mellan delstater fysiskt, analogt eller digitalt i USA än i mellan 20 länder inom euroområdet.

I USA är det främst två tjänstesektorer med exceptionell tillväxt sedan år 2005. Den ena är så kallade företagstjänster benämnt professional and business service med en tillväxt på 80 procent 2005–2022 (3,5 procent per år ränta på ränta). Den andra sektorn är information-, internet- and dataprocessing med en produktionstillväxt på 5,9 ggr eller elva procent per år 2005–2022.

Euroområdet kommer även framöver ha en medioker tillväxt för tjänstesektorn jämfört med USA så länge som den inte är lika välutvecklad eller är föremål för andra praktiska eller kulturella hinder.

Figur 7. BNP från produktionssidan. EMU respektive USA

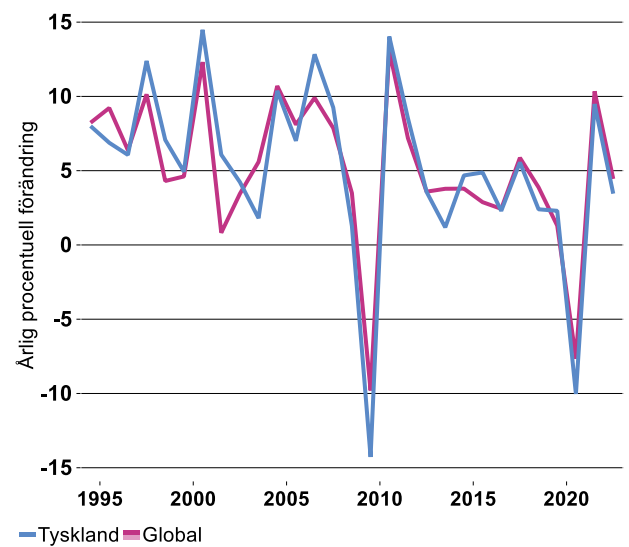


Källa: Eurostat, BEA

Tyskland med sedvanligt tillväxtproblem

Om Sverige är en liten ekonomi med högt beroende av internationell handel är Tyskland en stor ekonomi med minst lika högt internationellt handelsberoende.

Figur 8. Tysklands export av varor och tjänster samt global världshandel av varor och tjänster. Volym

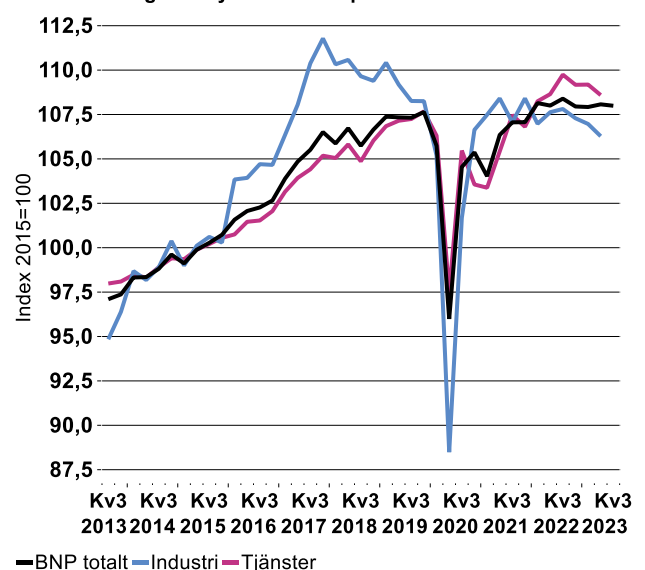


Källa: Destatis, OECD

Att Tyskland har problem med ekonomisk tillväxt både för närvarande och i ett längre perspektiv noteras i BNP sett från produktionssidan.

Byggproduktionen om än volatil har minskat trendmässigt sedan slutet av 2018. Utvecklingen av byggnadstillstånd, stigande räntor samt demografiska skäl tyder inte på något förestående uppsving. Till skillnad mot Euroområdet sammantaget är produktionsnivån för industrin lägre i

Figur 9. Tyskland BNP produktionssidan



Källa: Stat.Bundesamt

dagsläget än 2018. Visserligen studsade produktionen upp efter pandemin men har sedan första halvåret 2021 tappat

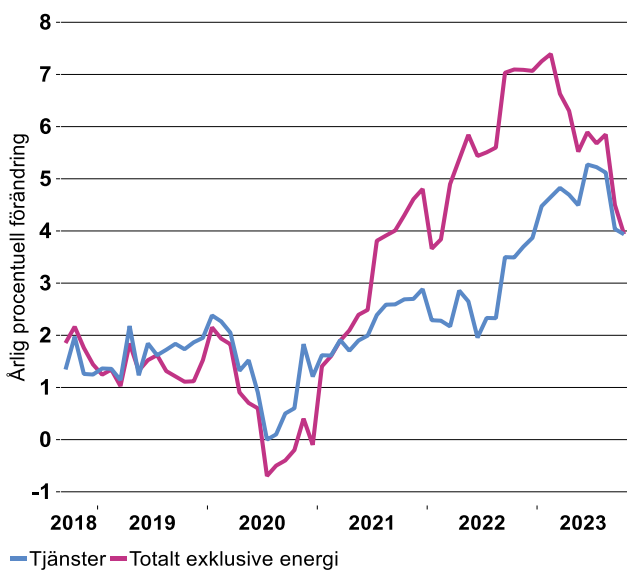
tillväxtkraft. Med svag utveckling i världshandel och en sackande hemmamarknad är industriproduktionens tillväxt inte så förvånande. Likaså har tjänstesektorn inte heller lyckats visa något starkt momentum jämfört med Euroområdet sammantaget.

Tysklands BNP tillväxt visade nolltillväxt tredje kvartalet i år jämfört med närmast föregående kvartal. Därmed upprepades den nolltillväxt som presenterats de tre senaste kvartalen. Då vi förväntar oss att fjärde kvartalet blir något svagare än tredje kvartalet i år bedömer vi att BNP tillväxten minskar med 0,3 procent i genomsnitt i år.

Mot målet – stolpe in

Trots feta löneavtal inte minst inom industrin har hushållens reala disponibla inkomster påverkats negativt av inflationsuppgången och därmed också slagit negativt på hushållens konsumtion. Därvidlag skiljer sig inte Tyskland från andra länder även om resan för realekonomin för hushållen i Sverige varit än värre. Inflationstakten har dock dämpats betydligt och lägger grunden till svagt ökad konsumtion 2024 eller en ökning med 0,8 procent som följer på en bedömd minskning med 0,6 procent i år. Denna bedömning baseras på att ECB:s inflationsbekämpning verkligen lyckas. Samtidigt ligger löneavtalen högt även nästa år eller drygt fyra procent.

Figur 10. Tyskland konsumentpriser



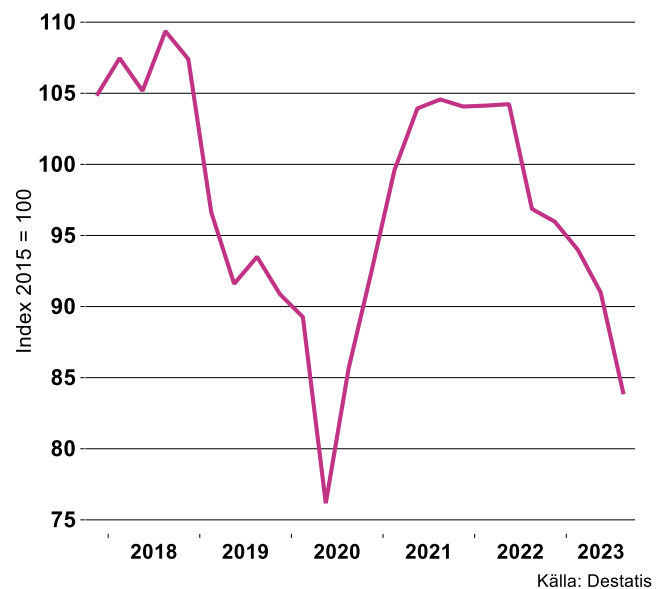
Inflationstakten exklusive energi har avtagit till 3,9 procent i oktober efter att ha varit uppe på 7,4 procent som mest i

februari i år. Även inflationstakten för tjänster har avtagit. Den sammantagna inflationstakten har dock dämpats genom ett icke oväsentligt bidrag från livsmedel och energi. Livsmedelspriser var upp och nosade på en ökningstakt på 22 procent i mars, men har fallit ner till 6 procent i oktober. Exkluderas livs och energi ligger inflationstakten på 4,3 procent i oktober. KPI exklusive energi bedöms öka med 6 procent i år men faller ner till en ökningstakt på 2,5 procent i genomsnitt nästa år. Inflationen kryper närmare ECB:s mål.

Svart pist för order

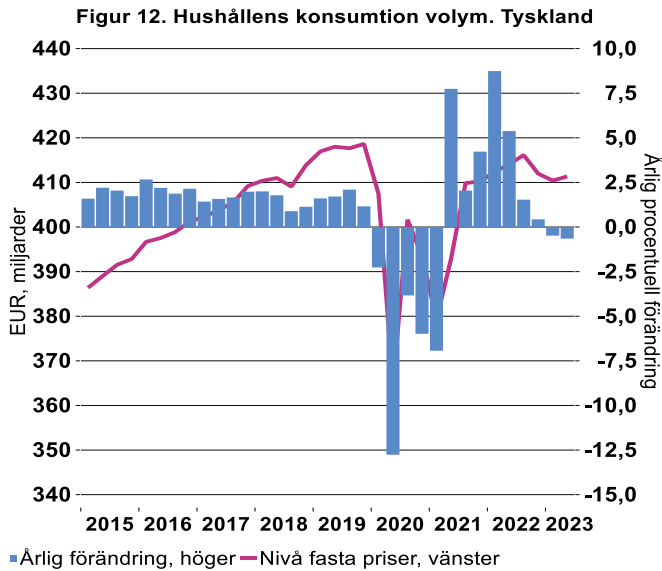
Däremot förväntas inte investeringar öka nästa år efter en måttlig ökning i år på 1,5 procent. Ränteuppgången slår negativt på investeringar som förväntas minska med 1,5 procent 2024. Orderingången från Tyskland till tyska producenter av maskinutrustning har fallit rejält och vittnar om minskade inhemska maskininvesteringar även om inte all utrustning från Tyskland står för hela marknaden. Likaså har nedgången i antalet bygglov minskat i hög omfattning. Givet att konsumtionen tar lite bättre fart förväntas Tysklands BNP öka svagt eller med 0,5 procent 2024.

Figur 11. Orderingång volym Tysklands maskinindustri för tysk marknad

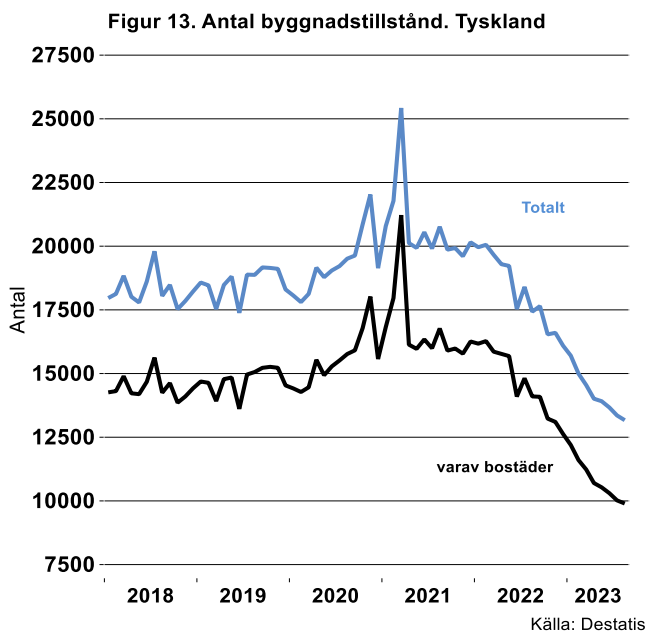


På lite längre sikt har politiken i Tyskland klantat till det å det grövsta. Energisystemet lämnar mycket i övrigt att önska. Beroendet av gas är fortsatt högt men nu i form av LNG som har ett högre pris än när det kom farandes från rysk mark. Kärnkraften är nedmonterad. Nu och framöver

betonas vind och sol, som för att hålla elsystemet i balans kryddas med gas och kol. Knappast en långsiktigt bra lösning i dessa koldioxidtider.



Källa: Destatis

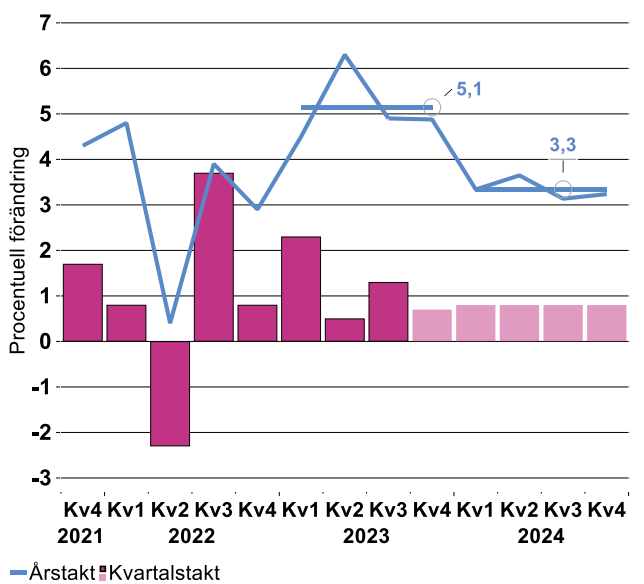


Källa: Destatis

Kina: Guldåren över sen länge

Kinas ekonomi har åkt lite berg-o-dalbana de senaste kvartalen (se figur 1). De omfattande pandemirelaterade nedstängningarna av storstäder som Shanghai med flera, ledde till ett BNP-ras under våren 2022 med över två procent (kvartalstakt). Avvecklingen av pandemipolitiken med början under förra hösten har inneburit att ekonomin gradvis återhämtat sig.

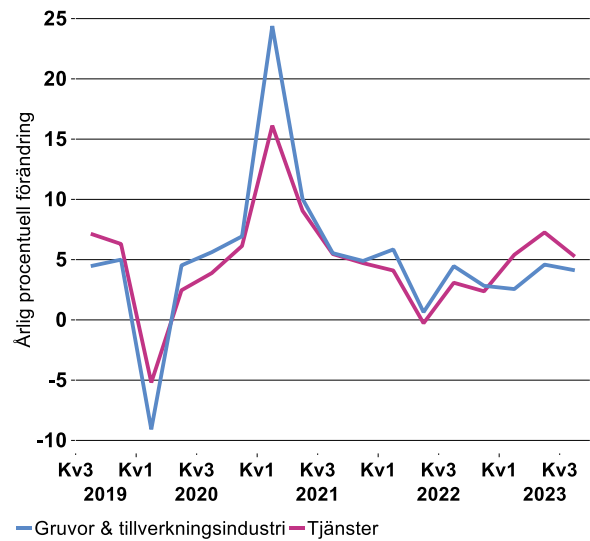
Figur 1. Tillfällig skutt följt av avmattnig



Källa: Industriekonomena, CNB

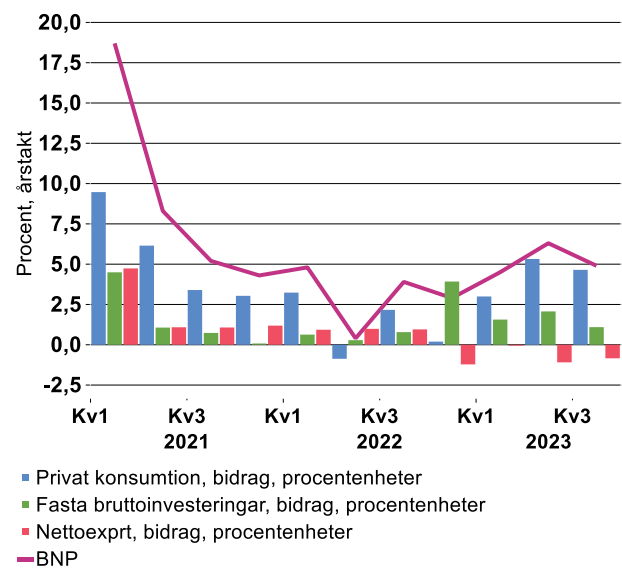
Föga överraskande har det varit hushållens konsumtion som givit skjuts till ekonomin under 2023, en förväntad effekt av avskaffade covid-restriktioner (se figur 3). Även fasta bruttoinvesteringar har lämnat ett visst bidrag medan nettoexporten agerat släpänkare. Likt andra länder som tidigare släppt sin pandemipolicy rullade produktion och konsumtion av tjänster upp mer än varuproduktionen, så även i Kina. Men under tredje kvartalet i år tappade tjänsteproduktionen tempo efter det inledande suget från konsumenter att ta igen lite av det som inte gick att konsumera i önskad omfattning under 2022.

Figur 2. BNP tillväxt volym per sektor Kina



Källa: CNB

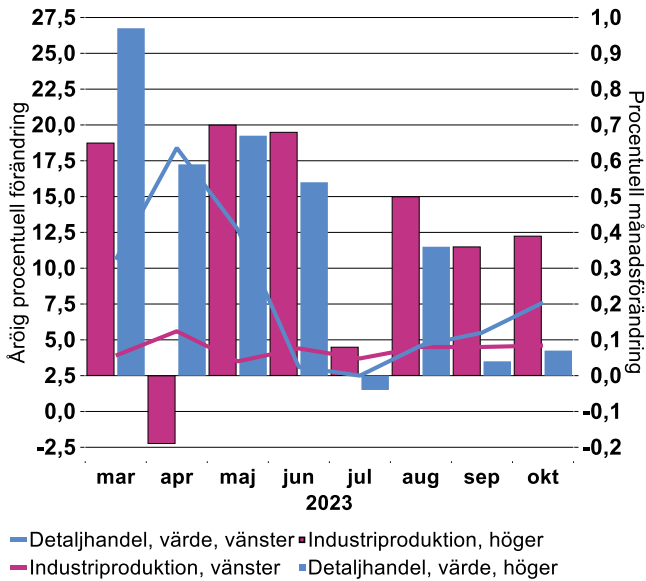
Figur 3. Hushållens kosläpp bakom återhämtningen



Källa: CNB

Vi ser dock inga tecken på att Kina håller på att växla in på ett ihärdigt snabbare tillväxtspår. Efter ett relativt starkt tredje kvartal verkar ekonomin fortsätta att växa men inte accelerera. Som framgår av figur 4 har kraften i såväl detaljhandeln som industriproduktionen gradvis mattats under året.

Figur 4. Ingen riktig kraft i återhämtningen

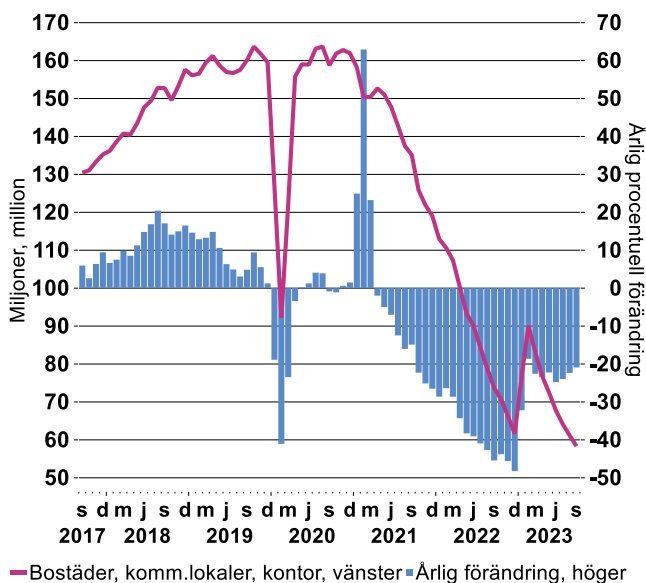


Källa: CNB, Världsbanken

Med tanke på att vi räknar med en global inbromsning nästa år drivet av en mer åtstramande ekonomisk politik i många länder lär inte heller exporten ge något nämnbart stöd till Kinas ekonomi.

Byggsektorn har sedan en tid tillbaka inte långt ifrån havererat. Ännu syns inte någon tillnyktring. Antal byggstartar kvicknade till inledningsvis efter ändrad covidpolicy för att därefter falla tillbaka. Kina är inte i behov av exceptionellt fler bostäder, kontor eller lokaler. I stället bör produktivitetstillväxten adresseras inte minst mot bakgrund av demografisk utveckling framöver.

Figur 5. Byggstartar miljoner kvm per månad



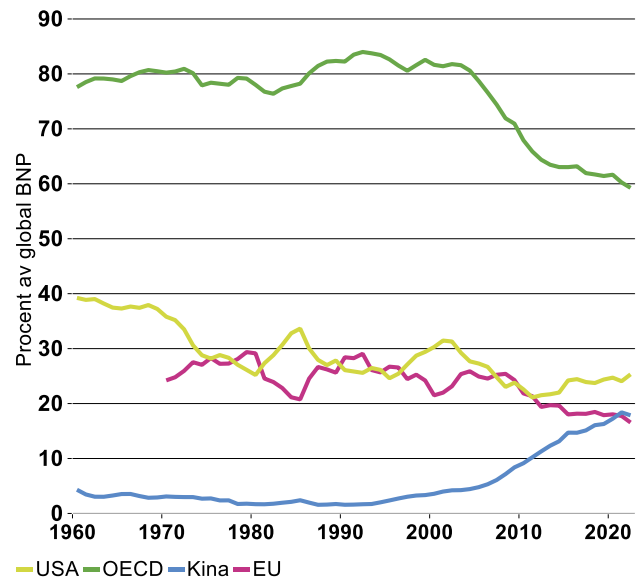
Källa: CNB

Kinaloket tappar farten – å de snabbt

Sammantaget räknar vi med att Kinas BNP växer med drygt fem procent 2023 – mycket som en reflektion av ett svagt 2022 – men att ekonomin tappar farten till cirka 3,5 procent 2024.

Industriekonomerna har under lång tid pekat på den snabbt avtagande underliggande tillväxtkraften i Kinas ekonomi. Tiden med hisnande, ofta tvåsiffriga tillväxttakter, är sedan länge förbi. Fram tills nyligen har det känts som en kassaskåps säker prognos att Kina, med sin gigantiska befolkning, förr eller senare kommer att kvala in som världens största ekonomi. Det scenariot verkar nu alltmer osannolikt. Figur 4 visar att Kinas andel av världsekonomin, som ökade snabbt från 3,5 procent av global BNP till 15 procent under åren 2000–2015, nu har planat ut strax under 20 procent.

Figur 6. Kina kommer aldrig ikapp USA



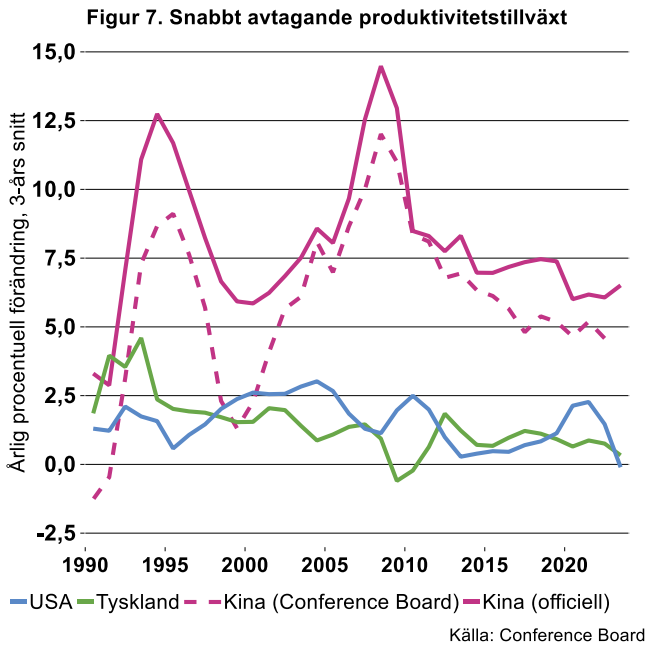
Källa: Världsbanken

Däremot har USA:s andel inte bara stabiliserats, utan till och med ökat det senaste decenniet och utgör 25 procent av global BNP.

De lågt hängande frukterna har plockats

Bakom Kinas snabbt förlorade kraft ligger en dramatisk avmattning i produktivitetstillväxten, från 10–15 procent i årstakt för 15–20 år sedan till 5–7 procent (se figur 7). Visserligen överträffar Kina fortfarande de mogna industri-

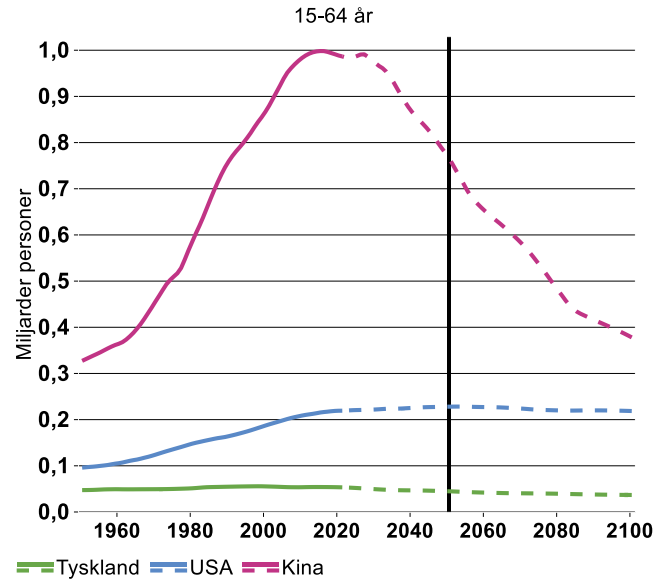
länderna, ännu återstår en viss *upphinnareffekt*, men gapet sluts snabbt.



