

Konjunktur & räntor



SBABs KONJUNKTURBREV NR 1 • 5 FEBRUARI 2003

Hotet om ett förestående krig har en förlamande inverkan på det ekonomiska livet. Beslut om framtids-satsningar skjuts på framtiden. När och om ett krig mot Irak bryter ut, blir det då kort eller utdraget?

När siktet framåt skymms av så genuint osäkra förhållanden ligger det nära till hands att anse att alla som sysslar med prognoser borde ta "time-out". Men vi väljer en annan linje. Vi riktar blickarna mot hösten och utgår från att nuvarande akuta kris då förhoppningsvis är över. Då finns det en rimlig chans att den amerikanska ekonomin fått bättre fart och börjat dra övriga världen med sig. Sverige, men än mer EMU-området, behöver den draghjälp.

Vår bedömning är att Riksbanken här hemma kommer att vara avvaktande ett bra tag, kanske ända fram till hösten. Om konjunkturen då tagit fart bör det vara dags för Riksbanken att börja lägga om politiken. Det borde hinna bli en höjning före årsskiftet, kanske två beroende på styrkan i den ekonomiska uppgången. Fler höjningar lär komma under 2004. Den prognosen påverkas inte av om det blir ett ja i folkomröstningen om EMU i höst. De långa marknadsräntorna är idag extremt börsstyrda och kommer att vara så tiden framöver. Så länge osäkerheten består kan de falla ytterligare en bit. Vi får nog räkna med skakiga förhållanden på börs- och räntemarknaderna de närmaste månaderna. Om konjunkturen håller måttet bör de långa räntorna under hösten vara på väg uppåt. Rörelsen borde vara ganska begränsad eftersom det är svårt att tro att vi får se en kraftig börsuppgång i höst. Blir det ett ja i EMU-omröstningen bör påslaget för växelkursrisken reduceras och det innebär att de långa räntorna i höst lägger sig aningen lägre än de skulle göra vid ett nej.

USA.

Hushållen har varit uthålliga.

Sid 4

Gradvis förstärkning av konjunkturen i höst?

Sid 5

EMU

Dystra siffror för investeringar och konsumtion.

Sid 6

Sverige

Konsumenterna har stöttat tillväxten. Hur bli det med köplusten i år?

Sid 8

Räntorna

Riksbanken avvaktar men kan börja höja i höst.

Sid 10

Skakig vår för aktiebörs och långa räntor.

Sid 11

SBABs Konjunkturbrev är ett nyhetsbrev från SBAB.

Ansvarig för brevet är:
Barbro Wickman-Parak
tel 08-614 38 88, fax 08-611 46 00

Prenumerationsansvarig:
Margaretha Hallgren,
tel 08-614 38 34

Postadress: SBAB, Box 27308,
102 54 Stockholm

www.sbab.se

KONJUNKTUR & RÄNTOR

Nytt årsskifte, nya förhoppningar ...

När vi vid denna tid förra året skrev vårt första brev för 2002 fanns utbredda förhoppningar om att den internationella konjunkturen, ledd av USA, skulle vara inne i en mer påtaglig förstärkningsfas andra halvåret. Det såg också ganska lovande ut; de positiva konjunkturtecknen blev allt fler. Vi karakteriserade situationen som att konjunkturen inte vänt men att en vändning kunde vara på gång. Det var, som vi såg det, för tidigt att ropa faran över.

Vår försiktiga attityd berodde på att vi bedömde att den återhämtning av industriproduktionen som kunde väntas i USA hade samband med att lagren dragits ner till en så låg nivå att det borde börja sätta sina spår i produktionen. Så skedde också under vårmånaderna. Men för att produktionsuppgången skulle bli bestående krävdes att den slutliga efterfrågan skulle ta bättre fart. Att ett tillskott från investeringsefterfrågan skulle dröja ett bra tag stod klart. Återstod så hushållen; skulle de, skuldyngda som de var, fortsätta att konsumera när arbetslösheten steg?

Under senvåren/sommaren inträdde en scenförändring men det var inte ekonomiska basfaktorer som låg bakom. I stället var det en serie oförutsägbara händelser som inträffade slag i slag och vars effekter samverkade och förde med sig ett ihållande börsfall. Med i bakgrunden fanns också de utdragna problemen i telekomsektorn. Nasdaq-börsen i USA får illustrera utvecklingen.

Mistroendet mot amerikanskt näringsliv fick sig en mer uttalad knäck när det uppdagades att bokföringsskandalen i Enron endast var början på en följetong av oegentligheter i den amerikanska företagsvärlden. Under försommaren förekom också upprepade varningar om nya terrorhot. Längre fram fördes så Irak-frågan upp på agendan.

När det sedan också visade sig att konjunktursignalerna åter började försvagas spädde detta på börsoran ytterligare. En konjunktur som fortfarande var bräcklig och hade lång väg kvar till ett fullfjädrat uppsving hade utsatts för negativ inverkan från fallande aktiebörs. Hösten blev som bekant en

besvikelse ur konjunktursynpunkt. Nu har ett nytt årsskifte passerats. Nu står förhoppningarna om bättre tider till andra halvåret 2003. Finns det förutsättningar att detta infrias denna gång?