En demografisk katastrof

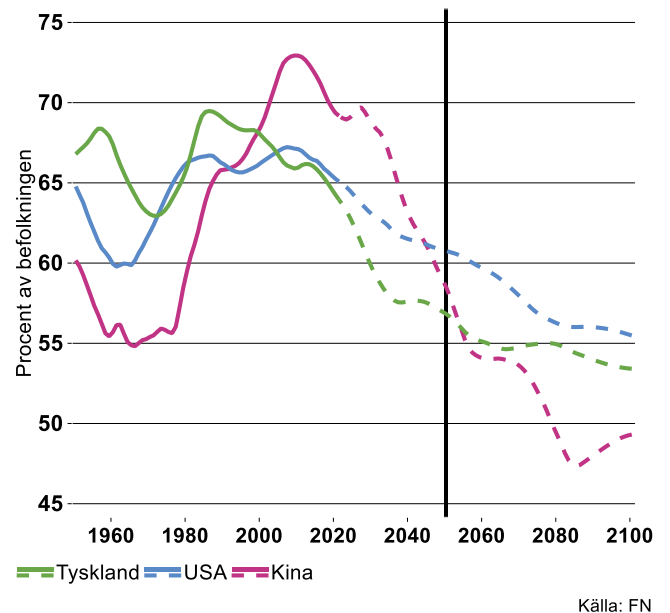
Förutom vikande produktivitetstillväxt talar Kinas demografi för fortsatt fallande tillväxtkraft. Den arbetsföra befolkningen toppade redan år 2015 och förväntas rasa dramatiskt, från 990 miljoner personer år 2027 till drygt 750 miljoner år 2050 (se figur 8). Under motsvarande period förväntas USA:s arbetsföra befolkning öka något medan exempelvis Tysklands förväntas minska med 20 procent.

Figur 8. Ras i Kinas arbetskraft



Konsekvensen blir att Kina står inför en demografisk katastrof när den arbetsföra befolkningens andel av total befolkning faller från 70 procent till under 60 procent till 2050 (se figur 9). Det betyder att försörjningsbördan ökar dramatiskt för en snabbt fallande arbetsföra befolkning.

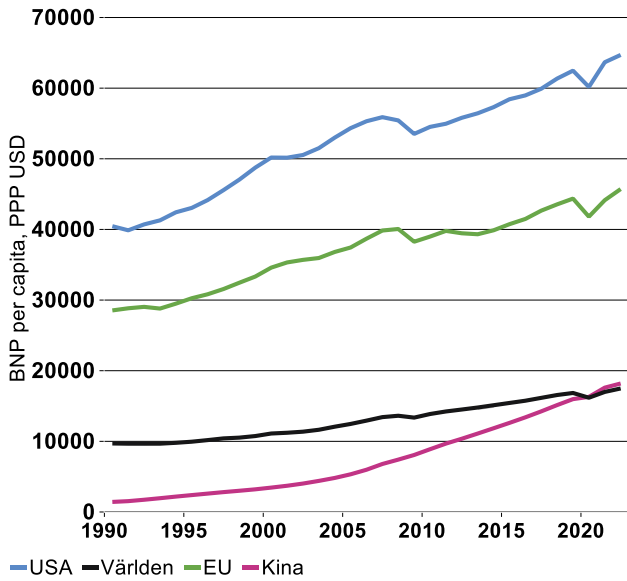
Figur 9. Kina en demografisk katastrof



Kan Kina bli ett väldståndsländ?

I dagsläget är Kinas medelinkomst (BNP per capita) knappt trettio procent av USA:s och 40 procent av EU:s (se figur 10 och figur 11). Kinas medelinkomst är nu i paritet med Sveriges på 1960-talet.

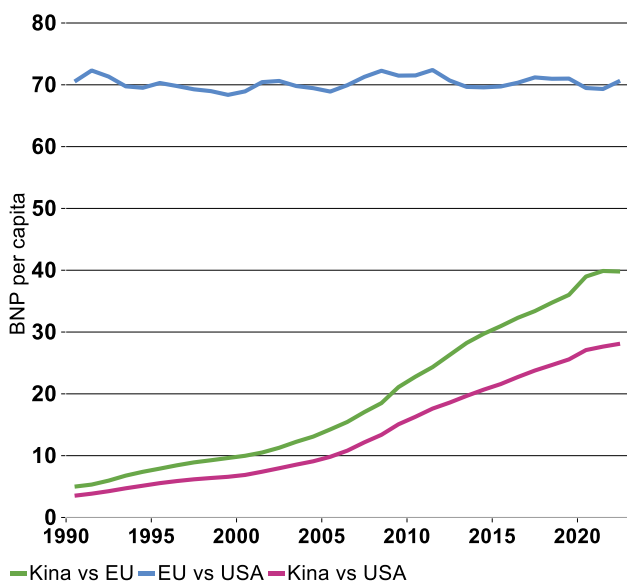
Figur 10. Kina långt efter i välståndsligan (1)



Källa: Världsbanken

Visserligen var utvecklingen imponerande under åren 2000–2015 men andelen har planat ut på sistone. Notabelt är också att även om Kinas medelinkomst närmast sig USA:s i relativa termer är klyftan oförändrad i absoluta tal. Gentemot EU har det absoluta gapet bara krymp en aning.

Figur 11. Kina långt efter i välståndsligan (2)



Källa: Världsbanken

I tillväxtlitteraturen talar man om *betingad konvergens*: det är väl känt att fattigare länder tenderar att växa fortare än rikare

länder och avancera i välståndsligan. Det är dock långt ifrån självklart att alla länder kan nå toppen av ligan. Hur högt ett land kommer är *betingat* på strukturella faktorer: hur tillväxtbefrämjande de politiska, sociala och ekonomiska systemen är.⁶ Med dessa perspektiv är det högst osannolikt att Kina någonsin kommer att komma i närheten av Västvärldens levnadsstandard – åtminstone inte med nuvarande system. Just nu verkar det som om Kinas institutioner medger en betingad konvergens runt 30 procent jämfört med topplagen.

⁶ Notabelt är även att USA behåller sitt betydande övertag i välståndsligan gentemot EU. I Industriekonomernas

konjunkturprognos, mars 2023, analyserar vi detta lite mer utförligt.

Sverige: svagt

Sverige är en liten öppen ekonomi. Det sammantagna ekonomiska begreppet BNP eller värdet av samtliga varor och tjänster som produceras under en tidsperiod utgör 0,6 procent av motsvarande globala värde.

Genom att delta i internationell arbetsfördelning kan ett land sträva emot produktion av varor och tjänster där man har fördelar gentemot andra länder. Detta skapar vanligtvis stora ekonomiska vinster för företag och hushåll.

Sverige har de senaste 60–70 åren tillverkat och tillhandahållit en mängd olika produkter. Ett axplock från exempelvis år 1966 visar att Sverige fick ihop 6 289 000 par herrbyxor, 328 706 elektriska kylskåp för hushållsbruk och 138 345 televisionsmottagare av tjock-tv-karaktär. Dessa produkter tillverkas i dagsläget inte alls eller i knappt mätbar omfattning. I stället har vi inriktat oss på andra produkter eller tjänster där vi har än bättre förutsättningar att tillhandahålla värden och låter andra länder eller regioner tillverka de ovan nämnda produkterna som vi i stället importerar och betalar för med export.

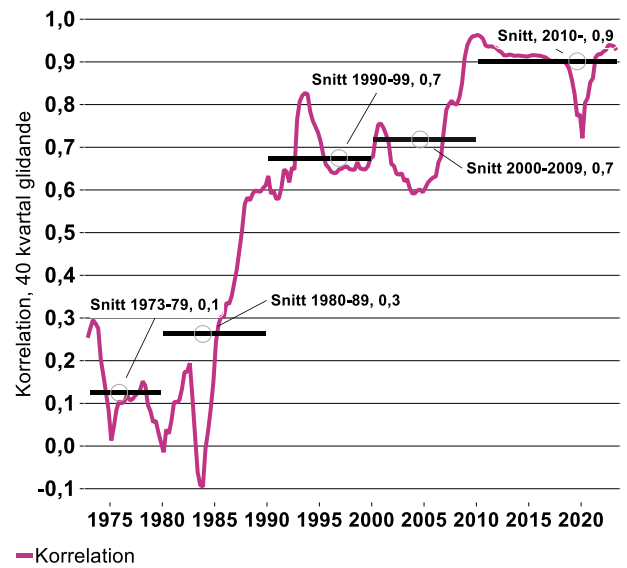
Teknikföretagen har i andra sammanhang påvisat Sveriges höga internationella beroende, antingen direkt eller indirekt via en så kallad analys av inhemska förädlingskedjor.

Detta betyder att Sveriges ekonomiska tillväxt och i förlängningen hushållens väl och ve, arbetsmarknad och offentliga sektorns finanser sammanhänger intimt med det ekonomiska tillståndet i världsekonomin.

Kausalitet och korrelation

Men det har inte alltid varit så. På 1960- och 1970-talen visade inte Sveriges ekonomiska tillväxt någon större korrelation med tillväxten för OECD-länderna. Sveriges ekonomiska politik, en icke fungerande lönebildning och den fasta växelkursregimen inverkar negativt på ekonomisk tillväxt under dessa decennier. Därutöver genomgick Sveriges ekonomi stora strukturförändringar där delar av varuproduktionen inte längre var konkurrenskraftig. Korrelationen har dock ökat trendmässigt över tid. För de senaste dryga tjugo åren har korrelationen mellan Sverige och OECD-ländernas BNP-tillväxt ökat till höga 0,9.

Figur 1. Korrelation; BNP-tillväxt Sverige och OECD-länder



Källa: SCB, OECD

Om vi kastar en blick på BNP:s olika delar kan konstateras att korrelationen är mycket hög för samtliga efterfrågekomponenter eller hushållens konsumtion, investeringar men främst utrikeshandel.

Att korrelationen är hög och inte långt från närmast perfekt (1,0) betyder ändå att Sveriges ekonomiska tillväxt mycket väl kan avvika från omvärlden, högre eller lägre.

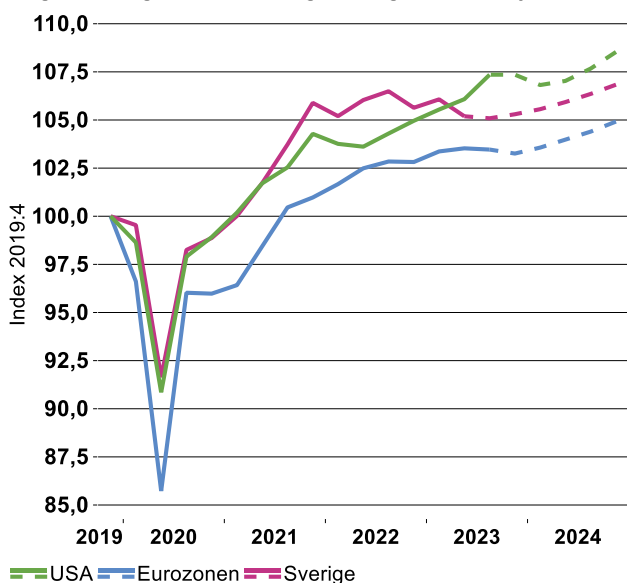
Korrelation säger heller inget om kausalitet, eller orsaksamband. Industriekonomerna är dock inte blygsam utan konstaterar att kausaliteten går från omvärlden till Sverige och inte tvärtom som följd av vår ringa storlek på vår ekonomi.

Svag utveckling i Sverige sedan början av 2022

Korrelationen kan alltså vara hög, men svängningarna kan samtidigt vara olika stora och det kan uppkomma perioder där vår tillväxt avviker från den i omvärlden. I fördjupningen "Sverige vs Eurozonen" konstateras till exempel att Sveriges ekonomi under perioden från slutet av 1990-talet till nu utvecklats starkare än Eurozonens, som utgör 25 procent av OECD. För BNP, BNP-produktivitet, BNP per capita, industriproduktion och produktivitet inom tillverkningsindustrin ligger Sveriges utveckling i topp under denna period jämfört med flertalet av Eurozonens medlemmar. Och genomgående var utvecklingen i Sverige starkare än genomsnittet för Eurozonen.

Tittar man på BNP-utvecklingen enbart under de senaste åren har det motsatta dock varit fallet (se figur 2). Varför har då svensk ekonomi hackat sig fram sedan början av 2022? Kvartalstillväxterna har i genomsnitt varit svagt negativ (-0,1 procent). Nya data pekar på noll-tillväxt under kvartal tre i år.

Figur 2. Svag BNP-utveckling i Sverige sedan början av 2023



Källa: SCB, Eurostat, U.S. Bureau of Economic Analysis (BEA) och Macrobond

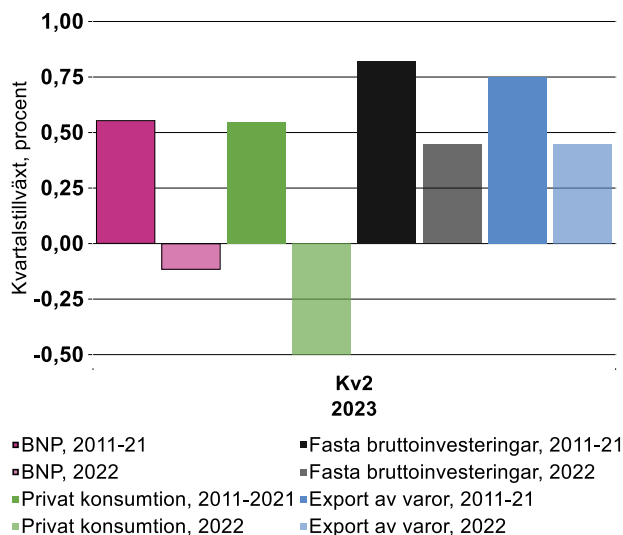
Utvecklingen i delkomponenterna på efterfrågesidan visar ett tydligt ras i bruttoinvesteringarna, speciellt bostadsinvesteringarna, en positiv men ändå historiskt svag utveckling av varuexporten men framförallt ett tydligt fall i hushållens konsumtion (se figur 3). Exporten av tjänster har också backat men först i år.

Att utvecklingen varit svag är lätt att förstå. Stigande inflation och höga räntor samt fallande tillgångspriser slår både på investeringar och privat konsumtion. I viss utsträckning har hushållen tagit av sitt sparande för att jämna ut konsumtionen, men fallet är ändå tydligt. En del företag har haft stigande priser på sina varor vilket delvis kompenserat för kostnadsökningarna. Men fallande efterfrågan och sämre framtidsutsikter bidrar också till minskade investeringar.

Byggsektorn har drabbats hårt av stigande byggkostnader, fallande bostadspriser och en minskad efterfrågan till följd av bland annat stigande räntor. Det faktum att krisen är global

gör att även exporten påverkas tydligt negativt, trots att den svagare växelkursen delvis fungerat som en krockkudde.

Figur 3. Genomgående svag utveckling sedan början av 2022
Genomsnitt 2011-2021 och 2022-



Källa: SCB och Macrobond

Att BNP-tillväxten varit svagare i Sverige under senare år än i till exempel Eurozonen beror sannolikt bland annat på att Sverige initialt drabbades mindre av pandemin än Eurozonen. De har alltså haft mer att ta igen. Trots den senaste tidens svaga utveckling har Sverige sammantaget utvecklats starkare än Eurozonen sedan slutet av 2019 (se figur 2).

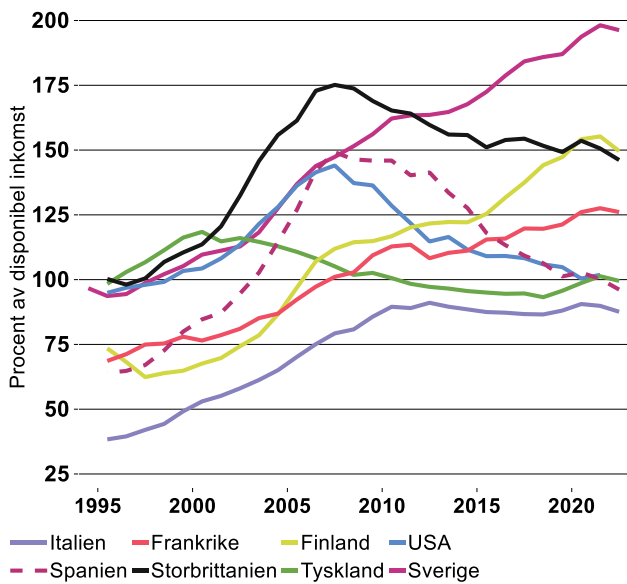
Jämför man utvecklingen i Sverige med den i USA är den relativt likartad fram till mitten av 2021. Under slutet av det året växte Sverige starkare. Men sedan slutet av förra året har Sverige utvecklats svagt även i relation till USA.

En annan förklaring till den relativt svaga utvecklingen i Sverige är hushållens höga skuldsättning och räntestrukturen på lånen (se figur 4).⁷ Att hushållen i Sverige är högt belånade och att detta innebär risker, är något som under lång tid har lyfts och debatterats. Oro har framförallt funnits för vad som skulle hända om ekonomin drabbades av just negativa utbudschocker. Detta skulle sätta Riksbanken i en väldigt besvärlig situation. En betydligt knepigare sats än om inflationstrycket ökade till följd av en för stark efterfrågan.

⁷ Se förra konjunkturrapporten

<https://www.teknikforetagen.se/nyhetscenter/ekonomisk-analys/konjunkturrapporter/konjunkturprognos-juni-2023/>

Figur 4. Svenska hushåll högt skuldsatta



Riksbankens mål är framför allt att stabilisera inflationen. Men den kan också ta hänsyn till den finansiella stabiliteten och den realekonomiska utvecklingen. Frågan var om Riksbanken skulle våga ha fullt fokus på inflationen om den drog iväg. Skulle den höga skuldsättningen minska den möjligheten, skulle Riksbanken tvingas ta det försiktigt med räntehöjningarna av hänsyn till finansiell stabilitet? Det fanns också resonemang om att den höga skuldsättningen och en relativt stor andel lån med rörlig ränta eller ränta med kort bindningstid skulle göra penningpolitiken mer potent, och därmed kanske minska behovet av att höja räntan. Så hur blev det?

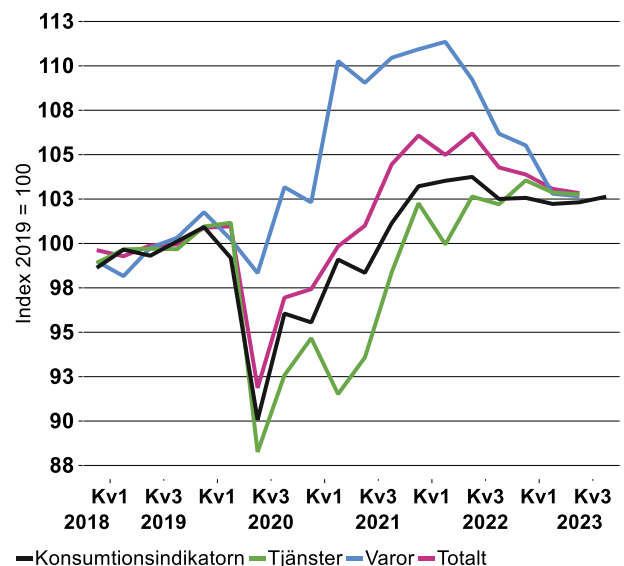
Det vi har fått erfara under de senaste åren är att Riksbanken, när inflationsspöket dök upp på sämsta möjliga sätt, valt att ha fullt fokus på inflationsmålet. Och den höga skuldsättningen till trots har de höjt räntan i linje med andra centralbanker. Att effekten på hushållen och svensk ekonomi då blir större än i andra länder är inte förvånande utan helt i linje med vad man kan vänta sig. Vad man kan fråga sig är möjligtvis varför detta inte har fått ännu större effekt på inflationen. Möjligtvis är det kronans försvagning som har spelat roll. Eller så kommer svensk inflation rasa under nästa år, mer än vad som ligger i många prognosmakares bedömningar. Utgångspunkten är vanligtvis att det tar cirka två år innan ränteförändringar får full effekt på inflationen,

men det finns en tendens att utvärdera effekterna på kortare tid.

Även konsumtionen av tjänster backar

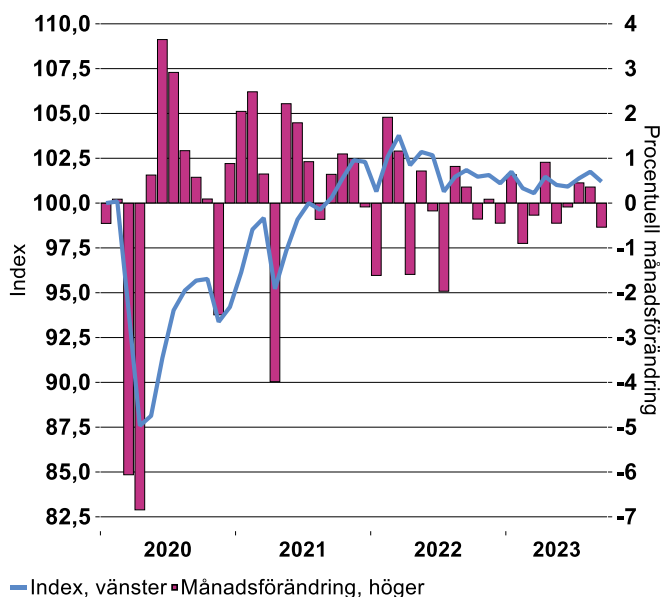
Vad har då hushållen dragit ned på? Som framgår av figur 5 så finns det ett tydligt pandemimönster i utvecklingen av hushållens konsumtionsutgifter. Konsumtionen av varor drog iväg under pandemin medan tjänstekonsumtionen föll för att sedan gradvis återhämta sig. I början av 2022 var det varorna som tog stryk och vi fick se ett tydligt ras. Först under 2023 började även tjänstekonsumtionen backa och förhoppningsvis kommer detta avspeglas i tjänstepriserna framöver. Diagrammet nedan visar utvecklingen fram till andra kvartalet i år.

Figur 5. Hushållens konsumtionsutgifter



För tredje kvartalet visar konsumtionsindikatorn faktiskt en viss uppgång (+0,3 procent i fasta priser, säsongrensade och kalenderkorrigerade tal jämfört med det andra kvartalet). Om man tittar på hur hushållen ändrat sin konsumtion under tredje kvartalet jämfört med det andra kvartalet ser man en tydlig nedgång i hemmaföremålen. Konsumtionen av möbler, inredningsartiklar med mera minskade med nästan sju procent. Även inköp av kläder och skor föll tydligt. Hushållen ökade däremot sin konsumtion av transport samt sina inköp och service av motorfordon.

Figur 6. Hushållens konsumtion föll i september



Källa: SCB och Macrobond

Månadsdata visar att konsumtionen hoppar lite upp och ner mellan månaderna (se diagram 6). Under sommaren ökade konsumtionen, medan den i september minskade med 0,5 procent jämfört med i augusti. På årsbasis föll konsumtionen med 0,7 procent i september.

Vad kan vi vänta oss av resten av 2023? Kommer konsumtionen fortsätta att rasa som i september? Det är få saker som talar för att det blir någon rejäl ökning av konsumtionen. Det höga ränteläget, den höga inflationen, en försämrad arbetsmarknad och dystra hushåll talar i stället för en fortsatt dämpad utveckling. Tidigare har hushållen i viss utsträckning tagit av sitt sparande för att jämna ut konsumtionen, men den möjligheten bör bli gradvis mindre. Hushållens konsumtion väntas därför utvecklas fortsatt dämpat under resten av 2023.

Även under 2024 kan utveckling väntas bli relativt svag. Men fallande inflation och därmed gradvis stigande reallöner väntas successivt förbättra utsikterna för hushållen. Därmed kan konsumtionen börja öka igen, men dock endast i liten omfattning. Någon konsumtionsfest står inte för dörren.

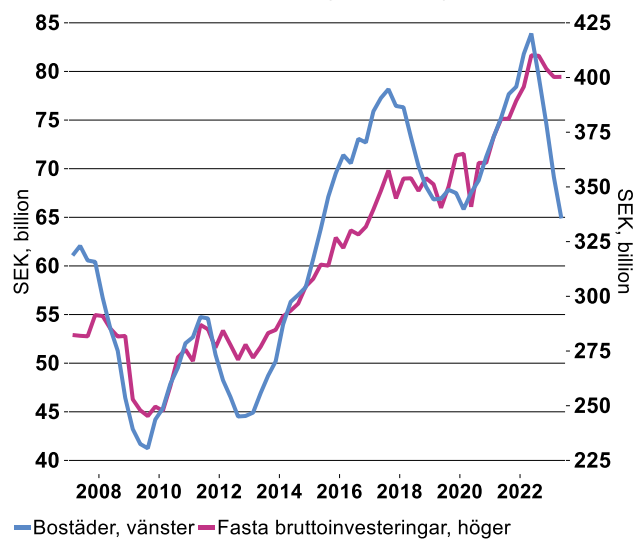
Ras i bostadsinvesteringarna

De fasta bruttoinvesteringarna har under det senaste året minskat tydligt (se figur 7). Investeringarna var sammantaget nästan 2,5 procent lägre andra kvartalet i år jämfört med samma period i fjol.

De fasta bruttoinvesteringarna utgörs av investeringar i bostäder (ca 20%) och anläggningar (ca 25%) samt maskiner och inventarier (ca 30%) samt immateriella produkter (ca 25–30%).

Figur 7. Ras i bostadsinvesteringarna

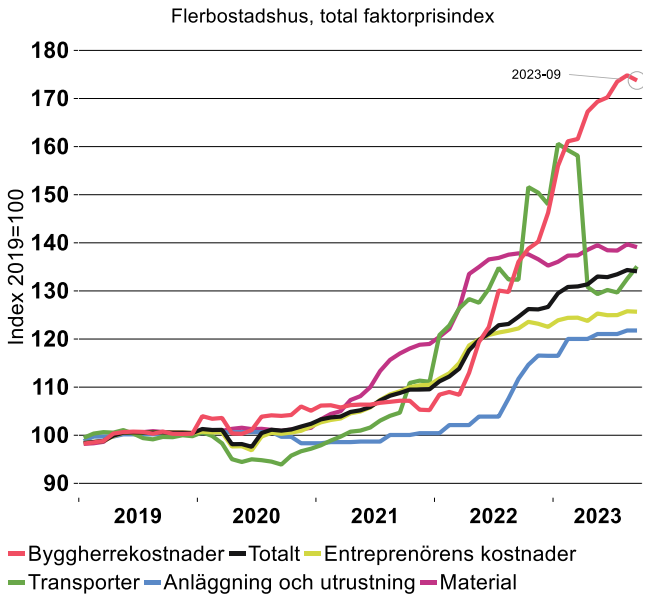
Fasta priser, säsongrensat, miljarder



Källa: SCB och Macrobond

Som tidigare nämnts är det framförallt bostadsinvesteringarna som rasat, andra kvartalet hade de minskat med cirka 23 procent på ett år. Stigande byggkostnader och räntor samt sämre framtidsutsikter driver utvecklingen. Stigande räntor innebär ökade kostnader för dem som ska köpa ett boende, för byggbolagen och även för entreprenören som får stigande byggkostnader. Även transportkostnaderna steg kraftigt under 2022 men har sedan början av året gått tillbaka en hel del, andra byggkostnader har planat ut på en hög nivå (se figur 8).

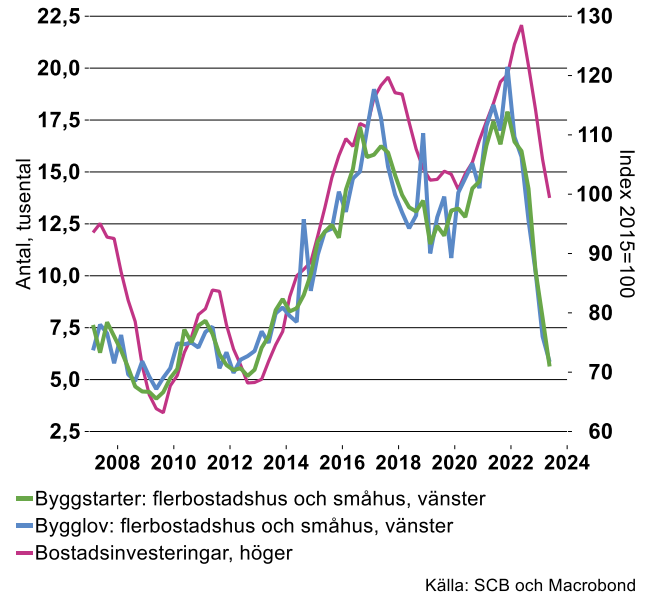
Figur 8. Byggbkostnaderna kvar på hög nivå



Blickar man framåt ser det i närtid fortsatt mörkt ut. Räntorna kommer vara fortsatt höga, speciellt de reala, då Riksbanken kan antas avvakta något med att sänka räntan även om inflationstrycket lättar. Någon återgång till minusräntor är heller inte troligt, så ränteläget kommer vara högre än under senare år.

Att stämningläget inom byggsektorn enligt Konjunkturinstitutets mätningar är mycket svagt är inte förvånande. Tittar man på framåtblickande statistik som antal byggstartar och bygglov finns det fog för att förvänta sig en dämpad utveckling (se figur 9). Antalet byggstartar och bygglov är nere på knappt 6000, en nivå som rådde för tio, tjugo år sedan. Statistik är visserligen i någon mån svårtolkad till följd av säsongeffekter och eftersläpningar i rapporteringen men kan ändå ge en fingervisning om hur bostadsinvesteringarna väntas utvecklas framöver.

Figur 9. Bygglov och startar signalerar svaga investeringar



I Boverkets bostadsmarknadsenkät för 2023 angav 180 av landets 290 kommuner att det var underskott på den lokala bostadsmarknaden. Samtidigt uppger nästan 70 procent av företagen i Konjunkturinstitutets senaste barometer att byggandet hålls tillbaka av en otillräcklig efterfrågan. Det finns alltså behov men uppenbarligen går kalkylerna inte ihop. Det bör inte hänga på ränteläget. Det kan inte vara rimligt att byggande är lönsamt enbart om Riksbanken styrränta ligger runt noll. Detta talar för en press ned på insatsvarupriser, bostadsstandard, priserna på nybyggda bostäder och möjligtvis marginalerna inom byggindustrin. Dock inget som kan väntas ske i närtid. Det mesta talar alltså för en fortsatt svag utveckling både i år och även nästa år för bostadsinvesteringarna.

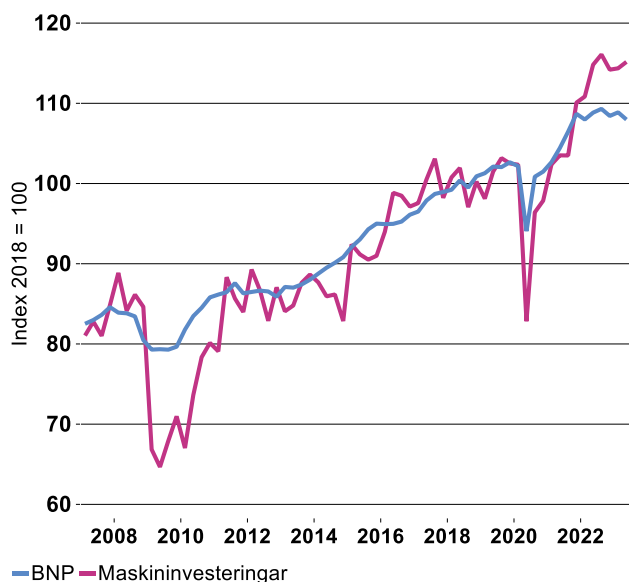
Investeringar i maskiner

Hur går det då för övriga investeringar? Sveriges maskininvesteringar följer vanligtvis utvecklingen i BNP. Vid ekonomiska chocker som år 2009 eller under pandemin minskade de dock i högre omfattning än BNP. Sedan pandemin släppte sitt grepp tilltog dock tillväxten i maskininvesteringar i hög grad. Detta följde bland annat av ett uppdämt behov för de investeringar som inte kunde genomföras under pandemin. Därutöver var kapitalkostnaderna inledningsvis låga. Med början av andra kvartalet förra året har dock tillväxten i maskininvesteringar

börjat att avta. Under andra kvartalet i år visade de noll-tillväxt jämfört med motsvarande period förra året.

Precis som för bygginvesteringar börjar det bli allt svårare att räkna hem investeringar i maskiner och utrustning som följd av stigande kapitalkostnader. Därutöver utvecklas inte heller företagens driftsöverskott, som i bokslutstermer kan likställas med EBITDA, lika gynnsamt som tidigare vare sig vi tittar i nominella termer eller försöker oss på en volymkattning. Industriekonomerna räknar med att investeringar i maskiner och utrustning ökar med 1 procent i genomsnitt i år, men att de sedan minskar lika mycket 2024.

Figur 10. BNP och maskininvesteringar volym

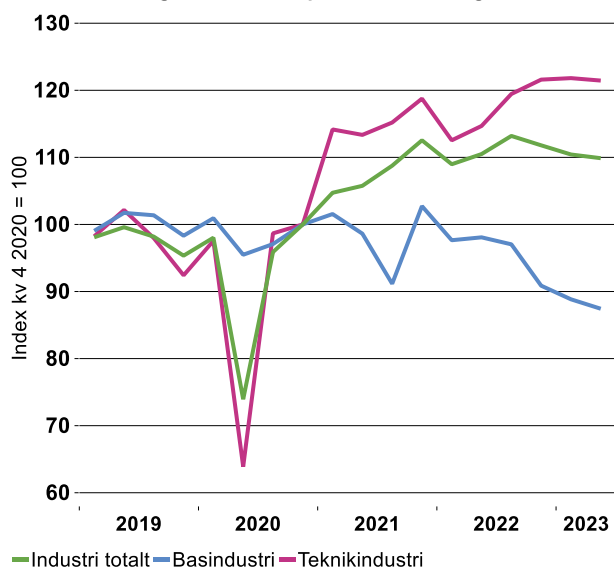


Källa: SCB

Sveriges industri exporterar det mesta

Vad händer då på produktionsidan och inom industrin? Inledningsvis kan konstateras att, precis som för BNP, samvariation är hög mellan produktionsvolymen för Sveriges industri och global ekonomisk tillväxt. Det är inte så konstigt då tre fjärdedelar av teknikindustrins produktion är ämnad för exportmarknaden och cirka 90 procent i basindustrin.

Figur 11. Industriproduktion Sverige



Källa: SCB Nationalräkenskaper

Teknikindustrin: upp i order utan omedelbar effekt på produktion

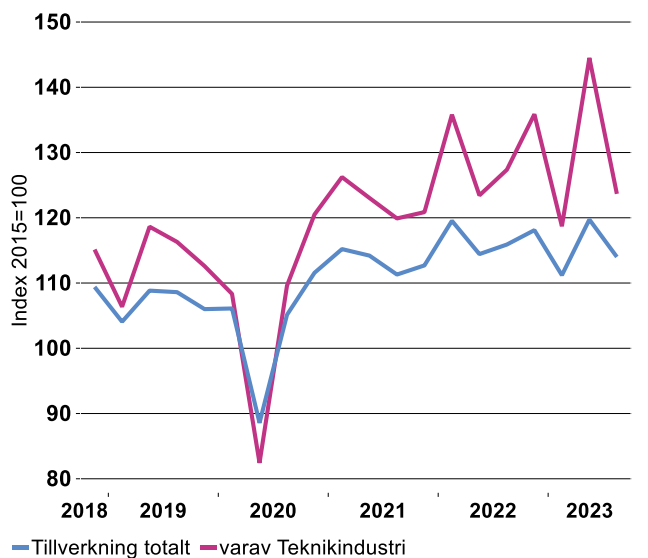
Orderingången för Sveriges tillverkningsindustri ökade starkt i slutet av 2022. Men här är man tvungen att nyansera bilden något. Detta var ett resultat av en mycket omfattande order för delbranschen övriga transportmedel där merparten av Sveriges försvarsprodukter återfinns. Exkluderar vi den orderingång blir bilden annorlunda.

Vad gäller order av försvars- och energiprodukter gäller att dessa har långa eller mycket långa leveranstider vilket medför att orderingången inte slår igenom i produktionsvolym inom någon månad eller två.

Trögt tredje kvartalet och hittills i år

Orderingången för industrin som helhet minskade tredje kvartalet 2023 jämfört med föregående kvartal. Den var dessutom något lägre än under tredje kvartalet förra året. Hursomhelst har volatiliteten kvarstått och ser man till de tre första kvartalen i år i genomsnitt är det något minus jämfört med tre första kvartalen förra året.

Figur 12. Ordergång volym tillverkningsindustri sammantaget samt teknikindustri



Källa: SCB

Energi och krut fortsatt upp i september

Under april, maj och juni i år noterades också en exceptionell ökning i ordergång, 222 procent i årstakt i genomsnitt, för tillverkare av elektriska maskiner och apparater där energirelaterade produkter återfinns.

Tredje kvartalet må ha varit svagt i genomsnitt. Men orderdata för september visat att det rullar på fortsatt exceptionellt för försvarsprodukter och i någon mån för elteknik. Försvarsorder ökade med hela 230 procent jämfört med september i fjol och elteknik med 18,5 procent, tillväxttakter som många tillverkare skulle vara glada för.

Basindustrin började tappa 2022

Basindustrin består av gruvindustrin, trävaru-, massa- och pappersindustrin, stål- och metallindustrin samt delar av jord- och stenvaruindustrin. Det finns alltså en stark koppling till byggindustrin men även handel, teknikindustrin och bilindustrin. Det förädlingsvärde som direkt och indirekt skapades till följd av slutlig efterfrågan på basindustrins produkter, uppgick under 2020 till cirka 190 miljarder kronor. Detta motsvarade cirka 4,5 procent av Sveriges totala förädlingsvärde och 23 procent av industrins totala förädlingsvärde.

Under pandemin klarade sig industrin relativt väl då hemma-fokuset ökade vilket stimulerade byggande och e-handel (samt därmed efterfrågan på förpackningsmaterial). Nästa chock med stigande elpriser kunde på sikt ha inneburit en stor utmaning för vissa delar av industrin som har en hög energiförbrukning. Men i och med att stigande elpriser är en just en utmaning minskar industrin sin riskexponering genom att säkra sitt elpris. Vissa delar av industrin är dessutom självförsörjande på energi.

Basindustrin klarade alltså de två utbudschockerna sammantaget hyfsat väl. Dels kunde de hantera stigande elpriser hyfsat väl. Dels hade de en fördel av att den ekonomiska politiken stöttade den ekonomiska utvecklingen och att det uppkom en efterfrågan på just basindustrins produkter. Som framgår av figur 11 försämrades situationen först under 2022. Stigande inflation och räntor dämpade efterfrågan på basindustrins produkter genom bland annat ett minskat byggande och mer dämpad handel. Det är möjligt att det även fanns inslag av en lagerkorrigering, vilket därmed är en mer tillfällig minskning i efterfrågan. När störningar uppkom i leveranskedjorna fanns en tendens att öka lagren av insatsvaror för att säkra produktionen. När utbudsproblemen sedan minskade och efterfrågan dämpades fanns det anledning att dra ned på lagren igen. Något som har däremot har dämpat effekten av den svagare efterfrågan under senare tid är att kronan fallit i värde. Den svagare kronan har därmed fungerat som en krockkudde, vilket också är en av fördelarna med att ha en flytande växelkurs.

Skogsindustrin backar i år

Svensk och även europeisk pappers- och massaindustri har drabbats hårt den senaste tiden av den dämpade efterfrågan.⁸ Det är inte bara en minskad handel och därmed behov av förpackningsmaterial som påverkar branschen. Även den svaga utvecklingen i byggindustrin spelar roll då en relativt stor andel av förpackningspapper används till säckar för cement och liknande produkter. Europa är den viktigaste marknaden för Sveriges massa- och pappersprodukter, utvecklingen där är därför avgörande.

⁸ För mer information se; [Så går det för skogsindustrin_3_2023 \(skogsindustrierna.se\)](https://www.skogsindustrierna.se/sa-gar-det-for-skogsindustrin-3-2023)

Omkring 75 procent av papper och kartong och 60 procent av marknadsmassa levererades till Europa under årets tre första kvartal.

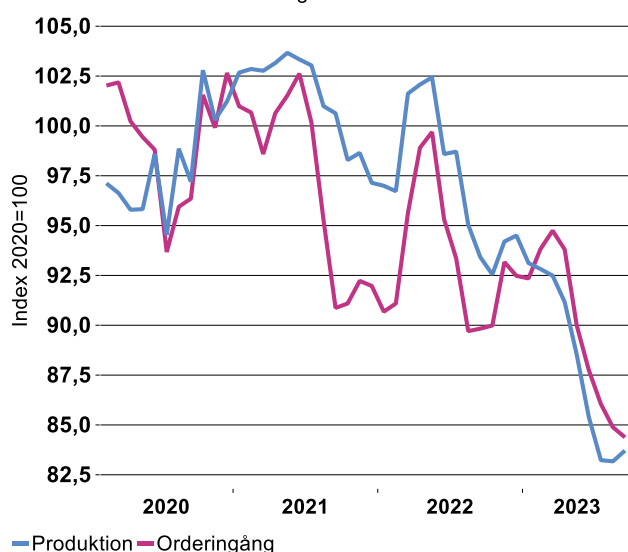
Hittills i år, januari till september, har produktionen av papper och kartong minskat med 14 procent medan leveranserna har minskat med 11 procent jämfört med motsvarande period föregående år. Motsvarande siffror för massa är en nedgång i produktionen med enbart en procent, medan leveranserna däremot har rasat med hela 17 procent. Detta enligt Skogsindustriernas egen statistik. SCB:s statistik visar en liknande bild. Produktionen av papper och massa minskade i volym enligt NR med cirka 14 procent under första halvåret jämfört med året innan.

Sågverken har dock gått relativt bra. Det är ju tänkt att det inte ska gå att importera ryska trävaror längre. Detta har i alla fall påverkat Storbritannien och de baltiska länderna som därmed ökat sin import av svenska trävaror. Exporten till Storbritannien har ökat med 17 procent hittills i år (till augusti). Sammantaget har exporten ökat med sex procent. Leveranserna på hemmamarknaden har däremot rasat med 22 procent, inte helt oväntat. Trots stigande export har produktionen backat. Hittills i år har den fallit med fem procent.

SCB:s data visar däremot på en volymnedgång för sågverken och de industrier som tillverkar varor av trä med nästan 15 procent första halvåret i år. Och månadsdata visar att produktionen föll med två procent under tredje kvartalet jämfört med det andra kvartalet. Det skedde dock en viss uppgång i augusti och september (se figur 13).

Figur 13. Trävaruindustrin

Tremånaders-glidande medelvärde

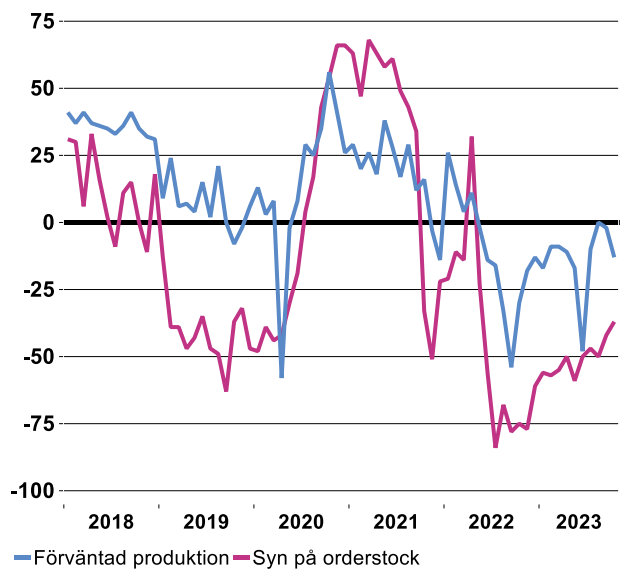


Källa: SCB och Macrobond

Vad ska man då tro om framtiden? Tittar man på ordergången i figur 13 ser det inte så ljust ut. Ordergången rasade med nästan fyra procent under tredje kvartalet, med en viss stabilisering i september.

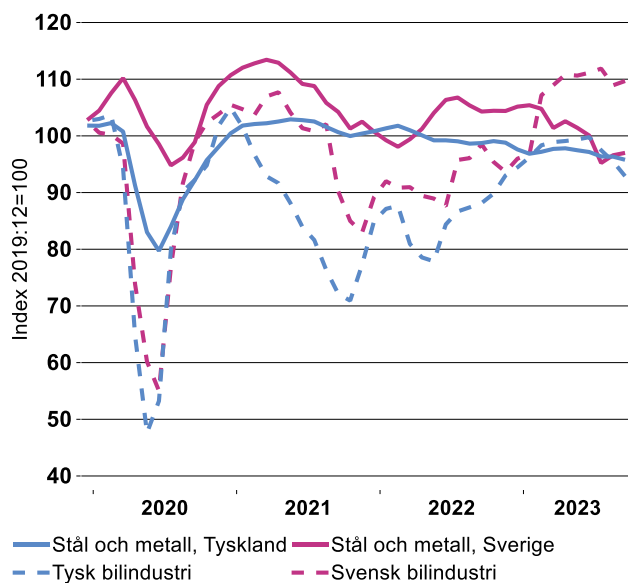
Enligt Konjunkturinstitutets barometer finns det också förväntningar bland sågverken att produktion framöver kommer att minska (se figur 14). Synen på orderstocken har varit väldigt dyster under en lång tid och även om indikatorn har rört sig uppåt var missnöjet fortsatt utbrett i oktober. Det är alltså rätt deppigt men riktningen är ändå åt det bättre, eller mindre dåliga.

Figur 14. Sågverken har negativ syn på framtiden



Källa: Konjunkturinstitutet och Macrobond

Figur 15. Svensk och tysk stål- och metall industri



Källa: SCB, German Federal Statistical Office och Macrobond

Stål och metall backade under pandemin

Stål- och metallindustrins utveckling under senare år avviker något från skogsindustrins. De drabbades hårdare av pandemin. Det blev ett kraftigt efterfrågebortfall från exempelvis bilindustrin när den tvingades stänga ner sin produktion i flera länder (se figur 15).

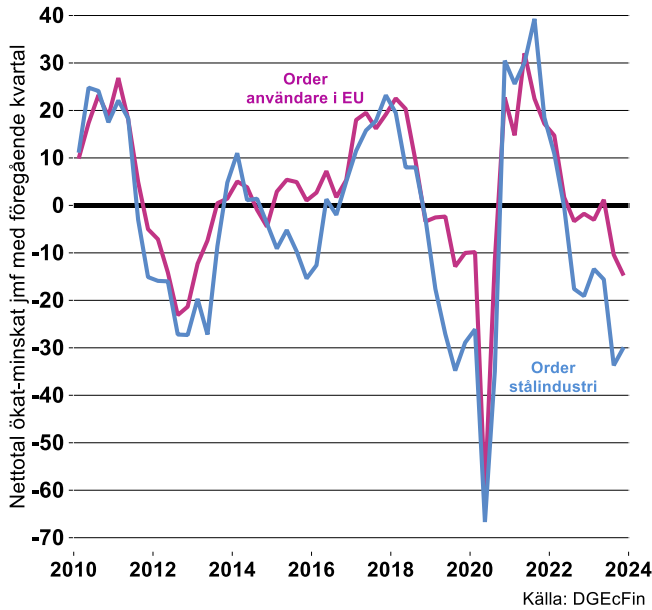
Branschen påverkas i stor utsträckning av utvecklingen i EU som är den största marknaden för svensk stålindustri och där Tyskland är det största mottagarlandet. En svag tysk fordonsindustri är därför inte bra för branschen. Men det är inte bara bilindustrin som är viktig. Hela teknikindustrin, i EU och globalt, slukar tre fjärdedelar av allt stål. Resten levereras till byggsektorn. Här är det inte heller någon exceptionell efterfrågan, tvärtom.

Minskad ordergång i EU: stålindustri

I diagram 16 visas utvecklingen av ordergången i hela EU:s stålindustri samt ordergången av användare av stål i EU, eller teknikindustri. Även här ser man det tydliga raset under pandemin.

I takt med att pandemins initiala effekter på den globala ekonomin dämpades tog varuproduktionen återigen fart i många länder och produktionen inom stål- och metallindustrin i EU växlade upp till nivåer som rådde innan pandemin. Detta var fallet även i Sverige (se diagram 15). Under 2021 försvagades läget igen bland annat på grund av att global brist på halvledare tvingade stora inhemska fordonstillverkare som Volvo och Scania att tillfälligt pausa produktionen.

Figur 16. Ordergång hos stålindustrin i EU



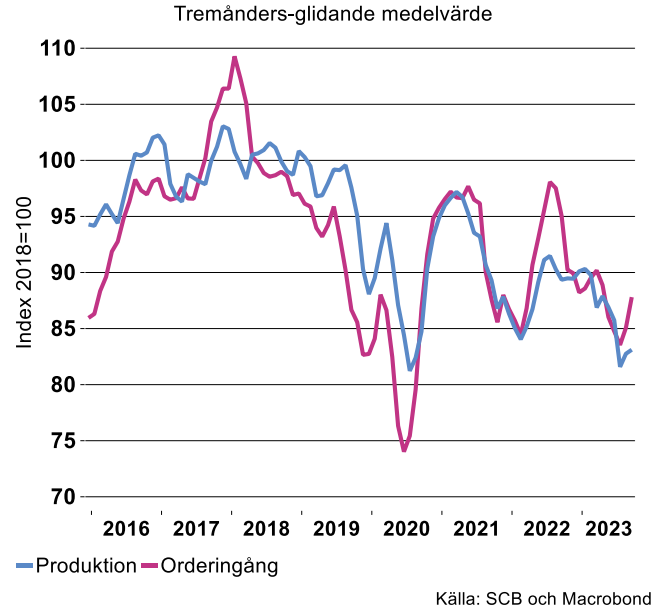
Industriekonomerna noterar att efterfrågan hos stål-användare i EU har avtagit kvartal efter kvartal sedan inledningen av 2022 (se figur 16). Detta har fått återverkningar på ordergången för stålindustrin i EU.

Minskad produktion i Sverige

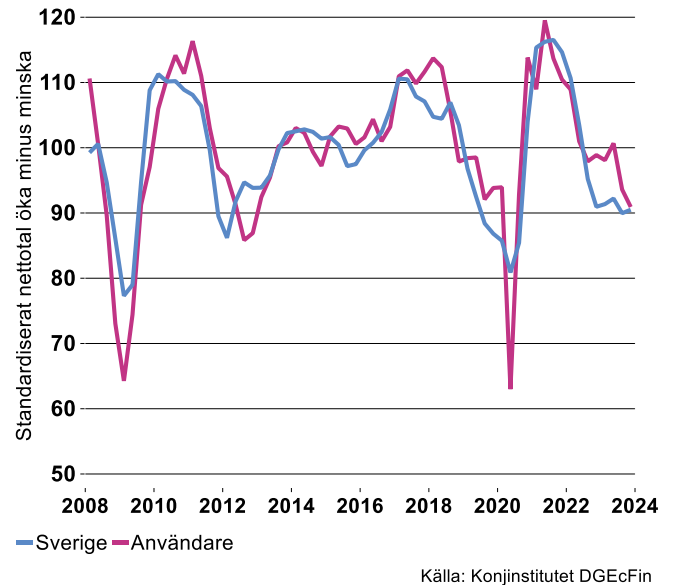
Som tidigare nämnts är EU det största marknadsområdet för svensk export av stål och metaller, cirka 2/3 går dit. Fallet syns därför även i svensk stålindustris ordergång och därmed produktion (se figur 17). Sambandet mellan ordergång för stålanvändare i EU och stålindustris ordergång i Sverige illustreras i figur 18. För tillfället inverkar efterfrågan från EU negativt.

Enligt NR har produktionen i stål- och metallindustrin under först halvåret i år fallit med nästan fem procent. Månads-data visar på en nedgång mellan tredje och andra kvartalet i år med cirka tre procent. Men precis som i trävaruindustrin ser man en viss uppgång på senare tid (se figur 17). Order-data talar dock för fortsatt kräftgång (se diagram 17 och 18).

Figur 17. Svensk stål och metallindustri



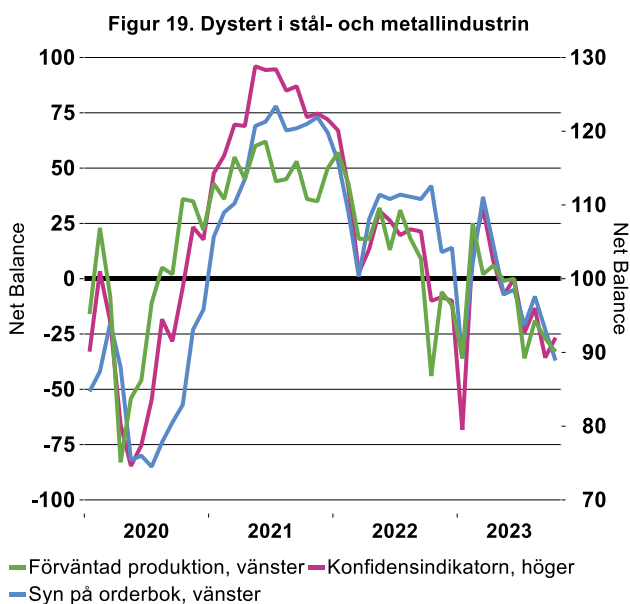
Figur 18. Ordergång stålanvändare EU och ordergång stålindustri



Vad visar då Konjunkturinstitutets barometer? Enligt den är stämningläget inte helt oväntat dystert i industrin. Konfidensindikatorn ligger runt 90 vilket är svagt (100 indikerar mer av ett normalläge). Företagen trodde i oktober på en minskad produktion under de kommande tre månaderna och orderböckerna ansågs för små (se figur 19). Under 2022 och framåt är det som för ekonomin i stort, hög inflation och höga räntor samt vikande efterfrågan som påverkat stålindustrin och dess användare negativt.