... men krigsrisk skymmer sikten

Hotet om ett förestående militärt angrepp mot Irak har nu en lång tid dominerat den internationella politiken och redan haft stora återverkningar på den ekonomiska utvecklingen. Under hotet av ett förestående krig, vars utgång man inte kan veta mycket om, är beslutsfattarna i näringslivet helt naturligt avvaktande inför beslut om framtidsåtgärder. På finansmarknaderna råder stor oro och nervositet. Börskurserna har fortsatt nedåt och jagat ner de långa marknadsräntorna.

Den allra senaste tiden har Irak-frågan kommit in i ett ytterligt känsligt skede där avgörandets stund rycker allt närmare. I slutet på januari presenterade vapeninspektörerna sin första rapport. De begärde förlängd tid för sitt uppdrag. Nu på onsdag (5 februari) diskuterar FN:s säkerhetsråd Irakfrågan. I sitt tal till nationen förra veckan aviserade president Bush att den amerikanske utrikesministern Powel då kommer att presentera ny information om Iraks vapenprogram. Nästa rapport från vapeninspektörerna kommer 14 februari.

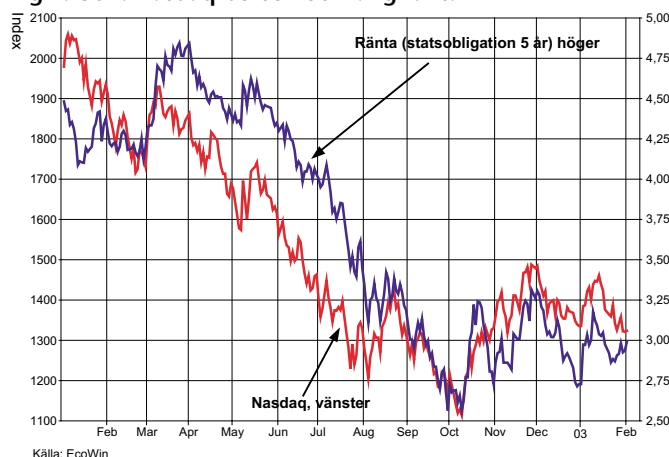
Frågetecknen kring den fortsatta utvecklingen är många. Får vapeninspektörerna mer tid och hur lång tid i så fall (det har talats om högst några veckor eftersom ett eventuellt angrepp måste inledas innan ökenhettan slår till)? I slutet av förra veckan träffades President Bush och premiärminister Blair. Båda var angelägna om att ett avgörande inte får dröja för länge. "Det handlar om veckor, inte om månader" upprepade Bush flera gånger i sitt framträdande efter mötet. Kommer FN:s säkerhetsråd att enas om en ny resolution eller kommer USA och dess närmaste allierade Storbritannien att agera på egen hand? Blir det ett snabbt övergående krig eller blir det långdraget?

Vi måste räkna med att risken för att ett krig kommer att bryta ut är överhängande. Vi får också räkna med att det kommer att gå ytterligare ett tag innan vi får veta när i så fall ett anfall är att vänta. Och sist men inte minst kommer spekulationerna om hur länge ett krig pågår om/när det väl startat.

Osäkerhet är något som präglar varje förutsägelse om den ekonomiska framtiden. Redan oavsett krigshotet hade det t.ex. funnits anledning att av flera skäl sätta vissa frågetecken kring styrkan i en konjunkturuppgång i USA och växtkraften i euroområdet. Nu tillkommer den största osäkerhetsfaktorn av alla möjliga – ett krig. Ett krig som dessutom riskerar föra med sig hot om (och verksställande av) nya terrorattacker.

En massiv mur av storpolitiska riskfaktorer skymmer sikten framåt och det ligger nära till hands att anse att alla som sysslar med prognoser borde ta "time-out". Men låt oss välja en annan linje. Det kan vara av intresse att resonera kring hur förutsättningarna för en konjunkturåterhämtning ser ut den dag den stora osäkerheten lyfts bort, i bästa fall genom

Fig 1. USA. Nasdaq-börsen och lång ränta



Källa: EcoWin

att ett krig avvärjs, i näst bästa fall genom att det blir ett kortvarigt krig. Ur humanitära aspekter är det givetvis en avgrundsdeep skillnad mellan inget krig alls och ett snabbt krig. Men om vi, som här, begränsar oss till konsekvenserna för konjunkturförloppet behöver det inte bli så stor skillnad. Den utdragna period av osäkerhet som vi har befunnit oss i och fortfarande är kvar i har redan satt sina spår i ekonomin. När osäkerheten lyfts bort återtar de ekonomiska basfaktorerna funktionen att ge vägledning beträffande den ekonomiska framtiden.

Vi ska alltså inte spekulera i det värsta scenariot; kriget blir långvarigt, får följevärningar i hela regionen, stör oljeleranser, får oljepriset att bita sig fast på hög nivå under en lång period. Ett sådant scenario skulle föra in världsekonomin i en recessivt skede och på det ekonomiska planet få bemötas av centralbankerna med sänkta räntor.