Bilindustrin har ju dessutom mer strukturella problem att kämpa med som hård konkurrens från exempelvis Kina i omställning av fordonsflottan till fossilfri.

Fortsatt svag efterfrågan hos stålanvändare i EU och därmed svag orderingången för stålindustrin talar för att det kommer ta tid innan vi kan börja se ett tydligt uppsving för Sveriges stålindustri. Både maskinindustrin och fordonsindustrin väntas backa 2024.



Basindustrin borde ha positiva framtidsutsikter

Det har alltså varit en dystert utveckling under senaste året och framåtblickande indikatorer tyder inte på någon direkt förändring i närtid. På kort sikt får vi räkna med att en relativt svag efterfrågan kommer att driva utvecklingen. Under 2025 bör det se bättre ut. Men om vi blickar ännu längre fram bör det se än mer positivt ut.

På sikt innebär ett ökat fokus på klimat och hållbarhet i Sverige och globalt enorma möjligheter för basindustrin. Produkter från exempelvis skogen samt metaller och andra byggmaterial är en viktig del i att minska koldioxid-utsläppen. Basindustrin är dessutom i framkant när det gäller hållbar produktion och kan därmed ha en viktig roll i att minska det globala klimatavtrycket. Inom stål- och cementindustrin väntas exempelvis stora satsningar. Ett ökat välstånd i världen ökar också efterfrågan på industrins produkter. En utmaning för industrin är alltjämt politiken som har ett snävt nationellt

perspektiv när det gäller klimatutmaningarna. Sveriges utsläpp utgör endast 0,1 procent av de totala utsläppen. Vårt största bidrag till de globala klimatutmaningarna är därför att få fortsätta utveckla hållbara processer och ta marknadsandelar från konkurrenter som inte har ett tillräckligt klimatfokus, alternativt driva dessa till en mer hållbar produktion.

Industriproduktionen minskar med två procent i år... ringa tillväxt 2024

Fört att knyta ihop analysen av industrin: hittills i år har produktionen i basindustrin fallit med drygt 10 procent. Sannolikt hamnar snittet för i år runt den nivån också. Under nästa år kan man möjligtvis hoppas på noll-tillväxt. Korttidsindikatorer eller produktionsvolymindex för tredje kvartalet i år visar att basindustrin sannolikt har det värsta produktions-fallet bakom sig. Ett litet orosmoment är industri för icke metallmineraler, främst cement och stenvaror som känner av en svag byggmarknad i Sverige.

Produktionsvolymen för Sveriges teknikindustri har utvecklats förvånansvärt starkt som följd av tidigare omfattande uppbyggnad av orderstockar som för närvarande håller på att betas av. För teknikindustri räknar vi med att produktionsvolymen ökar med 4 procent i år.

Produktionsvolymen förväntas öka något i teknikindustrin 2024 eller med två procent, men är främst ett resultat av ökad produktion i elteknisk- och försvarsindustri med samman-taget fem procent. För maskinindustrin räknar vi med minskad produktionsvolym 2024. Likaså för fordonsindustrin. I båda dessa två branscher kommer effekter av nuvarande ränteläge med fördröjning. De två har under 2023 levt på orderstockar som varit över de normala men som har krympt successivt under 2023 samtidigt som de inte fyllts på vilket orderingången vittnat om.

Med hänsyn tagen till bedömningen för basindustrin, teknik-industrin samt övrig industri innebär detta att Sveriges industriproduktion sammantaget förväntas minska med 2 procent i år och öka med 1 procent 2024.

Sammantaget – svag utveckling 2023 och 2024

För att knyta ihop hela säcken. Den sammantagna bedömningen är att Sveriges BNP minskar med 0,4 procent

2023. Detta är en tydlig minskning jämfört med 2022 då tillväxten uppgick till 2,6 procent. Under nästa år väntas BNP öka med svaga 0,7 procent.

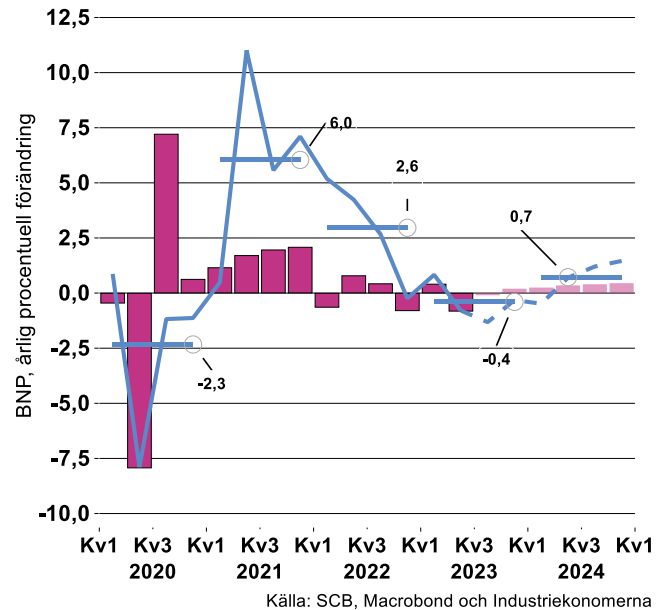
En hög inflation, stigande och höga räntor, fallande tillgångspriser, minskade disponibelinkomster och ett försämrat stämningsläge har dämpat den ekonomiska utvecklingen tydligt under 2022 och hittills under 2023. Utvecklingen bedöms fortgå under resten året. Då en stor del av anpassningen i Sverige redan skett väntas BNP inte fortsätta att falla under 2024.

Under 2024 bromsas nedgången dessutom av att inflationen faller tillbaka, vilket bland annat gör att real-lönerna gradvis börjar öka igen. Samtidigt väntas den fallande inflationen succesivt medföra att räntorna kan börja sänkas. Utsikterna för hushållen väntas därmed förbättras något och konsumtionen kan börja öka igen, dock endast i liten omfattning. Någon konsumtionsfest står inte för dörren.

Investeringarna väntas dock under 2024 utvecklas fortsatt svagt. Det finns exempelvis ett behov av bostäder men kalkylerna verkar inte gå ihop. Framåtblickande statistik som antal byggstarter och bygglov tyder på en svag utveckling även under 2024.

Globalt väntas en inbromsning i tillväxten under 2024 men den väntas ändå inte bli speciellt mycket lägre än den potentiella. Detta bidrar till att Sveriges export av varor och tjänster kan öka något. Faktorer som dessutom talar för en mindre vändning under nästa år är hög efterfrågan på försvars- och energiprodukter liksom den gröna omställningen. Detta är inte drivkrafter som har med konjunkturen att göra utan här handlar det mer om strukturella skift drivet av geopolitik och klimatutmaningarna.

Figur 20. Svagt 2023 och 2024



Arbetsmarknaden – mot minus

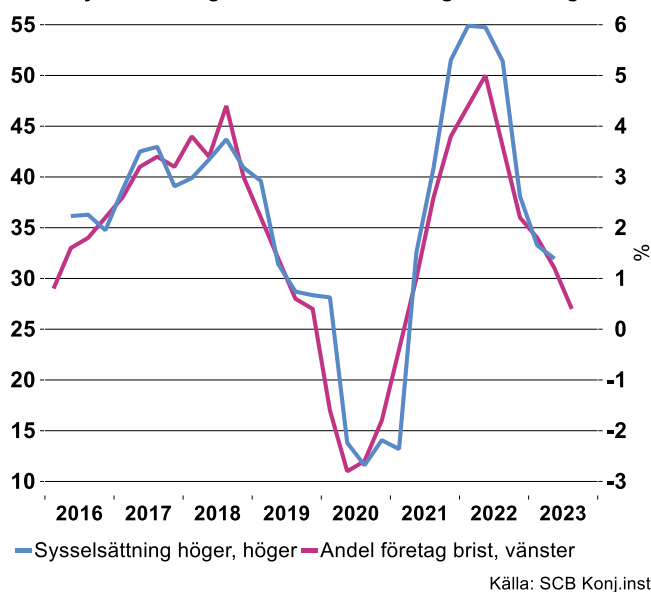
Med början av sommaren 2022 började andelen företag med brist på arbetskraft i privata näringslivet att minska från den högsta nivån, eller hälften av alla företag, som registrerats sedan serien startade 1996. Under första kvartalet i år hade andelen minskat till en tredjedel av företagen för att under tredje kvartalet i år reduceras ytterligare till drygt en fjärdedel av alla företag.

Trots löneavtal över i stort sett hela arbetsmarknaden i år och nästa år som är spikade har arbetskraftskostnaden per producerad enhet i det privata näringslivet ökat i hög omfattning de senaste fyra kvartalen. Enligt senaste observationen andra kvartalet i år låg ökningstakten på omkring sex procent, en hög siffra.

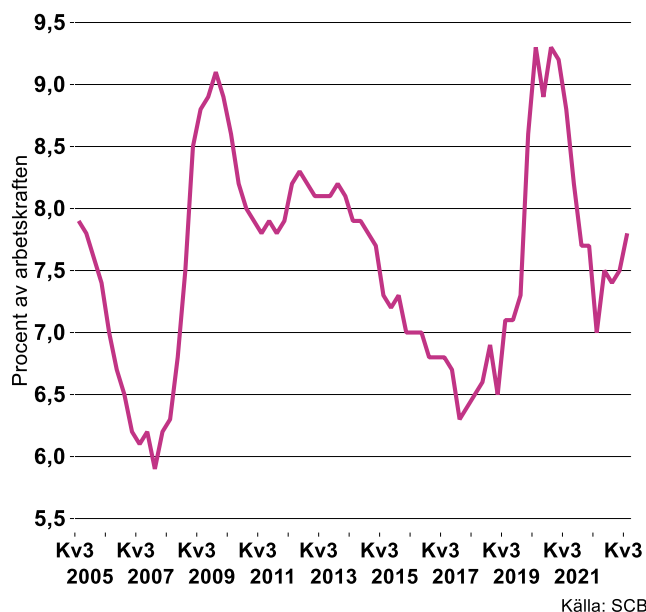
Inte hållbart

Bakom denna höga siffra ligger negativ produktivitetstillväxt i näringslivet. Produktionsvolymen per arbetad timme i näringslivet har minskat trendmässigt sedan sista kvartalet 2021, en utveckling som inte är hållbar. Ekonomisk tillväxt minskar i år och förväntas bara öka i liten omfattning nästa år. För att räta upp produktivitetstillväxten behöver företagen justera arbetsstyrkan nedåt vilket kommer att leda till en anpassning på arbetsmarknaden. Om detta inte sker upp-kommer ett kostnadstryck som pressar lönsamheten och höjer inflationstrycket.

Figur 1. Andel företag med brist på arbetskraft samt sysselsättningstillväxt. Privata näringslivet Sverige



Figur 2. Arbetslöshet hela arbetsmarknaden. Sverige



Lättar på trycket

Även om vi analyserar genomsnittssiffror så finns det enskilda företag, branscher och regioner med högt sug efter arbetskraft. De har nu en större teoretisk chans att hitta lämplig personal när trycket efter arbetskraft sammantaget avtagit.

Mot bakgrund av Sveriges nuvarande och förväntade ekonomiska tillväxt är det knappast förvånade att suget efter arbetskraft avtagit. Mycket tyder på att sysselsättningstillväxten avtar ytterligare. Industriekonomerna räknar med att antalet anställda i privata näringslivet ökar med 1,2 procent i år i genomsnitt, men minskar med 0,5 procent nästa år.

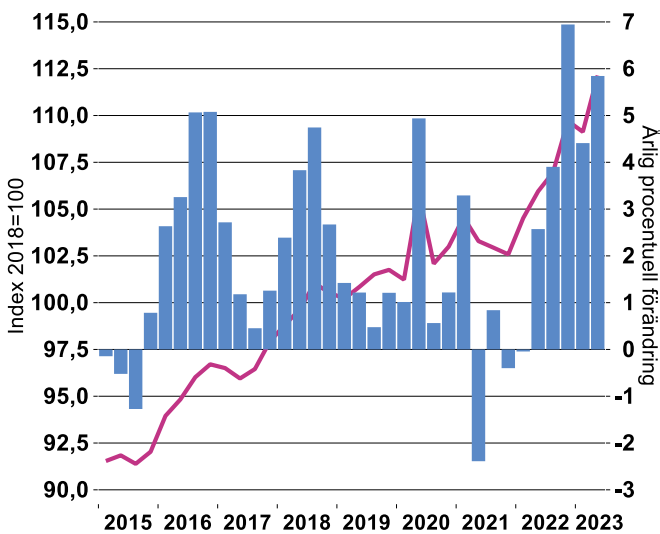
För hela arbetsmarknaden räknar vi med att antalet sysselsatta ökar med 1,4 procent i år men minskar med 0,4 procent nästa år.

Med minskad sysselsättning 2024 förväntas också arbetslösheten fortsätta upp, en trend vi sett under hela 2023. I år räknar vi med att den uppgår till 7,9 procent i genomsnitt. Arbetslösheten som andel av arbetskraften bedöms öka till 8,4 procent nästa år.

Krockkuddar på arbetsmarknaden

Arbetsmarknaden reagerar oftast med fördröjning jämfört med det allmänekonomiska läget. Avtagande ekonomisk aktivitet medför vanligtvis inte omfattande varsel och massuppsägningar. I ett första steg brukar arbetstiden i stället varieras antingen genom variationer i övertid eller tidbanker, för de branscher som har den möjligheten. Ytterligare anpassningsåtgärder är variationer i inhyrd personal eller konsulter. En tredje anpassning utgörs av anställda på viss tid. Först i sista hand brukar tillsvidareanställda påverkas i det fall det blir dåliga tider.

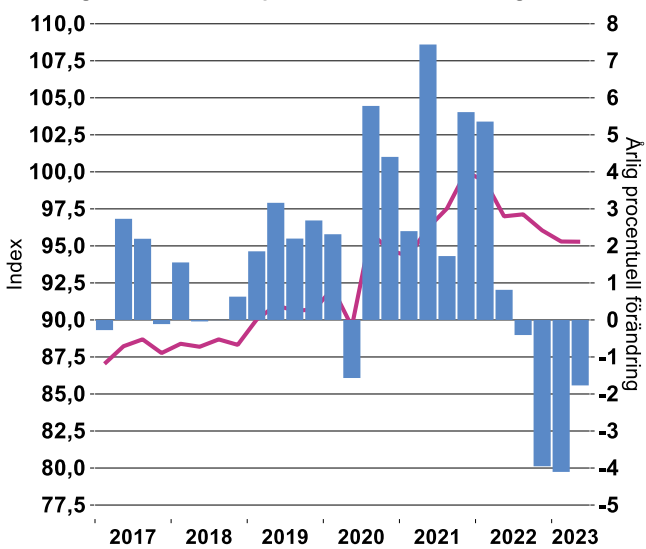
Figur 3. Arbetskraftskostnad per producerad enhet. Näringslivet



■ Årlig förändring, höger — Index 2018=100, vänster

Källa: SCB

Figur 4. Produktion per arbetad timme. Näringslivet



■ Årlig förändring, höger — Index 2021 kv 4=100, vänster

Källa: SCB

Arbetsmarknad industrin: Från rekord och ner

Andelen företag med brist på arbetskraft för tillverkningsindustrin sammantaget har avtagit succesivt från andra kvartalet år 2022. Då nådde andelen den högsta nivå sedan mätningarna startade år 1995 eller 70 procent. Antalet anställda ökade i hög omfattning under andra kvartalet förra året men ökningstakten har avtagit i takt med att bristen på

arbetskraft minskat. Sammantaget är dock bristen på 54 procent av företagen tredje kvartalet i år klart över långsiktigt genomsnitt på vart tredje företag.

Samtidigt ska konstateras att hög tillväxt i antalet anställda främst koncentrerad till få sektorer eller delbranscher inom industrin sammantaget och i teknikindustri.

Upp i försvar och elteknik

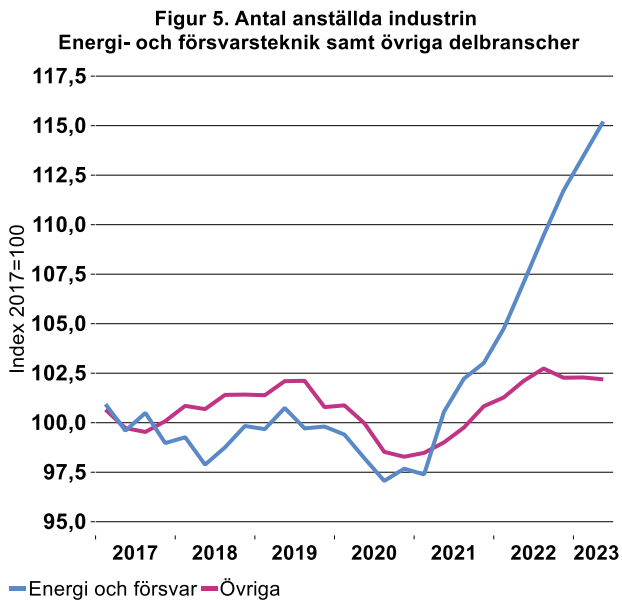
Med tidigare höga energipriser, behov av att energi-effektivisera samt global medvetenhet kring CO₂-utsläppen har efterfrågan på arbetskraft för energirelaterade branscher varit mycket hög. Antalet anställda för tillverkare av elmaskiner och elapparatur inklusive batteritillverkning har ökat från 19 500 första kvartalet 2021 till 25 100 andra kvartalet i år.

Vi får backa till mobiltelefonhysterin under senare delen av 1990-talet för att finna likartade tillväxtsiffror. Denna hysteri slutade illa då inte alla segment låg i den teknologiska fronten, men vi hoppas att den nuvarande höga efterfrågan för energiprodukter håller i sig. Lägre energipriser som vi nu bevittnar dämpar naturligtvis den värsta hysterin på energiområdet även om orderstockar för energirelaterad industri är på hög nivå och löper under flera år.

Vi kan också konstatera att antalet anställda i försvarsindustrin har ökat i hög omfattning. Dessvärre är detta ett resultat av en osäkrare omvärld och mänskligt beteende som inte gått över sedan den moderna människan skapades. I en perfekt värld utan konflikter skulle de resurser som används i produktion av försvarsmateriel kunna användas i annan verksamhet, något som inte är fallet under överskådlig framtid.

I genomsnitt förväntas antalet anställda i industrin öka med en procent 2023. Bilden är alltså splittrad. Antalet anställda i basindustrin bedöms minska med en procent medan den förväntas öka med tre procent i teknikindustri.

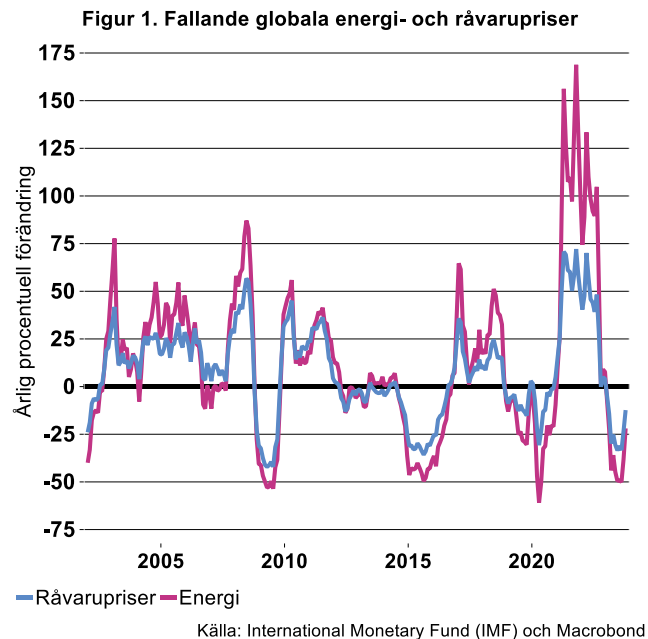
Vi räknar med att bristen på arbetskraft i industrin kommer fortsätta att avta under resten av 2023 och 2024 och närma sig ett normalläge. Antalet anställda i industrin förväntas minska med 0,5 procent 2024.



Inflationen faller tillbaka

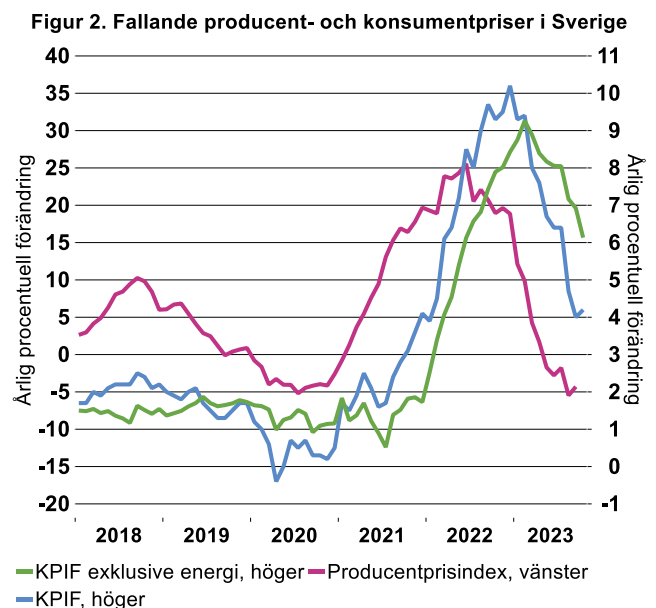
Den stigande inflationen var delvis en effekt av ett antal utbudschocker. Pandemin innebar leveransproblem och bland annat ökade fraktpriser. Kriget i Ukraina bidrog sedan till stigande energi- råvaru- och även livsmedelspriser. Chockerna medförde i vissa fall att priser i konsumentledet steg direkt, som till exempel elpriserna. Men chockerna medförde även att företagets produktionskostnader steg vilket i förlängningen också ökar inflationen. Som ringar på vattnet spred sig dessa kostnadsökningar i ekonomin och ökade konsumentpriserna ytterligare.

Dessa utbudschocker har i efterhand klingat av. Leveranserna "flyter på" och kostnaderna för frakt har gått ner. Elpriserna och råvarupriserna har också dämpats och är klart lägre än för ett år sedan (se figur 1). Vi har också fått fallande inflation i både producent- och konsumentledet (se figur 2 som visar utvecklingen i Sverige).



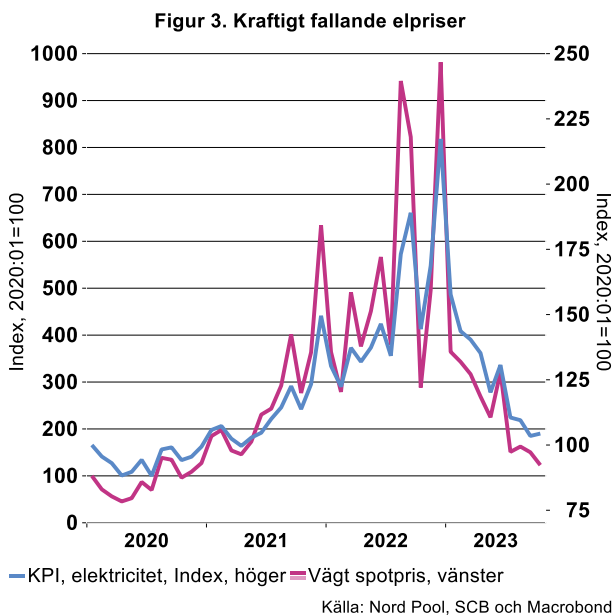
Inflationen drog dock inte bara iväg till följd av ett antal kostnadschocker utan var också en effekt av att den ekonomiska politiken inte lättades i tid under pandemin.

När det var uppenbart att politiken inte alls var i fas med den ekonomiska utvecklingen drog centralbankerna i nödbromsen och räntorna höjdes snabbt och mycket. Vändningen bidrog till att den ekonomiska utvecklingen bromsade in vilket ytterligare dämpade den globala inflationen.



I Sverige uppgick KPIF-inflationen till 4,2 procent i oktober, en nedgång sedan toppen i december 2022 då inflationen uppgick till drygt 10 procent (se figur 2). Sedan rapporten i juni har fem nya utfall publicerats. Sammantaget har utvecklingen i stort varit i linje med prognosen.

En bidragande faktor till nedgången är fallande elpriser, som därmed har bidragit negativt till inflationen. Elpriserna var i oktober 27,7 procent lägre jämfört med i oktober förra året. I september var årstakten minus 45 procent. Samband mellan de vägda spotpriserna på el och prisindexet för elektricitet i KPI är starkt (se figur 3).

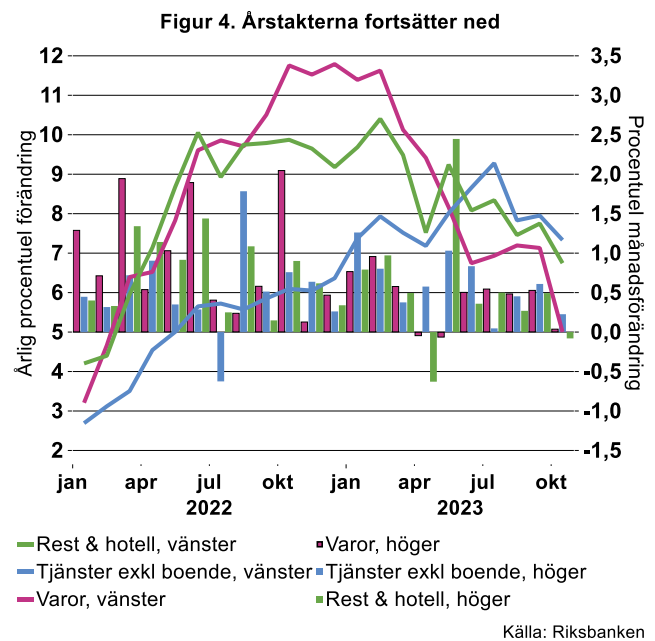


Den underliggande inflationen har också minskat, men som väntat inte lika snabbt och tydligt. I oktober uppgick inflationen exklusive energi till 6,1 procent, jämfört med 9,3 procent under toppen i februari i år. Utöver elprisernas dämpande effekt har livsmedelspriserna ökat allt långsammare. I februari i år var ökningstakten över 20 procent, i oktober var ökningstakten 6,7 procent. Prisökningstakten är alltså fortsatt hög.

I figur 4 visas den sammantagna utvecklingen av energi och matpriser av begreppet "varor". Varupriserna skenade under 2022 och årstakterna i slutet av året var nästan 12 procent. Under 2023 mattades ökningstakten tydligt, men årstakten är fortfarande hög (+5 procent i oktober). Tjänstepriserna steg också snabbt under 2022 men klart långsammare än varupriserna. Årstakten för tjänstepriserna exklusive boende

toppade ett halvår senare och på en lägre nivå jämfört med varupriserna, drygt nio procent. Sedan i juli i år har dessa årstakter sedan fallit med sammantaget två procentenheter till 7,3 procent.

Dessa branscher påverkades i större utsträckning av de indirekta inflationsimpulserna av exempelvis de stigande elpriserna samt den tidigare för expansiva ekonomiska politiken. Uppgången liksom nedgången i inflationen förskjuts därmed i tiden i relation till KPIF.



Inflationen fortsätter att falla mot målet

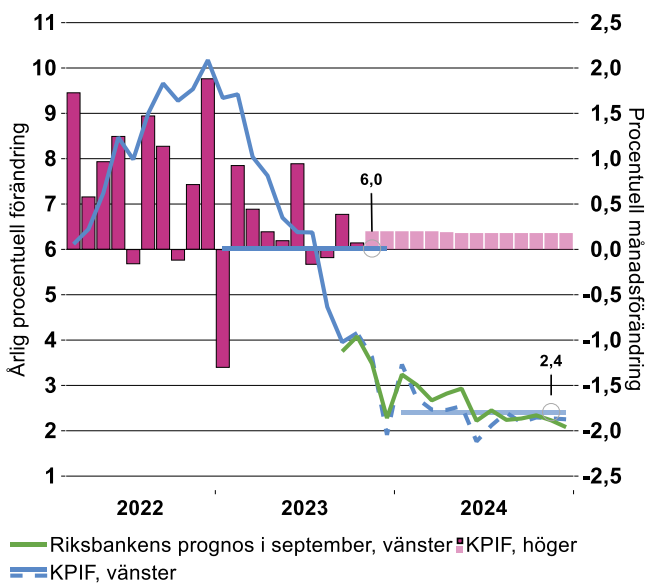
Liksom i den förra bedömningen väntas inflationen fortsätta att avta framöver (se figur 5). En faktor som talar för det är att el- och råvarupriser fallit och uppvisar negativa årstakter (se figur 1). Även industrins producentpriser har gått tillbaka. De svenska producentpriserna leder utvecklingen i inflationen med ett antal månader. Som framgår av figur 2 toppade prisökningstakten i producentledet i juni 2022 och i konsumentledet i december 2022. Nedgången har fortsatt i producentledet fram till september i år. Detta indikerar att även konsumentpriserna kommer att öka långsammare under de kommande månaderna, även om utvecklingen som alltid är ryckig.

Utvecklingen av inflationen under de kommande månaderna drivs dessutom i stor del av redan fattade penningpolitiska beslut och vad som signalerats om

framtida politik. Den ekonomiska politiken verkar med fördröjning. Det kan ta upp till två år innan en ändrad penningpolitik får effekt på inflationen. De åtstramningar som gjorts medför att realekonomin utvecklas dämpat vilket bidrar till ett fortsatt minskat inflationstryck. Bland annat kan vi se att arbetsmarknaden utvecklas svagare vilket minskar risken för en löne- och prisspiral.

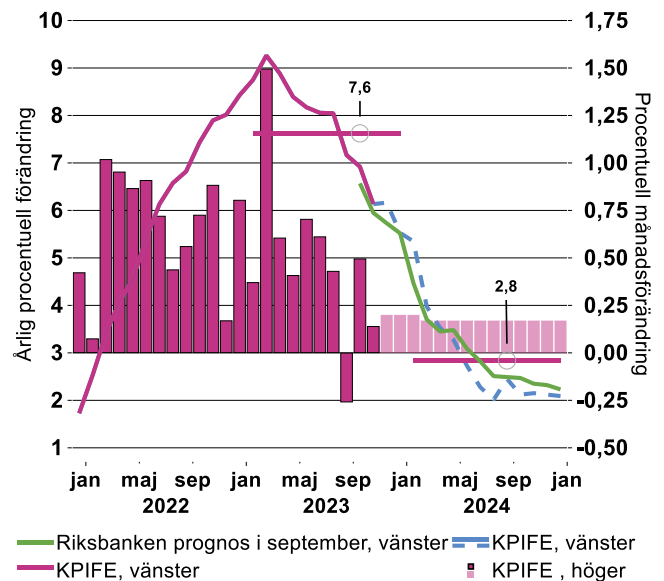
Liksom sist utgår vi ifrån ett scenario där KPIF ökar med cirka 0,2 procent per månad under resten av 2023, och därefter något mindre. I scenariot fortsätter alltså inflationen att falla. Givet de höga nivåerna i början av 2023 blir genomsnittet för året runt sex procent. Under 2024 antas inflationen plana ut kring inflationsmålet. Årssnittet blir aningen högre än två procent på grund av ett väntat högt utfall för januari 2024. Uppgången i inflationen drivs av det kraftiga fall som skedde i energipriserna i januari i år.

Figur 5. Sveriges inflation faller mot målet



Källa: SCB och Riksbanken

Figur 6. Kärninflationen dämpas med fördröjning



Källa: Industriekonomerna, SCB

Ett sista ryck från Riksbanken?

Inflationen exklusive energi väntas uppgå till 7,5 procent i år och cirka tre procent 2024. I slutet av nästa år väntas inflationstakten enligt detta mått ligga runt två procent. Den underliggande inflationen blir därmed högre i år och nästa år än KPIF-inflationen. En viktig faktor är att de mer underliggande priserna påverkas med fördröjning – uppgången, toppen och nedgången kom senare. Under 2022 var till exempel den underliggande inflationen cirka sex procent vilket var betydligt lägre än KPIF-inflationen som var nästan åtta procent.

Scenariot bygger på den informationen vi har idag och därmed antas att det inte uppkommer exempelvis nya prischocker på livsmedel, energi eller andra råvaror. Självklart finns det som alltid risker på både upp- och nedsidan. Vi har nu krig inte bara i Ukraina utan även i Mellanöstern. Liksom tidigare finns dessutom risk för uppblåsande handelskrig. På det har vi klimatkrisen och politiken kring den som också kan komma att påverka inflationen även om det handlar om förändrade relativpriser. Sedan finns det alltid svarta svanar. Men i ett scenario där ingen av dessa risker realiseras bör inflationen fortsätta ner mot inflationsmålet.

Vi antar dessutom att den underliggande inflationen på sikt inte biter sig fast på en hög nivå. Antagandet är rimligt då Riksbanken har fullt fokus på detta och tydligt signalerar att

de inte accepterar exempelvis en löne- och inflationsspiral. Om så blir fallet kommer penningpolitiken stramas åt ytterligare.

Räntorna kommer sannolikt vara fortsatt höga under 2024, speciellt de reala. Troligtvis kommer Riksbanken avvakta med att sänka räntan även om inflationstrycket lättar, märkt av den senaste tidens gigantiska inflationschock.

Rimlig penningpolitik? Rimlig ansvarsfördelning?

Om vi vidgar perspektivet både bakåt och framåt kan vi konstatera att en extremt expansiv penningpolitik under många år, då inflationen var låg, har medfört en enorm skulduppbyggnad i framför allt hushållssektorn. Räntorna har sedan höjts väldigt snabbt med stora påfrestningar på kraftigt skuldsatta hushåll och andra räntekänsliga sektorer. I denna rapport har vi en fördjupning där vi ställer frågan om Riksbanken begår ett gigantiskt policymisstag? Kanske inte om man accepterar inflationsregimen.

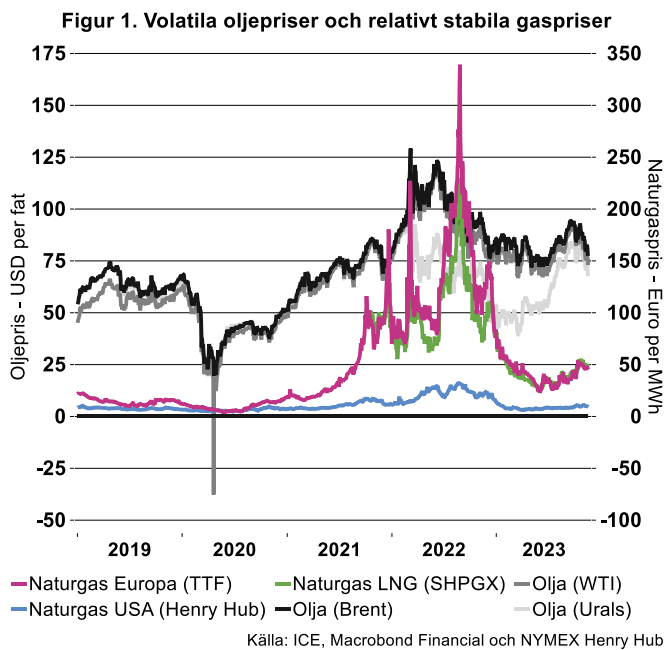
Men de senaste årens inflations- och ränteutveckling gör att man verkligen kan ifrågasätta om den ansvarsfördelning som finns mellan penning-, finans- och finansiell stabilitetspolitik är rimlig. Har den politik som bedrivits utifrån respektive myndighets mandat verkligen bidragit till ett stabilare samhälle – har motståndskraften mot oönskade svarta svanar ökat? Har fördelningen mellan penning- och finanspolitiken varit (kostnads) effektiv? Det känns väldigt svårt att svara ja på dessa frågor. Detta är frågor som är av största vikt att reda ut och landa i. Det är de mer strukturella frågorna kring ramverk både för företag och myndigheter som är avgörande för den långsiktiga ekonomiska utvecklingen och det framtida välståndet. Frågor att återkomma till alltså.

Stabiliserade energimarknader

Utvecklingen på energimarknaderna har varit förhållandevis odramatisk det senaste halvåret, relativt åren dessförinnan. Med volatila oljepriser och relativt sett lite mera stabila el- och gaspriser är situationen därtill lite av den omvända mot för drygt ett år sedan. Mot bakgrund av hur turerna på el- och gasmarknaderna bidragit till såväl inflation som ekonomisk avmattning, är det ändå intressant att fortsatt följa utvecklingen.

Oljepriset har åkt berg- och dalbana

Priset på såväl Brent- som WTI-oljan steg trendmässigt under nästan hela tredje kvartalet i år, mot bakgrund av ryska och saudiarabiska ensidiga utbudsbegränsningar. Därefter har priserna åkt berg- och dalbana. Först tack vare prognoser om minskad efterfrågan. Sedan tilltagande marknadsoro till följd av Israel- och Palestinakonflikten. Därefter viss lättnad på marknaden eftersom konflikten inte föreföll sprida sig. I skrivande stund handlas Brent- och WTI-oljan på ca 80 USD per fat.

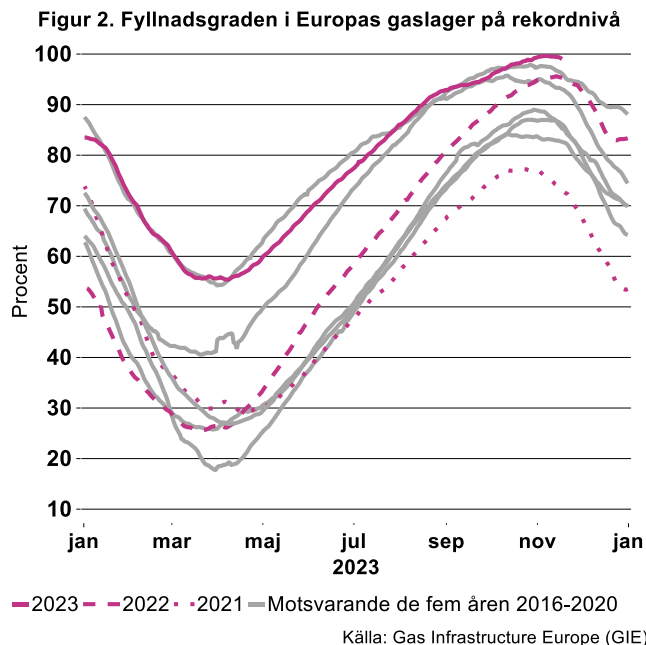


Den brutna prisuppgången är positiv för världens centralbankschefer – eftersom den stöder deras kamp med att bekämpa inflationen. Mera anmärkningsvärt är att priset på den ryska oljan Urals stigit kraftigt sedan halvårsskiftet. Den handlas nu långt över det av G7 införda pristaket på 60 USD

per fat. Närmare bestämt på ungefär 75 USD per fat. Ryssland förefaller, via såväl utbudsbegränsningar som åtgärder, hittat metoder att hålla uppe priset trots pristaket.

Stigande gaspris är säsongrelaterat

Naturgasmarknaden har fortsatt varit relativt stabil under hösten – åtminstone sett i ljuset av de tvära kast som präglade den för drygt ett år sedan, i spåren av Rysslands fullskaliga invasion av Ukraina och tilltagande hybridkrigföring mot väst. De nederländska TTF-terminerna, som utgör riktmärke för den europeiska gasmarknaden, handlas nu för knappt 50 euro per MWh (ca 55 öre per kWh). Det är förvisso klart högre än vad som var normalt före 2020, men långt under rekordnivåerna i fjol, vilket framgår av figur 1. Prinsnivån för det europeiska gaspriset ligger numera flera gånger över den amerikanska på Henry Hub. Det europeiska gaspriset samvarierar istället tydligt med världsmarknadpriset på flytande naturgas (LNG). Detta inte minst till följd av att EU tvingats ersätta den billiga ryska rörledningsgasen med just (LNG).

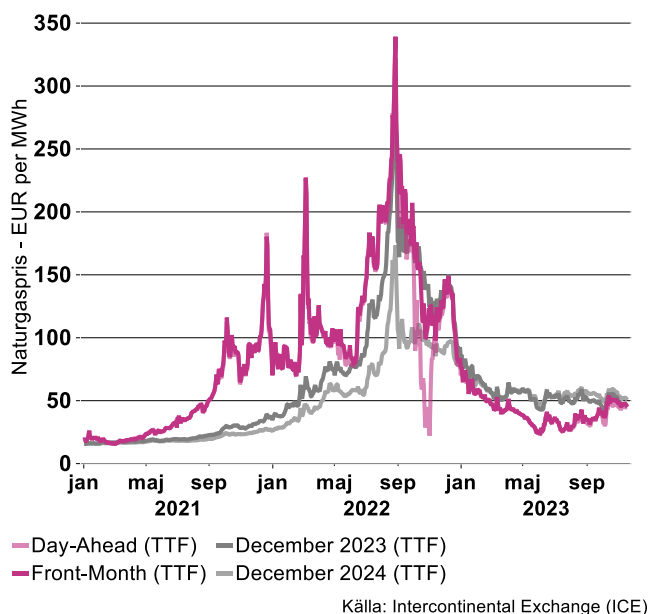


Att Europa inför den kommande vintern lyckats fylla de stora underjordiska gaslagren till rekordnivåer bidrar till stabilitet på naturgasmarknaden. Fyllnadsgraden är nu (i mitten av november) över 99 procent för Europa samman-

taget. För Tyskland är den till över 100 procent, enligt aktuell statistik från *Gas Infrastructure Europe*.

Naturgaspriset i Europa har gått upp sedan i somras, när utvecklingen betraktas med hjälp av den vanliga front-month-terminen för TTF-gasen. Denna prisuppgång är dock till stor del säsongrelaterad. Att så är fallet framgår av december-terminerna såväl för i år som för nästa år. Som framgår av figur 3 har priset för dessa terminer legat relativt konstant på drygt 50 euro per MWh under sommaren och hösten. De aktuella terminerna avser leverans av naturgas i ett jämt flöde under december månad respektive år.

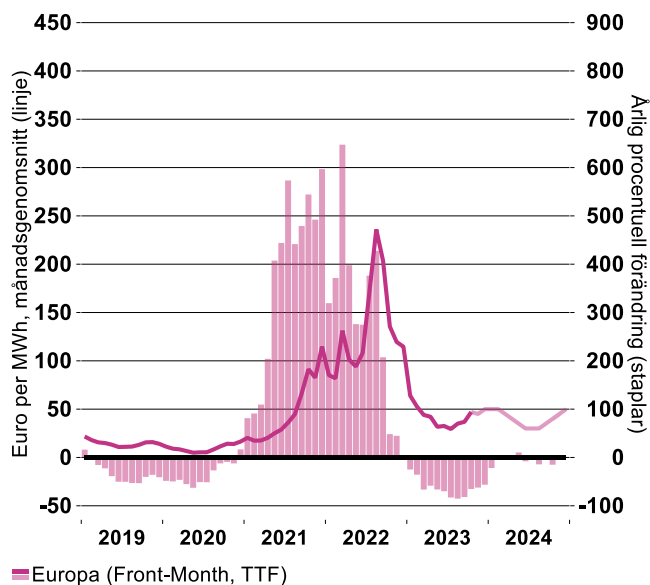
Figur 3. Ökat europeiskt gaspris är en säsongseffekt



Låt oss mot denna bakgrund som ett räkneexempel anta att vi även det kommande året kommer ha prisnivåer på ca 50 euro per MWh under vintermånaderna och 30 euro per MWh under sommarmånaderna, vilket inte alls är osannolikt. Se figur 4 nedan för en illustration av detta.

Om så blir fallet närmar sig perioden med kraftigt negativ utveckling för gaspriset i årstakt sitt slut. Detta är ren matematik när den aktuella prisnivån möter en lägre prisnivå föregående år. Vi kan alltså inte räkna med att naturgasen kommer att bidra till att pressa ner inflationen i Europa under 2024.

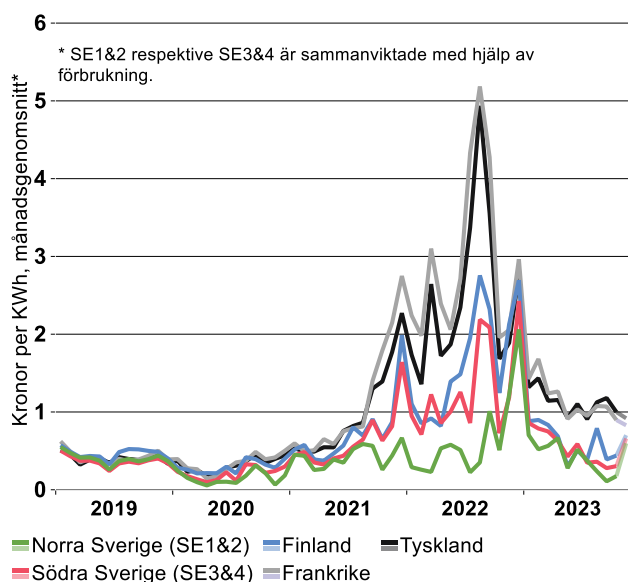
Figur 4. Avklingande negativ årstakt för europeiska gaspriset



Bra väder för elproduktion

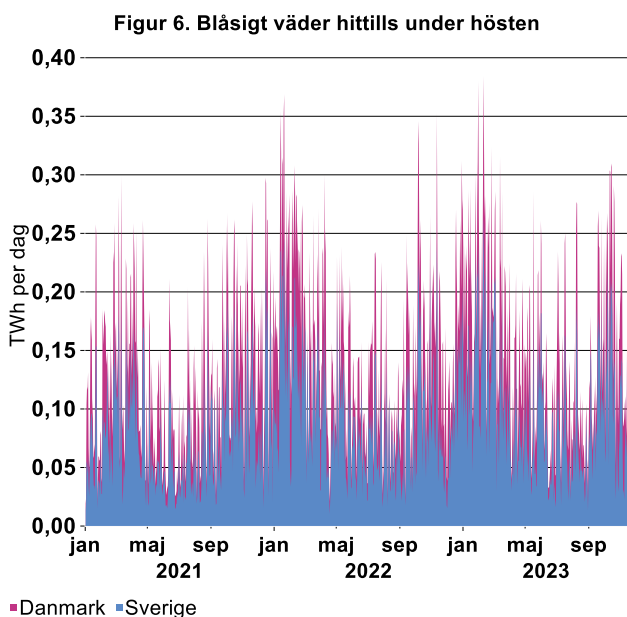
Elpriserna har liksom gaspriserna stabiliserats jämfört med situationen för drygt ett år sedan. De skandinaviska prisnivåerna har till och med varit låga, jämfört med före starten på Covid19-pandemin 2020, vilket framgår av figur 5 nedan.

Figur 5. Låga elpriser i Skandinavien de senaste månaderna



Vädrets makter har sammantaget bidragit till att skapa mycket goda förutsättningar för elproduktion under perioden augusti till och med oktober i år. Först kom

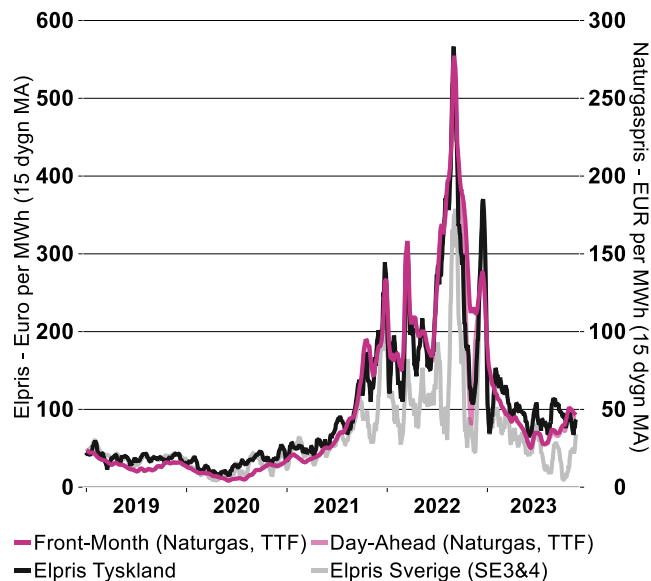
stormen Hans med såväl regn som blåst, vilket bidrog till god produktion från vatten- och vindkraft. Sedan fortsatte det blåsa och regna mer än vanligt i Norden. Detta framgår bland annat av figur 6 nedan, där vindkraftsproduktionen i Sverige och Danmark illustreras.



Källa: Entso-E

Det är däremot inte givet att vädergudarna kommer fortsätta att skapa gynnsamma förutsättningar för elproduktion under vintern. Tvärt om kan vi snarare utgå ifrån att ett antal kalla och vindstilla perioder inträffar – vilket regelmässigt leder till såväl ökat elbehov för uppvärmning som minskad elproduktion från vindkraften. Därtill ska isläggningen i vanlig ordning ske på norrlandsälvarna innan jul, vilket kommer att leda till lägre produktion från vattenkraften än vanligt under några veckor. Ovanstående leder direkt till högre elpriser – men även till att vi tidvis får räkna med betydligt mera priskoppling mot Kontinentaleuropa än vi vant oss vid den senaste tiden. Därmed blir det centralt att titta på vad som driver elpriserna i våra grannländer söderut, för att se hur priserna kan tänkas utvecklas framöver såväl i nivå som i årstakt.

Figur 7. Fortsatt god samvariation mellan gaspris och elpris



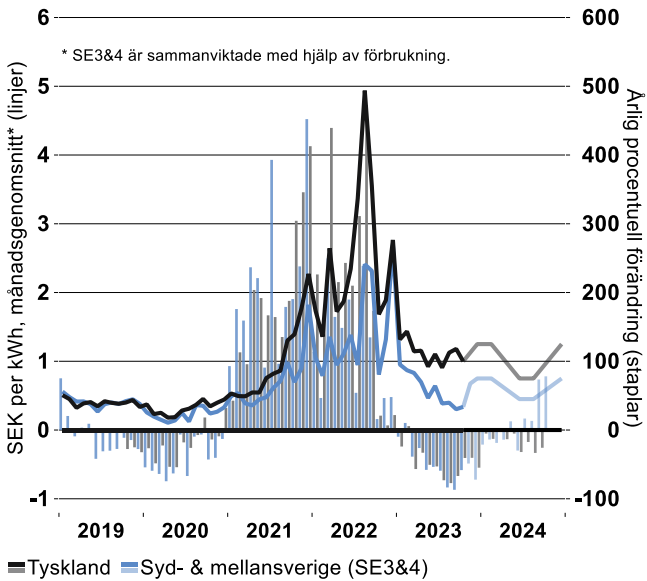
Källa: EEX och ICE

Det tyska elpriset samvarierar fortfarande väldigt tydligt med gaspriset, vilket framgår av figur 7 ovan. Marginalprissättningen på elmarknaden innebär kort och gott att elpriset i ett elområde bestäms av den dyraste elproduktionen i drift eller via den dyraste exportförbindelsen som inte slagit i kapacitetstaket. Eftersom gaskraften vanligtvis har högst rörlig produktionskostnad, sätter den priset på marginalen. För södra Sverige finns motsvarande samvariation men på en lägre nivå. Skillnaden består i att priskopplingen bryts när exportkablarna från Sverige till dyrare grannländer är fullmatade.

Avklingande negativa årstakter för elen

Med motsvarande räkneövning för elen som för gasen blir det tydligt att perioden med kraftigt negativa årstakter närmar sig slutet även för elen. I simuleringen i figur 8 nedan utgår vi ifrån sambandet mellan gas- och elpris i Tyskland och antar att det tyska elspotpriset landar på 2,5 ggr gaspriset. Därtill att elspotpriserna i Syd- och Mellansverige landar på 60 procent av de tyska. För Sverige är dock sambandet mycket osäkert eftersom priskoppling sker närmast digitalt, beroende på om exportkablarna är fullmatade eller inte. Det sistnämnda tydliggör även betydelsen av att ha så mycket elproduktion som möjligt i drift i Norden, för att hålla priserna rimligt låga och konkurrenskraftiga.

Figur 8. Avklingande negativa årstakter för elpriserna



Det är inte osannolikt med en prisutveckling som i våra räkneexempel – men den kommer troligen vara betydligt mera volatil än i figurerna. Inte minst till följd av att vi nu har så mycket väderberoende elproduktion i de europeiska elsystemen.

Därtill finns en överhängande risk för så kallade svarta svanar, i form av oförutsedda händelser. Det är inte alls osannolikt att diktaturen i Kreml smider olika planer för att störa energiförsörjningen såväl i Ukraina som inom EU inför vintern. Vi har tidigare sett flera exempel på såväl aggressiva som oberäkneliga svarta svanar i Kreml. Därtill finns andra konflikter i världen.

På det hela är bilden tydlig att perioden med kraftigt negativa årstakterna för såväl gas- som elpriser förefaller vara över.

Framåt krävs krafttag på elområdet

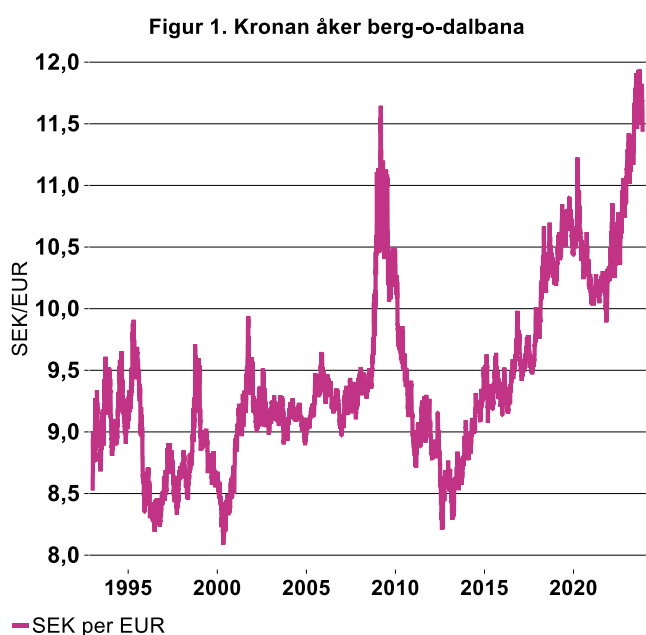
Blickar vi framåt finns även andra mörka moln på himlen. Ett sådant är Svenska kraftnäts planerade övergång till det som kallas flödesbaserad kapacitetsberäkning, vid tilldelning av nätkapacitet inför dagen före handeln. Denna övergång bedöms ge såväl högre elpriser i södra Sverige som minskad transparens och bör ej genomföras.

Därtill finns en överhängande risk att elproduktion och elnät inte hinner byggas ut i tillräcklig takt framöver. Sveriges elbehov bedöms mer än dubbleras fram till 2045. För att svensk industri ska förbli konkurrenskraftig och bidra till klimatomställningen i världen, är det centralt att utbygg-

naden lyckas. Elsystemet behöver byggas ut fossilfritt, men även till en låg total kostnad för såväl el som elsystem. Det är då viktigt att utgångspunkten tas i elsystemets behov och att en rimlig balans säkerställs mellan planerbara, reglerbara- och väderberoende resurser i elsystemet. Möjligheterna med elektrifieringen och de stora planerade industrisatsningarna i Sverige är enorma för hela samhället. Det faktum att den globala klimatutmaningen måste hanteras, innebär att investeringarna som följer av den gröna omställningen kommer att ske någonstans i världen. För att satsningarna ska lyckas i Sverige krävs nu såväl handlingskraft som eftertanke på elområdet.

Sverige utanför euron

Den senaste tiden har diskussionen om ett eventuellt svenskt inträde i Eurozonen - ett byte av kronan mot euron - återigen tagit fart, efter att under en lång tid varit en icke-fråga. Huvudskälet till det nyvaknade intresset är helt klart de senaste årens kraftiga och utdragna kronförsvagning som inleddes i november 2021, cirka 20 procent försvagning mot euron till dags dato (se figur 1).



Fokus för denna artikel är dock inte vilka faktorer som har drivit kronkursen under de 31 år som gått sedan den fasta växelkursregimen kollapsade, den frågan behandlas på annan plats i denna rapport. Här är istället temat hur den svenska ekonomin har klarat sig sedan Eurozonen inrättades 1999 och efter att folkomröstningen 2003 resulterade i ett *nej* till svenskt medlemskap.

Frågan om Sveriges förhållande till Eurozonen är komplex, det handlar inte bara om ekonomiska aspekter. Här fokuserar vi enbart på de ekonomiska argumenten för och emot svenskt medlemskap i Eurozonen.

Huvudargumentet för att stå utanför Eurozonen är att Sverige då kan behålla en centralbank med möjlighet att bedriva en penningpolitik baserad på strikt svenska förutsättningar.

Argument för att överge kronan har exempelvis varit att det skulle minska volatiliteten i valutakursen och därmed medföra stabilare planeringsförutsättningar för näringsliv och

hushåll, att en gemensam valuta skulle bidra till ökad handel inom valutaområdet vilket kan vara välförhållande.

Även att en gemensam valuta underlättar prisjämförelser mellan länder och därmed ökar konkurrensen vilket gynnar konsumenter samt att man skulle slippa kostnader och omak förknippade med valutaväxling.

Samt även att Riksbankens självständighet de facto är begränsad eftersom man inte kan avvika signifikant från ECB:s politik samt att den svenska ekonomin är nära ihopkopplad med Eurozonens.

Det betyder i så fall att ekonomiska chocker kommer att få likartade ekonomiska effekter på Sverige och Eurozonen. Annorlunda uttryckt ingår Sverige och Eurozonen ungefär i ett optimalt valutaområde. Det betyder i sin tur att ECB:s penningpolitik i stort sett även passar svensk ekonomi vilket begränsar värdet av en nationell penningpolitik.

Ett argument som dykt upp på sistone är att Riksbanken är så oskicklig att den inte förtjänar sitt oberoende. Vän av ordning kan då fråga sig om det inte är lika bra att låta den – får man utgå ifrån – mycket mer kompetenta ECB sköta politiken.

Initialt fanns även uppfattningen att de finansiella marknaderna saknade förtroende för svensk ekonomi och politiska institutioner. Detta skulle i sin tur innebära en riskpremie för Sverige i form av väsentligt högre räntor än i omvärlden och vara negativt för svensk ekonomi.

Med ett medlemskap i Eurozonen skulle Sverige kunna "låna" trovärdighet/tvingas på en tvångströja och därmed minska riskpremien.

Detta argument hade sin grund i den svenska finanskrisen i början av 1990-talet, då svaga svenska institutioner ledde till skenade räntor relativt omvärlden. I takt med de reformer som sedermera genomfördes, stärktes trovärdigheten för svenska institutioner varvid argumentet tappade relevans.

De vanligaste argumenten i dagens debatt, som inte tidigare har använts frekvent, är att kronan är så svag att det medför ekonomiska kostnader och att detta skulle kunna åtgärdas med en övergång till euron.

I det följande analyserar vi några av dessa argument samt ställer den övergripande frågan: Hur har det gått för svensk ekonomi under åren av "utanförskap"?

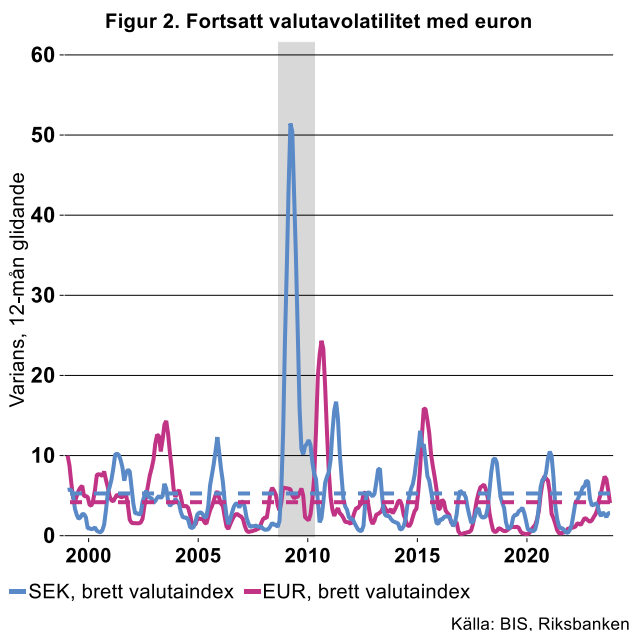
Det går inte att spela om historien och jämföra de senaste decenniernas utveckling med det hypotetiska fallet där

Sverige faktiskt anammat euron. Vi får därför nöja oss med att jämföra den svenska ekonomiska utvecklingen med den i Eurozonen.

Volatil valuta även vid en övergång till euron

Ett argument är således att eventuellt skadliga valutafluktuationer kan undvikas med en övergång från kronan till euron. Det är sant att kronans valutakurs varierat en hel del de senaste decennierna men detsamma gäller för euron. Figur 2 visar variansen i kronans respektive eurons kurs gentemot en bred korg av valutor.⁹ Som synes har kronans kurs varierat i genomsnitt något mer men detta kan helt och hållet tillskrivas den globala oron i samband med finanskrisen 2008–2010. Vid andra tillfällen har eurons volatilitet varit betydligt större än kronans.

Uppfattningen att svenska aktörer skulle slippa eventuellt störande fluktuationer i valutakursen genom en övergång till euron måste således kvalificeras. Det skulle naturligtvis innebära en stabil växelkurs för Sverige gentemot övriga länder inom euroområdet. Variationer mot övriga valutor utanför Eurozonen skulle dock kvarstå. En övergång till euron är alltså ingen mirakelmedicin mot valutafluktuationer.



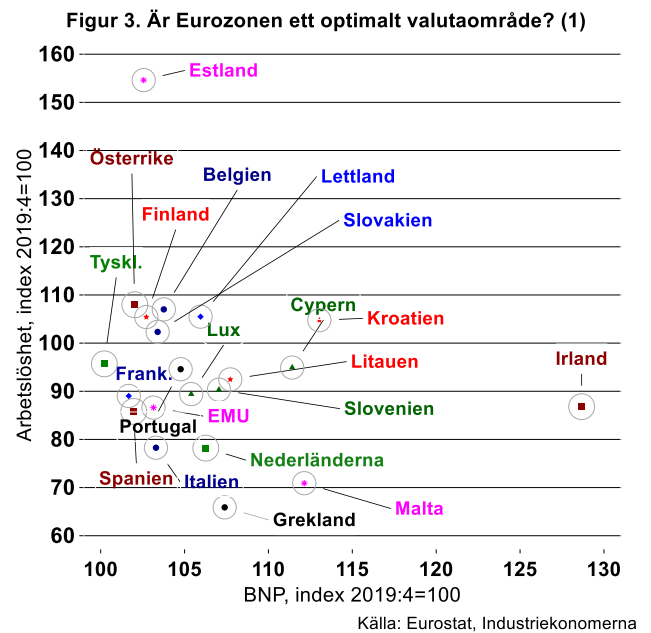
⁹ Bilden visar rullande 12-månadersvarians i kronans respektive eurons breda valutaindex.

¹⁰ Ett optimalt valutaområde kännetecknas av fyra kriterier:

Är Eurozonen ett optimalt valutaområde?

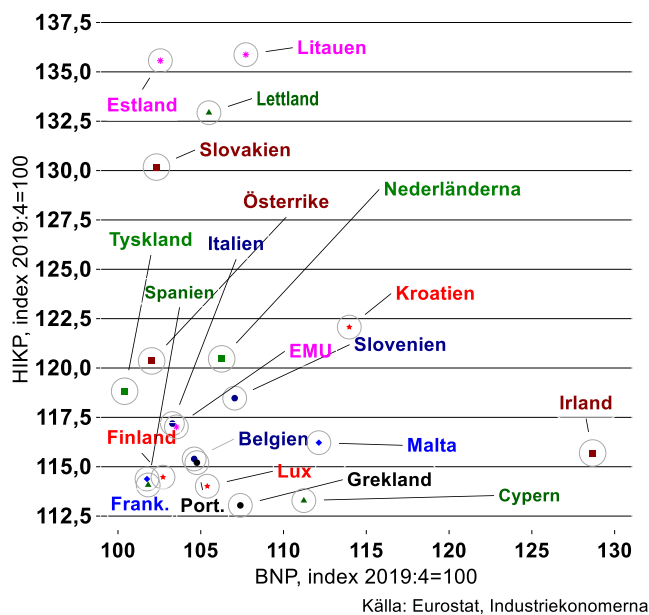
Snart sagt alla länder kännetecknas av att de ekonomiska förutsättningarna varierar mellan olika delar av landet. Exempelvis är det uppenbart att förutsättningarna i norra delarna av Sverige framöver kommer att vara mycket annorlunda än i andra delar av landet, med tanke på effekterna av den gröna omställningen. Man skulle därför kunna hävda att övre Norrland och resten av landet skulle behöva olika penningpolitik, det vill säga Sverige utgör inte ett *optimalt valutaområde*.¹⁰

Man kan misstänka att Eurozonen, som består av 20 olika ekonomier med sinsemellan mycket skiftande förutsättningar, knappast uppfyller kriterierna för ett optimalt valutaområde. I figur 3 och 4 fokuserar vi på utvecklingen för de olika medlemsländerna i Eurozonen sedan pandemin slog till i början av 2020.



arbetskraftsrörlighet, kapitalrörlighet, system som kompenserar för uppkomna skillnader samt likartad konjunkturcykel inom olika delar av området.

Figur 4. Är Eurozonen ett optimalt valutaområde? (2)



Det är uppenbart att utvecklingen divergerat kraftigt mellan länderna i termer av BNP, prisnivå och arbetslöshet. Således är arbetslösheten i Estland drygt 50 procent högre än i slutet av 2019 medan den är drygt 30 procent lägre i Grekland. För Eurozonen som helhet är arbetslösheten nu 14 procent lägre än i slutet av 2019 (se figur 3).

Irlands BNP är idag 30 procent högre än i slutet av 2019 medan den endast ökat marginellt i länder som Frankrike, Italien och Tyskland. För Eurozonen som helhet är BNP tre procent högre än i slutet av 2019.

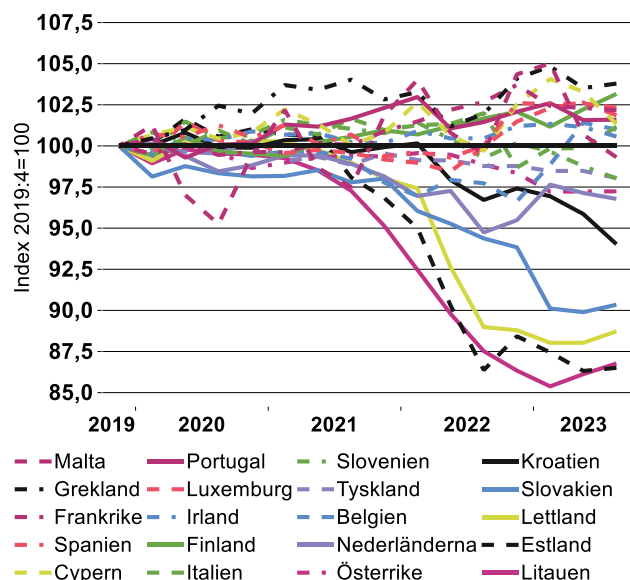
På motsvarande sätt har prisnivån enligt HIKP ökat med drygt 35 procent i Estland och Litauen men endast med knappt 15 procent i länder som Finland, Frankrike och Spanien och med cirka 17 procent i genomsnitt i Eurozonen (se figur 4).

Spegelbilden av kraftigt divergerande prisnivåer mellan Eurozonens medlemsländer är att de reala växelkurserna – den relativa prisnivån gentemot genomsnittet i Eurozonen – divergerat i medlemsländerna, den gemensamma valutan till trots (se figur 5).

Sålunda har höginflationsländer som de baltiska staterna och de nya medlemsländerna i östra Europa, upplevt en kraftig real appreciering medan flera av de "gamla" medlemsländerna upplevt en real depreciering; annorlunda uttryckt har "nya Eurozonen" tappat kraftigt i konkurrenskraft gentemot de övriga. En förmodan är att hypotetiska, nationella centralbanker med inflationsmål i länder som Estland, Litauen med

flera, hade tillämpat en betydligt stramare ekonomisk politik än vad ECB har gjort under perioden.

Figur 5. Reala växelkurser inom Eurozonen

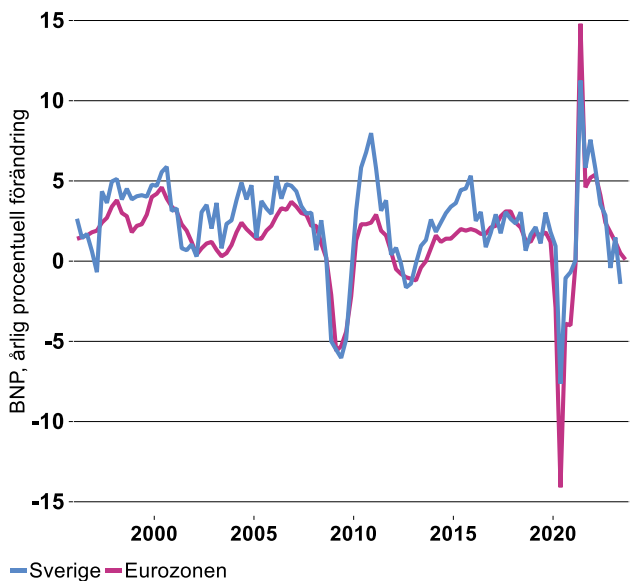


Sammantaget måste man således konstatera att trots att samtliga ekonomier drabbades av samma chock – pandemin – och utsattes för samma penningpolitiska respons så blev de ekonomiska konsekvenserna mycket olika i de olika länderna. Det betyder att Eurozonen knappast kan sägas leva upp till kriteriet *likartad konjunkturcykel*.

Likartade konjunktur i Sverige och Eurozonen – oftast

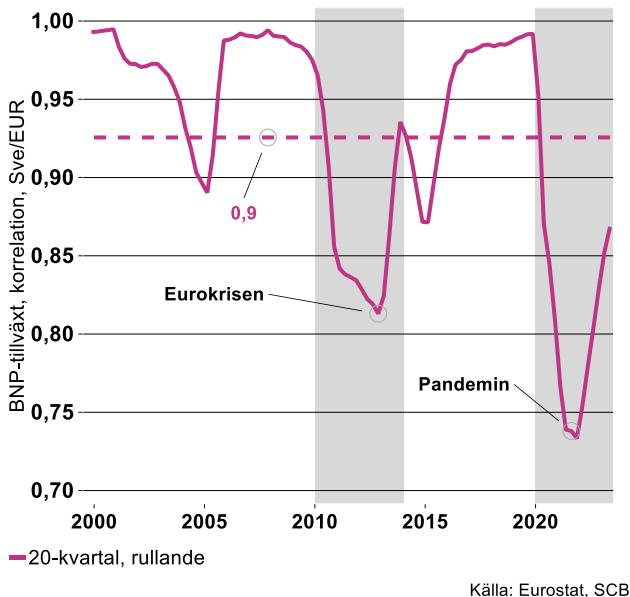
I ett längre perspektiv har Sveriges och Eurozonens konjunkturer varit relativt starkt korrelerade samtidigt som svensk BNP varit mer volatil (se figur 6).

Figur 6. Sverige vs Eurozonen (1)



I genomsnitt under Eurozonens existens, har korrelationen mellan de kvartalsvisa årstakterna i BNP varit 0,9 (se figur 7).¹¹ Korrelationen har emellertid varierat relativt starkt över tid. Exempelvis försvagades korrelationen tydligt i samband med eurokrisen samt i samband med och efter pandemin. Det är alltså tydligt att synkroniseringen mellan Sveriges och Eurozonens konjunkturer minskat kraftigt i samband med kriser. Det är ju just under i kristider som betydelsen av en kraftfull, ändamålsenlig ekonomisk politik är som mest angelägen.

Figur 7. Sverige vs Eurozonen (2)

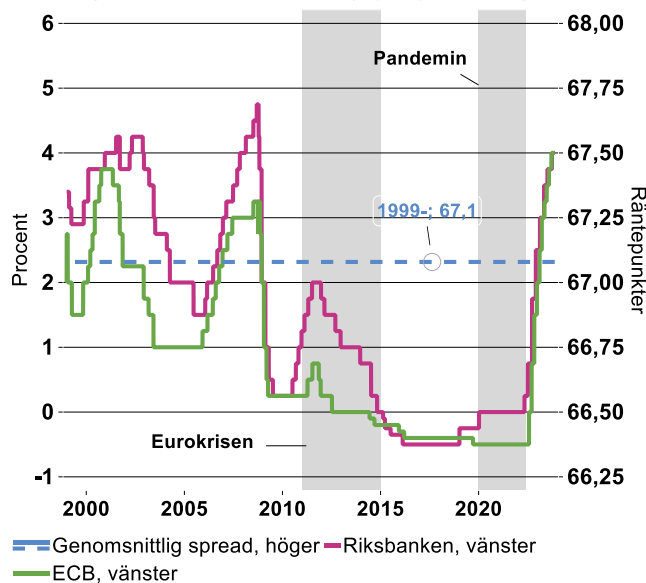


¹¹ Varje punkt på kurvan visar korrelationen under de föregående 20 kvartalen.

”Riksbanken sitter i knä på ECB”

Ett argument som ofta framförs i debatten är att Riksbankens självständighet i själva verket är en chimär, när det kommer till kritan vågar den svenska centralbanken inte avvika signifikant ifrån ECB:s politik. Detta påstående saknar dock empirisk grund, Riksbankens styrränta har ofta avvikit påtagligt ifrån ECB:s (se figur 8).

Figur 8. Riksbanken har utnyttjat självständigheten



I genomsnitt har den svenska styrräntan varit 68 räntepunkter högre än ECB:s och som mest har gapet varit 250 räntepunkter under 2003. Däremot låg Riksbankens styrränta lägre än ECB:s under åren 2015–2018. Notabelt är att vid de tillfällen då korrelationen mellan Sveriges och Eurozonens konjunktur försvagades – eurokrisen och pandemin – divergerade även centralbankernas styrräntor ordentligt (se figur 8).

Slutsatsen är att Riksbanken långt ifrån slaviskt har följt ECB och därmed måste sägas ha utnyttjat sitt mandat. När de ekonomiska förhållandena avvikit signifikant har detta även gällt penningpolitiken.

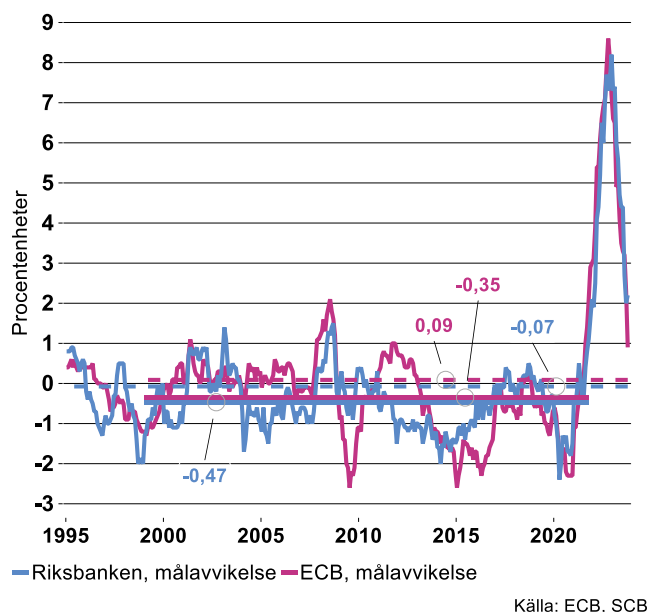
”Oskicklig Riksbank förtjänar ingen självständighet!”

I en DN-debattartikel nyligen gick professor Bo Rothstein till angrepp mot Riksbanken och ifrågasatte dess kompetens och därmed skälen till dess oberoende. Argumenten var två:

1. Visserligen är de senaste årens inflationsraket ett globalt fenomen men Sverige sticker ut med högre inflation än många andra EU-länder. Notabelt är att Rothstein har fel i sak, svensk inflation har inte varit högre än i flertalet EU-länder de senaste åren (se Teknikföretagens nyhetsbrev 15/9 2023).
2. Riksbanken har ingen förklaring till den kraftigt försvagade kronan. Här noterar Rothstein att inte heller ledande ekonomer som Lars Calmfors har någon bra förklaring men lyfter ändå detta som bevis på Riksbankens inkompetens.

Visserligen drar inte Rothstein av detta slutsatsen att Sverige borde anslutas till Eurozonen, Rothstein har ett renodlat svenskt perspektiv, men en osökt tanke är att ECB skulle sköta jobbet bättre. Av figur 9 framgår dock att ECB och Riksbanken i genomsnitt haft mycket likartad måluppfyllelse de senaste åren. Under perioden januari 1999 till september 2021, det vill säga innan inflationsraketen lyfte, avvek den svenska inflationen ifrån målet med i genomsnitt -0,47 procentenheter. Motsvarande för Eurozonen var en avvikelse med -0,35 procentenheter. Sett till hela perioden, det vill säga inklusive de senaste höginflationsåren, är måluppfyllelsen identisk för ECB och Riksbanken.

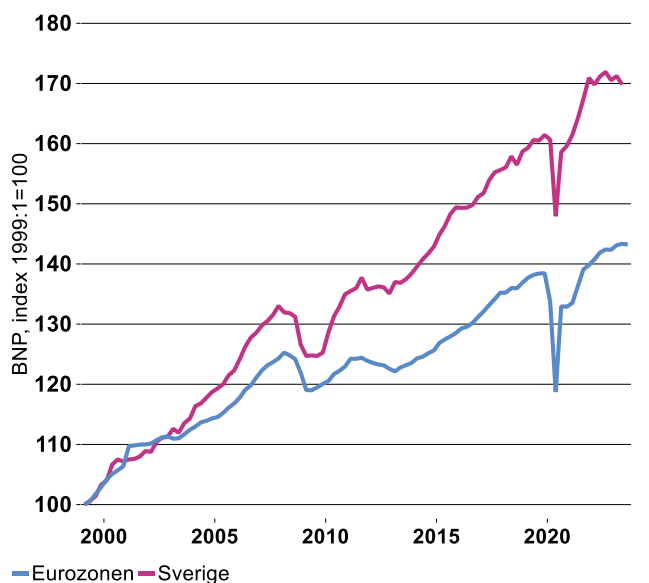
Figur 9. ECB och Riksbanken: lika goda målsupare



Svensk ekonomi har gått bättre

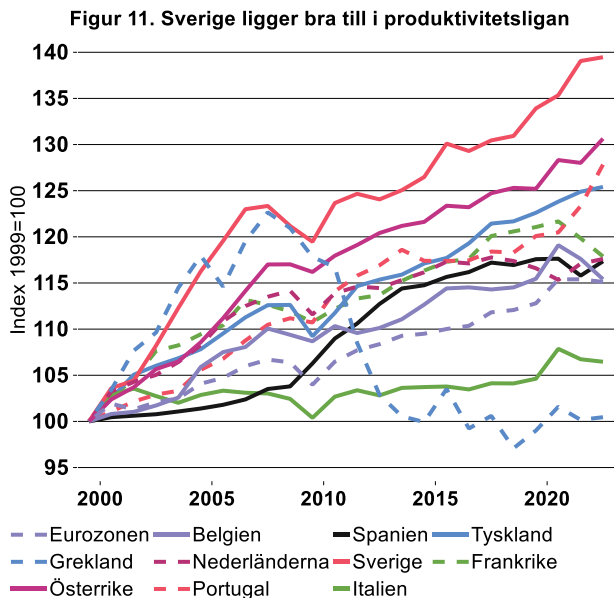
Som nämnts är det inte möjligt att på ett tillförlitligt sätt bedöma om den svenska ekonomin gynnsats eller lidit av ett utanförskap eftersom vi inte vet hur det gått om Sverige varit medlem. Det kan ändå vara av intresse att jämföra den svenska ekonomiska utvecklingen med den i Eurozonen. Vi utgår konsekvent ifrån startpunkten för Eurozonen, det vill säga 1999.

Figur 10. Sverige har gått starkare än Eurozonen



Källa: Eurostat, SCB

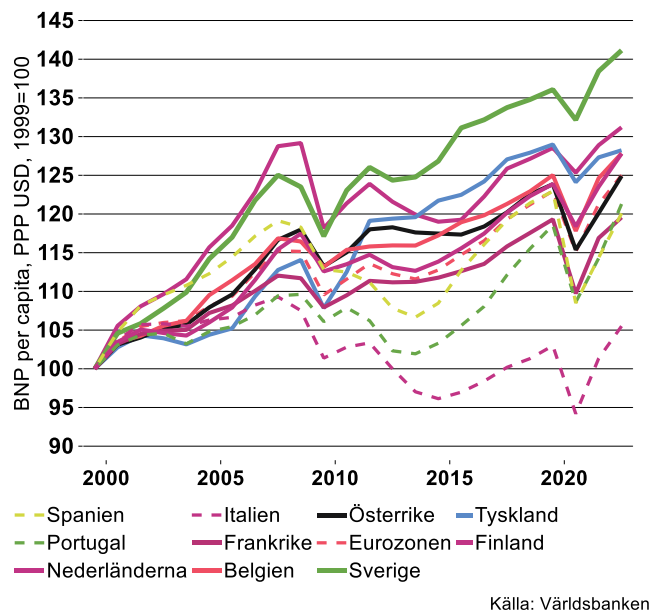
Av figur 10 framgår att svensk BNP vuxit 17 procent mer än Eurozonens till och med andra kvartalet 2023.



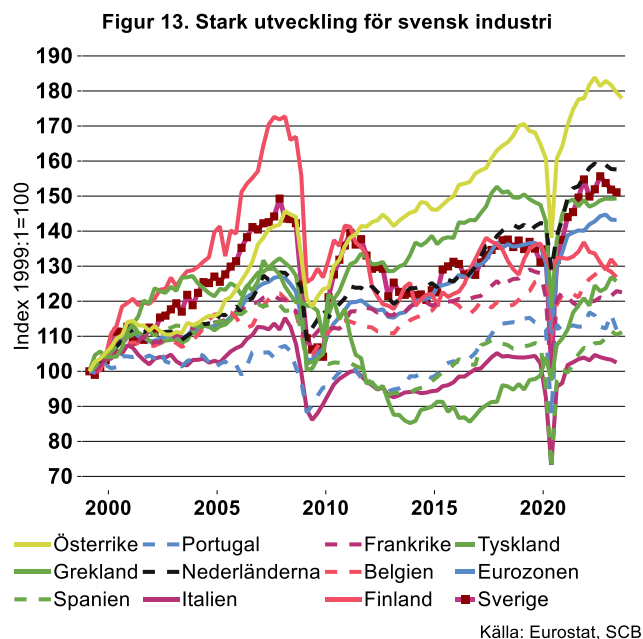
Fokuserar vi på produktiviteten, det vill säga BNP per arbetad timme, har Sverige också presterat bättre, en ökning med 40 procent sedan 1999, att jämföra med 15 procent i Eurozonen i genomsnitt (se figur 11). De länder som kommer närmast Sverige – Österrike, Portugal och Tyskland – ligger i intervallet 25–30 procent.¹²

Även i välbståndstermer har Sverige dragit ifrån Eurozonen. Fram till 2022 hade BNP per capita i Sverige ökat med 40 procent sedan 1999 att jämföra med 25 procent för Eurozonen i genomsnitt (se figur 12). Tvåan och trean – Finland respektive Tyskland – noterade ökningarna på 31 procent respektive 20 procent.

Figur 12. Starkare välbståndsutveckling i Sverige



Fokuserar vi på utvecklingen inom tillverkningsindustrin, framstår också den svenska utvecklingen som relativt god.

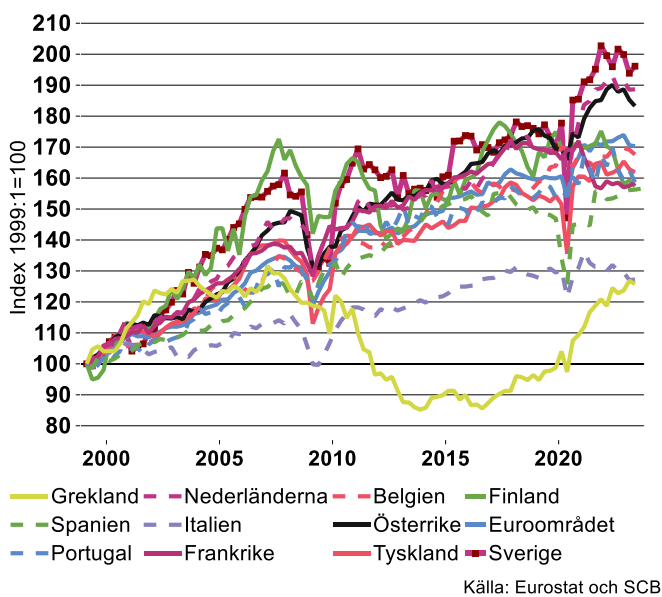


Förädlingsvärdet i svensk tillverkningsindustri har ökat med 50 procent sedan 1999, att jämföra med 42 procent i Eurozonen i genomsnitt (se figur 13). Av enskilda länder är

¹² Vi har utelämnat Irland i denna och efterföljande bilder eftersom utvecklingen där har varit explosiv.

det bara Österrike och Nederländerna som redovisar större ökningar medan Tyskland är i paritet med Sverige. Även i termer av produktivetsutvecklingen inom tillverkningsindustrin ligger Sverige i topp – plus 96 procent – följt av Nederländerna och Österrike (se figur 14). Snittet i Eurozonen är 69 procent medan Tyskland noterar 62 procents ökning.

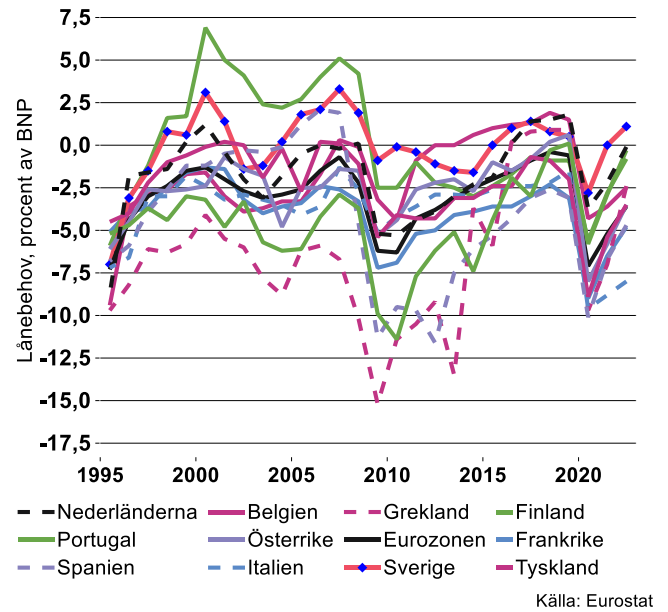
Figur 14. Bra produktivetsutveckling i svensk industri
Förädlingsvärde per arbetad timme, tillverkningsindustrin



Starkare svenska statsfinanser

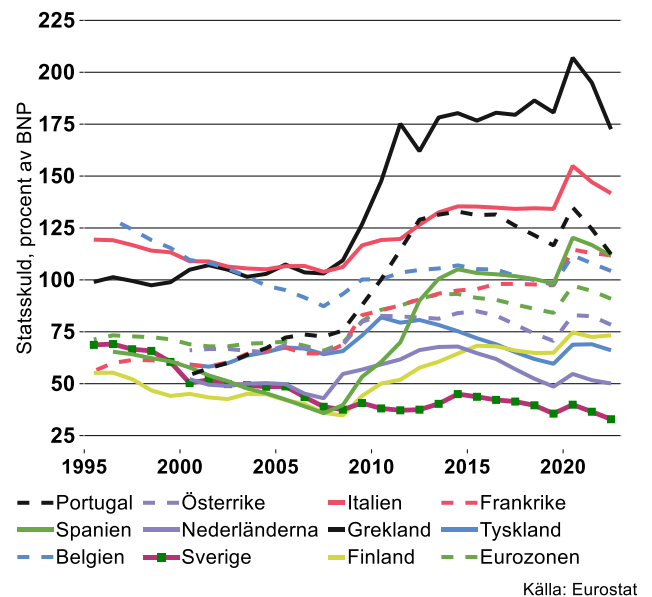
Som nämns ovan fanns det i spåren av krisen för de svenska statsfinanserna i början av 1990-talet, en tanke att Sverige behövde en tvångströja i form av medlemskap i Eurozonen.

Figur 15. Svenska statsfinanser i god ordning (1)



Detta argument har dock sedan länge tappat sin relevans, de svenska statsfinanserna har varit bland de starkaste i EU under Eurozonens existens. Såväl i termer av offentligt sparande som statsskuld tillhör Sverige sedan länge toppskiktet i EU och betydligt starkare än flertalet länder inom Eurozonen (figur 15 och 16).

Figur 16. Svenska statsfinanser i god ordning (2)



Sammanfattning och slutsatser

Sveriges vara eller inte vara i Eurozonen är en fråga med flera dimensioner, politiska, ideologiska och ekonomiska.

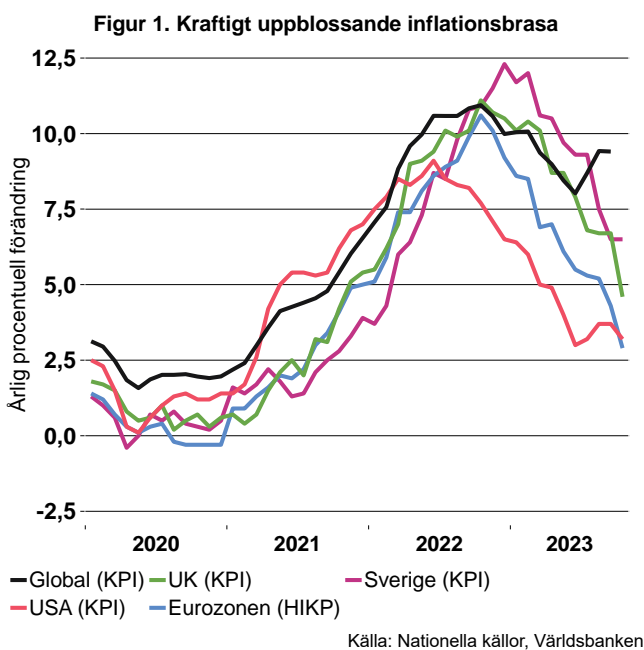
Denna artikel fokuserar enbart på de ekonomiska aspekterna. Det låter sig inte göras att på ett enkelt och trovärdigt sätt besvara frågan "har svensk ekonomi gynnats eller missgynnats av att stå utanför euron?" Skälet är helt enkelt att vi inte kan spela om historien och jämföra med det hypotetiska fallet med Sverige som medlem av Euro-zonen. Det vi kan konstatera är att den svenska ekonomin inte utvecklats sämre än genomsnittet i Eurozonen. I flera fall, när det gäller BNP, BNP-produktivitet, BNP per capita, industriproduktion och produktivitet inom tillverkningsindustrin ligger Sverige i topp jämfört med flertalet av Eurozonens medlemmar. Genomgående är utvecklingen i Sverige starkare än genomsnittet för Eurozonen.

Det är således inte uppenbart att den svenska ekonomin lidit påtaglig skada av ett utanförskap. Å andra sidan kan man heller inte dra slutsatsen att Sverige gynnats ekonomiskt av att stå utanför, det är fullt möjligt att det hade gått ännu bättre för svensk ekonomin med euron i stället för kronan som valuta.

Slutligen måste man dock komma ihåg att basen för tillväxt och välbefinnande i ett land inte i första hand byggs av valet av valutasystem. Tillväxtpotentialen i en ekonomi speglar de ekonomiska ramvillkoren i form av skatte- och regelsystem, utbildningssystem, väl fungerande institutioner och marknader.

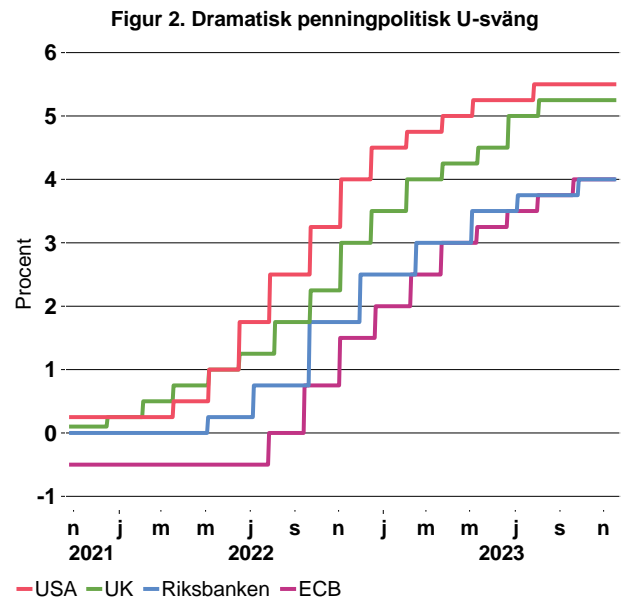
Begår Riksbankens ett gigantiskt policymisstag?

Under 2021–2022 togs världens centralbanker på sängen av en kraftigt uppblussande inflationsbrasa. Efter en mångårig period av mycket låga prisökningar där centralbankerna kämpade för att få upp inflationen till målet, stack den upp ifrån 0–2 procent till i flera fall tvåsiffriga tal under loppet av cirka 1,5 år (se figur 1).¹³



Som en konsekvens har världens centralbanker inklusive Riksbanken, höjt sina styrräntor dramatiskt i en strävan att på sikt trycka ner inflationen till målen (se figur 2). Visserligen har inflationen kulminerat, i flera fall fallit tillbaka ordentligt och det mesta talar för fortsatt snabbt avtagande prisökningstakt framöver. Trots detta fortsätter centralbankerna med strama tyglar och att i vissa fall signalera en beredskap för ytterligare räntehöjningar. Inflationen är ju fortfarande långt över målen och centralbankerna känner sig uppenbarligen inte trygga med att den kommer att närma sig målen i tillräckligt snabb takt.

¹³ Vilka krafter som främst låg bakom dramatiken har inte minst Industriekonomerna ägnat mycket utrymme på sistone men detta är inte i fokus för denna artikel.



Källa: Nationella källor

Den svenska Riksbankskritiken

Inte överraskande röner Riksbankens politik stor uppmärksamhet, de snabba räntehöjningarna har ju inneburit en allt tyngre börda inte minst för hårt skuldsatta hushåll och dämpat den svenska konjunkturen. Enligt preliminär statistik var svensk BNP under årets tredje kvartal oförändrad jämfört med föregående kvartal och föll med 1,2 procent jämfört med tredje kvartalet 2022, en sämre utveckling jämfört med flertalet likartade ekonomier.

Även professionella ekonomer har haft starka synpunkter på penningpolitiken, ofta med kritiska argument. Flera ekonomer har hävdade att Riksbanken riskerar att trampa så hårt på bromsen att svensk ekonomi rasar ner i en rejäl lågkonjunktur. Som nämns ovan finns det absolut fog för den oron men i sammanhanget är det värt att påminna om Riksbankens penningpolitiska mål nedan.

Riksbankens penningpolitiska mål

Det enda målet är att inflationen ska vara två procent. Den nya riksbankslagen slår fast att "det överordnade målet för Riksbanken är att upprätthålla varaktigt låg och stabil inflation (prisstabilitetsmålet)".

Visserligen har Riksbanken ett så kallat flexibelt inflationsmål, vilket tillåter att avvikelser från målet rättas till gradvis

för att undvika alltför stora svängningar i ekonomin. Den nya riksbankslagen slår således fast att Riksbanken ska ta hänsyn till realekonomin i sina penningpolitiska beslut. Det kan vara av intresse att se hur Riksbanken själv tolkar den nya Riksbankslagen: "Utan att åsidosätta prisstabilitetsmålet ska Riksbanken dessutom bidra till en balanserad utveckling av produktion och sysselsättning."¹⁴

Det betyder i klartext att Riksbanken kan acceptera att inflationen avviker från målet under en period men att strävan alltid är att återföra den till två procent.

I den nuvarande situationen, med en inflation som under lång tid långt överstigit målet och fortfarande har en bra bit kvar, är det återigen i högsta grad relevant att ta del av Riksbankens egen tolkning:

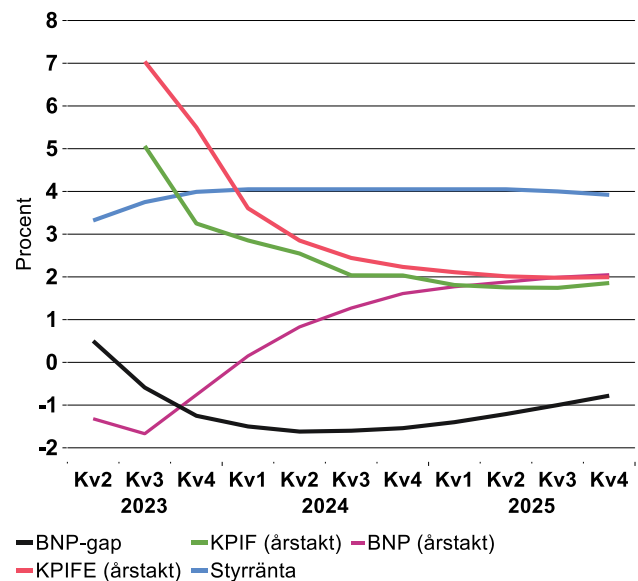
"Möjligheten för Riksbanken att upprätthålla inflationsmålet är beroende av att det finns ett förtroende, och prisstabilitetsmålet är det överordnade målet för penningpolitiken. Om det finns en risk för att förtroendet för målet rubbas kan det vara nödvändigt att inrikta penningpolitiken på att ganska snabbt få inflationen att närma sig målet på 2 procent."

Även om man kan ta *hänsyn till* står det klart att Riksbanken inte har *ett mål* för den realekonomiska utvecklingen – läs BNP, arbetsmarknaden, etcetera. Man har heller inget mål för den långsiktiga BNP-tillväxttakten i ekonomin vilket är naturligt eftersom denna har mycket lite, om ens något med penningpolitiken att göra.

Begår Riksbanken ett policymisstag?

Så till frågan om Riksbankens belackare har fog för sin kritik. Riksbankens egna prognoser pekar mot att inflationen (enligt KPIF) kommer att ligga betydligt över målet ända till början av 2024. Dessutom kan mycket av den förväntade nedgången initialt tillskrivas externa faktorer, främst effekten av fallande energipriser.¹⁵ Å andra sidan var det dessa priser som inledningsvis fick inflationen att skena.

Figur 3. Riksbanken "behöver en lågkonjunktur"



Källa: Riksbanken

Riksbankens bedömning är därför att den underliggande inflationen (enligt KPIFE) inte kommer ner till målet förrän i början av 2025. Den underliggande inflationen faller därmed med eftersläpning, vilket också var fallet i uppgången. Dessutom räknar man med en svag BNP-utveckling, hög arbetslöshet och ett negativt BNP-gap (se figur 3).¹⁶

Utan kvalifikationer av argumenten skjuter således kritiken mot Riksbanken över målet: Riksbankens bedömning är att det är *nödvändigt* att trycka ner svensk ekonomi i lågkonjunktur för att nå inflationsmålet på sikt, det är ett pris man är beredd att betala. Man kan till och med hävda att Riksbanken, givet sina egna bedömningar i övrigt, har en *skyldighet* att tvinga på Sverige en lågkonjunktur eftersom man enligt lag ska sträva efter prisstabilitet. Endast om prisstabiliteten och förtroendet för inflationsmålet inte äventyras ska Riksbanken ta realekonomiska hänsyn.

Under förutsättningen att dess prognoser är någorlunda korrekta kan man alltså inte beskylla Riksbanken för att begå ett policymisstag *ex ante* genom att hänvisa till den svaga konjunkturen. För att den kritiken ska bita måste man antingen göra en annan inflationsbedömning än Riksbanken, mer specifikt att inflationen kommer att vara betydligt lägre än Riksbankens prognoser på lite sikt. Vissa

¹⁴ Fördjupning i penningpolitisk rapport, februari 2023.

¹⁵ Mer om den svenska inflationen i avsnittet "Sverige".

¹⁶ Ett negativt BNP-gap innebär att det finns lediga resurser i ekonomin=lågkonjunktur.

prognosmakare räknar också med att inflationen faller under målet på två procent under 2024. I så fall är det rimligt att hävda att Riksbanken tar i för hårt och att Sverige får betala ett alltför högt realekonomiskt pris *givet den penningpolitiska regimen*.

Eller så måste man acceptera Riksbankens prognoser men rikta kritiken mot *den penningpolitiska regimen som sådan*, det vill säga (tillämpningen av) inflationsmålet. Ett argument kan vara att det inte är rimligt att penningpolitiken ensidigt ska inriktas på ökningstakten i konsumentpriserna. Man skulle kunna hävda att explicit hänsyn även borde tas till andra ekonomiska faktorer som konjunkturen, arbetsmarknaden, hushållens skuldsättning, tillgångspriser, etcetera. Med den utgångspunkten skulle man kunna hävda att de realekonomiska kostnaderna för att uppnå inflationsmålet riskerar att bli alltför höga. Om man anser att Riksbanken borde vara mer flexibel än vad ramverket ger utrymme för är det inte mot Riksbanken man bör rikta kritiken utan mot ansvariga för Riksbankslagen – politikerna. I vilken mån Riksbanken verkligen begått ett policymisstag kan för övrigt inte utvärderas förrän i efterhand och då bara i teorin: "Blev inflationsutfallet ungefär i linje med prognoserna?" "Blev den realekonomiska utvecklingen ungefär som Riksbanken räknade med?" Om svaret är *nej*, i synnerhet på den första frågan, kan man *ex post* hävda att centralbanken bedrivit en felaktig politik, det vill säga begått ett policymisstag.

I praktiken är dock utvärderingen ofta inte meningsfull ens med facit i hand. Under en prognosperiod på 1–3 år hinner det i allmänhet inträffa ett flertal på förhand oförutsedda händelser som får signifikant påverkan på både inflation och realekonomi. Lite hårddraget skulle man då säga att lyckade prognoser berodde på tur och misslyckade prognoser på otur.

Är Riksbanken maktlös?

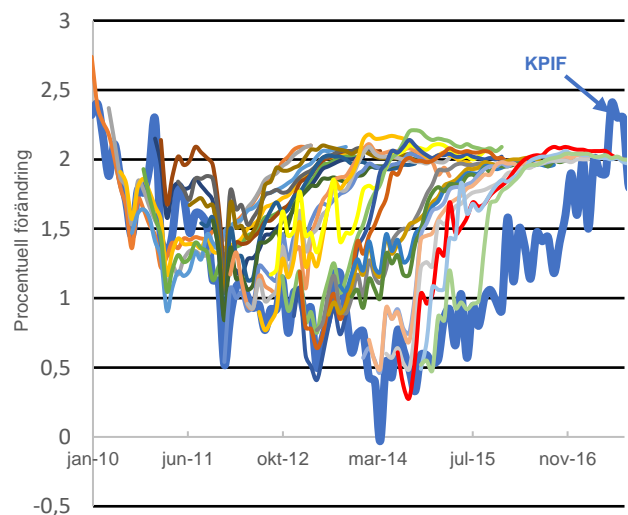
Ett annat argument som hörs i debatten är att Riksbanken *de facto* har mycket små möjligheter att påverka inflationen i nuläget eftersom uppgången till största delen speglar en importerad kostnadschock. Det är sant att Riksbanken isolerat inte har någon påverkan på globala energi- och råvarupriser. Det innebär dock inte att man saknar möjlighet att påverka andra inhemska priser, både vissa varu- men i synnerhet tjänstepriser och därmed också inflationen – även om potens och timing är en empirisk fråga. Däremot blir ju

uppgiften naturligtvis svårare och behovet att dämpa inhemsk inflation större, om man ska motverka en importerad inflationschock. I praktiken betyder det att man måste pressa tillbaka inhemsk efterfrågan ännu mer.

Vanskligt med prognosbaserad politik

Olyckligtvis måste Riksbanken basera politiken på ekonomiska prognoser och vad det gäller träffsäkerheten är inte dess track-record direkt lysande. Under låginflationsperioden åren 2010–2015 kunde man raljera över Riksbankens "igelkottsprognoser", oavsett utgångsläge och oaktat att inflationen föll kontinuerligt mot noll-strecket, pekade Riksbankens prognosbana alltid uppåt för att plana ut på två procent. I figuren 4 visas dels KPIF, dels Riksbankens prognosbanor publicerade i de penningpolitiska rapporterna åren 2010–2014. Som synes fångade prognoserna ofta upp de kortsiktiga rörelserna relativt väl men på längre sikt var förklaringsvärdet obefintligt, åtminstone inledningsvis. Under loppet av 2015 lyfte inflationen gradvis från de extremt låga nivåerna, varför felen i de prognoser som publicerades under slutet av 2014 minskade.

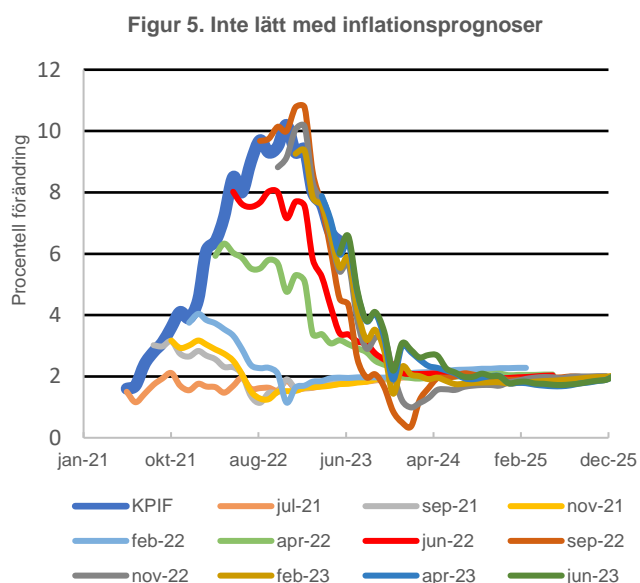
Figur 4. Riksbankens igelkott



Källa: Riksbanken

I samband med de senaste årens inflationsraket har Riksbanken – liksom flertalet prognosmakare – i stället gjort gigantiska prognosfel åt andra hållet, det vill säga gravt underskattat inflationen (se figur 5). Återigen visas KPIF-

inflationen samt Riksbankens prognosbanor vid några tillfällen de senaste åren.



Källa: Riksbanken

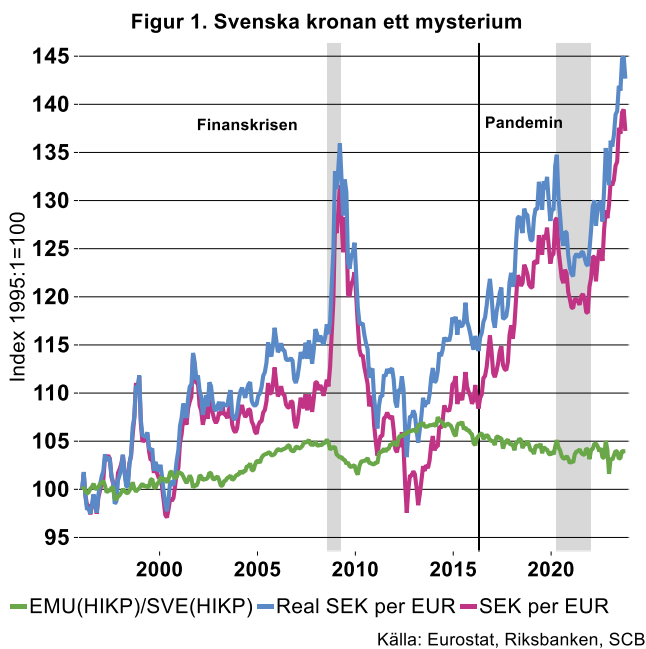
Liksom tidigare planar Riksbankens banor ut på två procent. Däremot är det uppenbart, med tanke på historiska erfarenheter, att det inte finns anledning att fästa tilltro till Riksbankens prognoser på längre sikt. En inflation som ligger nitad på två procent under en längre period får snarast betraktas som ett av de minst sannolika scenarierna.

Sammanfattningsvis är det inte svårt att förstå att många har synpunkter på den förda penningpolitiken. De kraftiga räntehöjningarna innebär stora påfrestningar på kraftigt skuldsatta hushåll och andra räntekänsliga sektorer av den svenska ekonomin. Det är dock långt ifrån självklart att den svaga konjunkturen är ett tecken på att Riksbanken begår ett gravt penningpolitiskt misstag och stryper den svenska ekonomin i onödan, det beror på perspektivet. Under förutsättning att alla debattörer accepterar det penningpolitiska ramverket – inflationsmålet – kokar diskussionen om den svenska penningpolitiken ner till "en strid om prognoserna" och hur väl de speglar den framtida utvecklingen, den som lever får se...! En sak är i alla fall säker, att bedriva politik baserad på prognoser i en turbulent miljö är minst sagt vanskligt. Men det är inte självklart vad alternativet är.

Kronsvagheten ett olöst mysterium

”Alla talar om kronan men ingen gör något åt den”; så skulle man möjligen kunna sammanfatta den senaste tidens uppmärksamhet kring den allt svagare svenska valutan.

Figur 1 illustrerar utvecklingen för kronans växelkurs gentemot euron sedan januari 1996.



Den röda kurvan visar den nominella växelkursen, SEK per EUR. Som synes har kronans värde varierat kraftigt, exempelvis under åren 1996–2002. Därefter inföll en period av relativ stabilitet följt av en mycket snabb och kraftig försvagning av kronan i samband med finanskrisen 2008–2009, ett förväntat förlopp eftersom små valutor tenderar att dumpas i samband med finansiella kriser.

Under de följande årens finansiella återhämtning och inte minst som en konsekvens av Eurokrisen, stärktes sedan kronan kraftigt, en resa på hela 25 procent från botten i mars 2009 till toppen i augusti 2012. I takt med att Eurokrisen bedarrade återgick kronkursen gradvis till det intervall som gällde under perioden 2001–2008.

Startpunkten för den pågående, kraftiga och ihållande kronförsvagningen dateras till början av 2016, sedan dess har kronan deprecierats med 26 procent (oktober 2023), med ett tillfälligt avbrott under de första pandemikvartalen.

Kontentan är alltså att det inte har varit en fråga om en snart 30-årig period av ständig kronförsvagning, det är de senaste sju åren som sticker ut.

Håller teorin om köpkraftsparitet?

När ekonomer analyserar valutakurser tar man ofta till teorin om köpkraftsparitet (PPP) som sitt första redskap.

I sin renodlade form – *absolut köpkraftsparitet* – borde prinsnivån i olika länder utvecklas likartat uttryckt i gemensam valuta. Uppstår betydande prisskillnader kommer konsumenter att rusa till det billigare landet för att göra sina inköp vilket tenderar att jämna ut prinsnivåerna i gemensam valuta.

PPP bygger emellertid på orealistiska antaganden om konsumenters möjligheter att göra så kallat *arbitrage* – att exploatera prisskillnader för varor och tjänster i olika länder. Visserligen är många varumarknader idag globala, det finns webbsidor för många produkter med tillhörande effektiva distributionskanaler, och så vidare. Detta innebär att försäljare i enskilda länder har små möjligheter att tillämpa avvikande priser på dessa marknader; läs vitvaror, andra konsumtionsvaror.

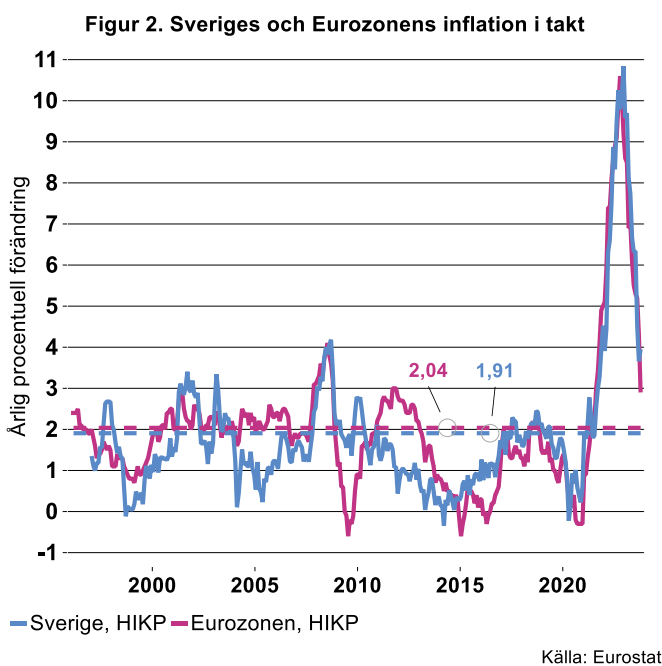
Dessa förhållanden gäller dock långt ifrån för alla varumarknader – exempelvis inte för flertalet dagligvaror – och i ännu mindre utsträckning för marknader för tjänster, man har svårt att som svensk utnyttja att det är många gånger billigare att klippa sig i Calcutta än i Stockholm. Här är det snarare rimligt att förvänta sig stora och bestående prisskillnader mellan länder även uttryckt i gemensam valuta. Det är inte ens uppenbart att det berömda exemplet med *Billys bokhylla* från IKEA håller – vem tar sig omaklet och kostnaden för att åka från Sverige med syfte att köpa en något billigare version i Danmark?

Om absolut PPP gäller betyder det att den *reala växelkursen*, det vill säga skillnaden i prinsnivå mellan två länder korregerad för valutakursen, är konstant åtminstone på lite sikt. Det kan naturligtvis uppstå betydande avvikelser på kort sikt men om absolut PPP råder kommer dessa att korrigeras över tid. Studerar vi återigen bilden ovan till vänster är det uppenbart att absolut PPP definitivt inte gällt vid varje tidpunkt, variationerna i den reala växelkursen har varit betydande under perioden och i stort sett sammanfallit med variationerna i den nominella växelkursen.

Sammantaget sedan 1995 har Eurozonens HIKP stigit cirka fyra procent mer än svensk HIKP. Det betyder att den reala SEK/EUR-kursen har stigit drygt tre procent mer än den nominella valutakursen. Euron har apprecierats mot kronan med 42 procent i reala termer mot 37 procent i nominella termer under perioden januari 1996 till oktober 2023.

Kronan har således deprecierats mot euron i reala termer både via en nominell depreciering och via en relativt mindre ökning i svensk prisnivå, ett resultat som går helt på tvärs med PPP. Detta för oss in på en mindre ambitiös definition av köpkraftsparitet:

Relativt PPP innebär att skillnader i inflationstakter ska motsvaras av lika stora förändringar i den nominella valutakursen. Det innebär att inflationsskillnaderna inte kommer att påverka den reala växelkursen. Den senare kan dock ändras över tid på grund av strukturella skillnader mellan länder, mer om detta nedan.



Figur 2 visar att inflationen i Sverige enligt HIKP, i genomsnitt har varit marginellt lägre än i Eurozonen sedan 1996 och att inflationen ofta i stort sett rört sig synkront i det korta

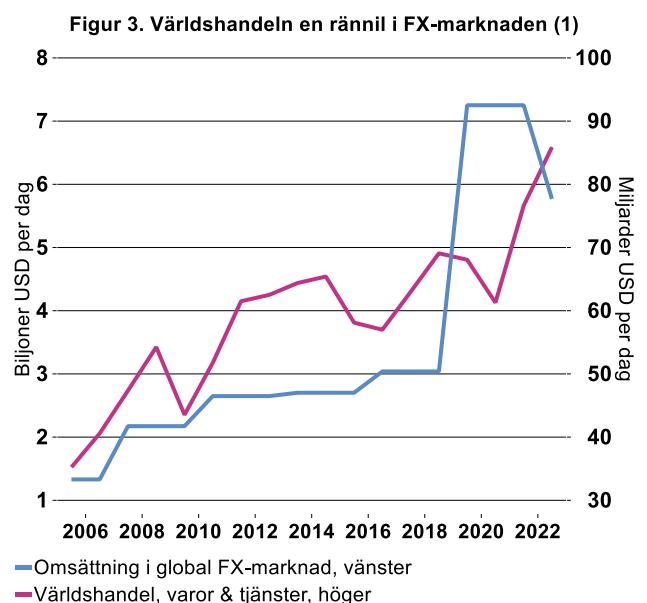
¹⁷ I Ekonomisk Debatt (nr 5, 2023), analyserar Lars Jonung och Fredrik Andersson kronans utveckling. Deras huvudsats är att högre svensk inflation än i Eurozonen är en viktig förklaring till den kraftiga deprecieringen sedan 2015. Jonung & Andersson använder sig av BNP-deflatorn

perspektivet. I synnerhet kan vi notera i stort sett identiska inflationsförlopp i samband med de senaste årens globala inflationsraket trots att kronans värde fallit kraftigt mot euron.¹⁷ Slutsatsen är att inflationskillnader mellan Sverige och Eurozonen långt ifrån har matchats av förändringar i den nominella kronkursen och därmed har fått effekter på den reala kronkursen; nominellt/realt har euron apprecierats med 20/17 procent mot kronan sedan november 2021. Inte heller stödet för relativ PPP är således särskilt starkt.

Kommersiella flöden är bara rännilar

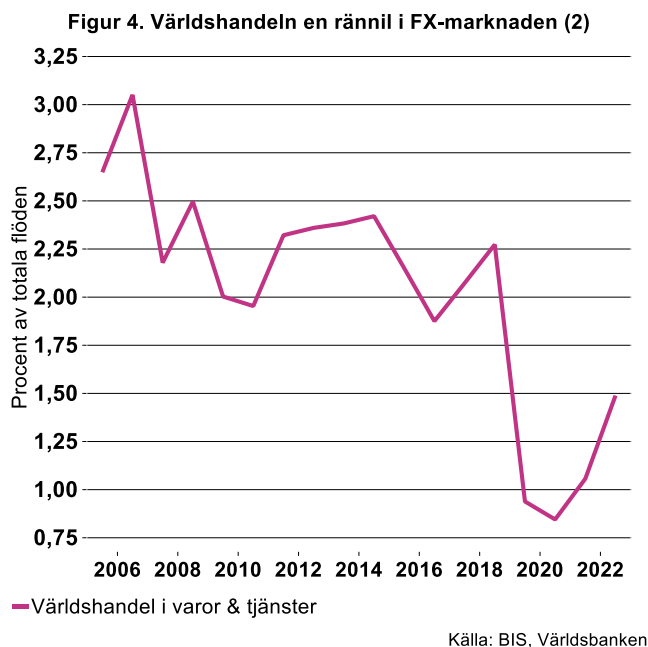
Att arbitrage på varu- och tjänstemarknaderna skulle borgen för PPP bygger således på orealistiska antaganden och finner heller inget starkt stöd i empiriska studier av valutakurser, i synnerhet inte på kort sikt. Ett ännu viktigare hinder för PPP är dock det faktum att de kommersiella handelsflödena bara är rännilar i förhållande till de finansiella flödena.

Den dagliga omsättningen på världens valutamarknader och världshandeln under 2022 var 5 800 miljarder USD respektive 85 miljarder USD (se figur 3).



som prismått och inte KPI som i denna artikel, vilket visar på en relativt högre svensk inflationstakt. Även uttryckt i termer av BNP-deflatorn motsvaras dock merparten av kronförsvagningen av en real depreciering.

Det innebär att valutatransaktioner kopplade till handel i varor och tjänster stod för endast cirka 1,5 procent av de totala finansiella flödena (se figur 4).



De finansiella flödena styrs inte av relativa prisnivåer i olika länder utan av aktörernas förväntningar om relativa finansiella avkastningar i olika valutor.

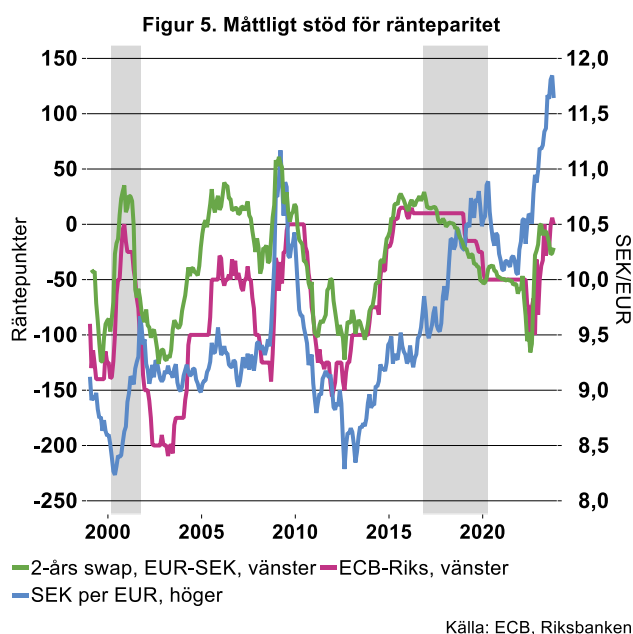
Den mest renodlade modellen i detta sammanhang är teorin om *ränteparitet*, den förväntade avkastningen på placeringar i olika valutor måste vara lika, uttryckt i gemensam valuta. Om så inte är fallet kommer kapitalet att flöda från valutan med lägre avkastning till den med högre, vilket leder till en korrigerande av valutakursen. I detta sammanhang antas ofta skillnaden i centralbankernas styrräntor reflektera skillnaden i avkastning.

Teorin om ränteparitet bygger alltså, liksom PPP, på *arbitrage* men nu på de finansiella marknaderna. En rimlig utgångspunkt i teorier kring tillgångspriser, exempelvis valutakurser, är att de påverkas av såväl dagens som förväntad framtida avkastning. Det betyder att såväl dagens ränteskillnad som förväntad framtida ränteskillnad borde påverka kronkursen. Figur 5 visar dels SEK per EUR, dels skillnaden mellan centralbankernas styrräntor/2-åriga swapräntor. Den senare kan antas representera marknadernas förväntningar på den relativa centralbankspolitiken på lite sikt.

En första reflektion är att svenska räntor varit högre än i Eurozonen under den absoluta merparten av perioden. Detta har således inte inneburit att kronan tenderat att stärkas.

En annan reflektion är att sambandet mellan ränteskillnader och kronkursen varit tidsvarierande och långt ifrån perfekt. I figur 5 har vi markerat ett par episoder där ränteskillnader och valutakurs "rör sig i strid med teorin".

En tredje reflektion är att den kraftiga kronförsvagningen under de senaste två åren verkar "överdriven" med tanke på den relativa penningpolitiken i Sverige och Eurozonen. Visserligen har ECB gått något tuffare fram än Riksbanken med räntehöjningar men skillnaden är inte dramatisk. För närvarande tillämpar Riksbanken och ECB samma styrräntnivå.



Det går också att hitta perioder i figur 5 när ränteskillnader förefaller ha haft betydelse för kronkursen men dessa är uppenbarligen inte hela förklaringen, andra faktorer dominerar många gånger valutarörelserna. Det är allom bekant att olika typer av riskpremier styr prissättningen av finansiella tillgångar och detta inte minst gäller för små valutor som den svenska. Man ska alltså knappast vara överraskad över att kronan svänger kraftigt i takt med faktorer som den globala konjunkturen, finansiell oro, pandemier och krig. En ytterligare faktor som kan ha bidragit till ökad volatilitet i kronkursen kan vara en lägre

svensk statsskuld och därmed minskad likviditet i valutamarknaden.

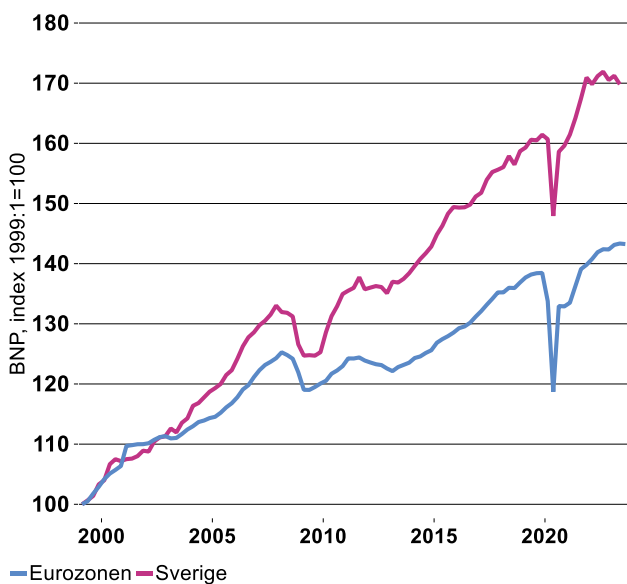
Vad förklarar reala valutakurser?

Som framgår ovan har den reala och nominella SEK/EUR-kursen i stort sett utvecklats likartat de senaste decennierna, där eurons reala appreciering till och med varit lite större än den nominella. Frågan är vilka faktorer som ligger bakom den kraftiga reala deprecieringen av kronan gentemot euron under de senaste åren?

Ett argument som hörs i debatten är att det reala kronfallet speglar en svensk ekonomi som underpresterat i förhållande till omvärldens ekonomier. Det är inte konstigt att denna hypotes luftas, det finns teoretiska argument för att länder med starkare tillväxt i BNP/produktivitet borde uppleva en real appreciering av valutan. Den teorin får dock inget stöd i fallet SEK per EUR. Figur 6 visar att svensk BNP vuxit nästan 20 procent mer än Eurozonens BNP sedan 1996 samtidigt som euron förstärkts med 40 procent mot kronan i reala termer.

18

Figur 6. Sverige vs Eurozonen (1)

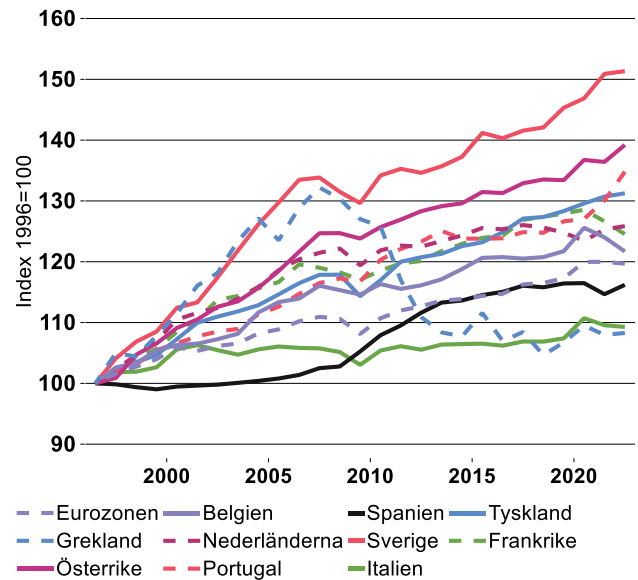


Källa: Eurostat

Av figur 7 framgår även att Sveriges produktivitet (BNP per arbetad timme) varit betydligt starkare än den i Eurozonen totalt och även än i samtliga större medlemsländer sedan 1996. Det är således svårt att hävda att den

svaga svenska kronan skulle reflektera en trendmässigt underpresterande svensk ekonomi jämfört med Eurozonen under de senaste decennierna.

Figur 7. Sverige ligger bra till i produktivetsligan



Källa: Conference Board

Ett återkommande resultat i den empiriska litteraturen kring valutakurser är att de är svåra att förklara med ekonomiska standardmodeller. Det är svårt att överträffa den naiva modellen, bästa gissningen är att *morgondagens valutakurs blir densamma som dagens*. Denna spådom ska dock inte tolkas bokstavligt utan mer som att *vi har ingen aning*. Professor Bo Rothstein (DN Debatt 20230903) beklagade sig nyligen över Riksbankens bristande förmåga att förklara vad som driver den svenska valutakursen. Man kan konstatera att Riksbanken är långt ifrån ensam!

Vart hän för kronan?

Sammanfattningsvis har kronkursen varierat en hel del under senare decennier och detsamma gäller för övrigt även euron. Den kraftiga och ihållande försvagningen av kronan mot euron inleddes runt 2016 och är svår att förklara med "standardargument" grundade i ekonomisk teori.

Detta är ingen överraskning, empiriska studier visar att det är svårt att slå den naiva prognosen: bästa gissningen på

¹⁸ I temaartikeln "Sverige vs EMU" i denna rapport dyker vi djupare i dessa frågor.

morgondagens valutakurs är dagens nivå eller *random walk*. Det är således närmast hopplöst att försöka sig på valuta-prognoser. Som framgår av bilderna ovan har SEK/EUR-kursen haft en tendens att återvända mot en – visserligen stigande på sikt – trend efter kraftiga avvikelser. Att valutakurser ofta kännetecknas av ”överdriva” rörelser – *overshooting* – som så småningom reverseras är också ett känt fenomen. Skulle vi ändå drista oss till att ha en uppfattning om SEK/EUR på lite sikt blir det därför: Räkna med att kronan stärks på sikt.

Utan att bli specifik är exempelvis en snabb resa från dagens 11,5 SEK tillbaka till 10 SEK eller ännu lägre fullt möjlig och kanske till och med trolig.

| Sverige nyckeltal | nivå | 2022 | 2023 | 2024 |
|---|---------------|---------|---------|---------|
| | 2022 | Volym % | Volym % | Volym % |
| Produktion industri totalt Mdr | 852 | 2,3 | -2,0 | 1,0 |
| Produktion teknikindustri Mdr | 416 | 1,3 | 4,0 | 2,0 |
| Produktion basindustri Mdr | 220 | -2,9 | -10,0 | 0,0 |
| Arbetsmarknad Sverige | 1000 personer | | | |
| Sysselsättning hela ekonomin nivå 16-74 år, tusental/ förändring årsgenomsnitt | 5 199 | 3,1 | 1,4 | -0,4 |
| Arbetslöshet nivå, tusental. Andel av arbetskraften procent, genomsnitt | 421,1 | 7,5 | 7,9 | 8,4 |
| KPIF, genomsnitt | | 7,7 | 6,0 | 2,4 |
| BNP Mdr SEK | 5 979 | 2,8 | -0,4 | 0,7 |
| Internationella nyckeltal | | | | |
| Årlig förändring | | Volym % | Volym % | Volym % |
| BNP | Mdr USD | 2022 | 2023 | 2024 |
| Eurozonen | 14 188 | 3,4 | 0,9 | 0,8 |
| USA | 25 744 | 1,9 | 2,5 | 0,9 |
| Kina | 18 000 | 3,0 | 5,3 | 3,3 |
| Japan | 4 264 | 1,0 | 2,5 | 1,5 |
| Indien | 3 381 | 6,8 | 6,4 | 5,6 |
| Brasilien | 1 921 | 3,0 | 3,0 | 1,5 |
| Världen | 95 500 | 3,0 | 2,5 | 1,9 |
| Världen industriproduktion | 16 500 | 3,1 | 1,0 | 2,0 |

KONJUNKTURPROGNOS INDUSTRIEKONOMERNA

ISSN-1403-9559.

Mats Kinnwall Chefekonom Teknikföretagen 08 -782 08 46 mats.kinnwall@teknikforetagen.se

Kerstin Hallsten Chefekonom Industriarbetsgivarna 08 -762 67 67 kerstin.hallsten@industriarbetsgivarna.se

Ellen Khan Ekonom Teknikföretagen 08 -782 08 21 ellen.khan@teknikforetagen.se

Bengt Lindqvist Ekonom Teknikföretagen 08 -782 08 34 bengt.lindqvist@teknikforetagen.se

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