Vi kommer att koncentrera oss på USA, det är ju härifrån ett stöd för världsekonomin måste komma. I månadsskiftet april/maj återkommer vi med ett nytt brev. Då blir det dags för en bredare uppföljning av konjunkturen. Förhoppningsvis ska sikten framåt då vara åtminstone något klarare.

USA

Industrin borde ha förutsättningar att lyfta

Konjunkturindikatorerna för industrin har gett ifrån sig något blandade signaler de senaste månaderna. Å ena sidan återhämtade sig inköpschefsindex för industrin ordentligt vid årets slut men å den andra pekade siffrorna över det faktiska produktionsutfallet fortfarande nedåt.

Indu striföretagen fortsatte att dra ner arbetsstyrkan förra året även om takten bromsade upp högst väsentligt. Efter att industriproduktionen börjat dra sig uppåt under våren förra året såg det ut som om läget på arbetsmarknaden var på väg att stabiliseras med under årets sista månader försvagades läget åter. Sedan raset i industriproduktionen satte in på hösten 2000 och fram till december 2002 har därmed

Fig 2. USA. Produktion i tillverkningsindustrin
Förändring från månad innan

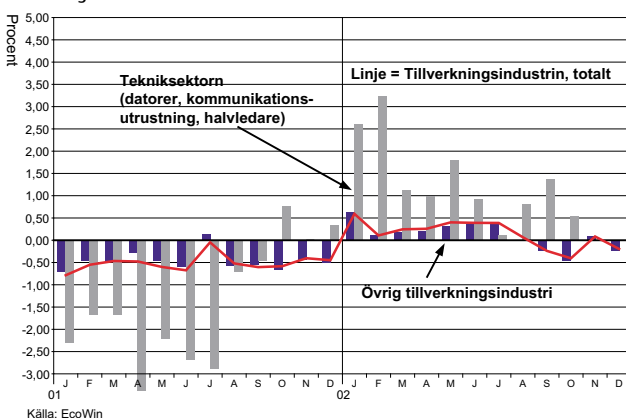


Fig 3. USA. Lagerkvot i tillverkningsindustrin



industrin dragit ner arbetsstyrkan med över 10 procent. Med de nedskärningar som gjorts har produktivitetstillväxten kunnat hållas uppe på hög nivå (och stigit mer än arbetskraftkostnaderna) vilket är positivt för vinstmarginalerna.

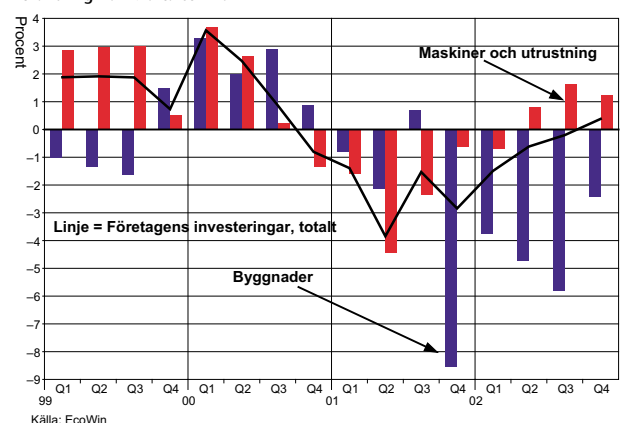
Industrin har också bantat ner sina lager ordentligt. Den s.k. lagerkvoten (lager/leveranser) är nere på mycket låg nivå.

Förutsättningarna för att ett efterfrågetillskott snabbt skulle få genomslag i ökad produktion borde vara goda. Detta skulle efterhand också sätta sina spår i ökade anställningar. Problemet är om det kommer att finnas tillräcklig kraft i efterfrågan för att denna goda spiral ska komma igång.

Investeringsraset är över men uppsving dröjer

Förra veckan publicerades nationalräkenskapssiffrorna för sista kvartalet 2002. De visade att raset i företagens investeringar är över. Investeringarna i byggnader fortsätter att tynga men investeringarna i maskiner och utrustning har börjat återhämta sig. Orderingången för investeringsvaror pekar inte på att något investeringsuppsving att tala om ligger inom synhåll. Ordertillflödet, som svagt började röra sig uppåt första halvåret, stagnerade under höstmånaderna. Det är en naturlig följd av den avvaktande hållning företagen intar i en genuint osäker situation. Något uttalat stöd till

Fig 4. USA. Företagens investeringar
Förändring från kvartalet innan



efterfrågan från investeringarna är inte att påräkna under första halvåret. Om osäkerheten släpper längre fram bör investeringarna börja röra sig uppåt någon gång under andra halvåret. Förmodligen kommer det att dröja in på 2004 innan vi börjar sikta en mer uttalad investeringskonjunktur.

Hushållen har varit uthålliga ...

Mitt i den allmänna dysterheten med ökad arbetslöshet och fallande börser har de amerikanska hushållen varit överraskande uthålliga. Stimulanser via finanspolitiken och låga räntor har fungerat som stötdämpare när de basala inkomststärkande krafterna fallerat. Hushållens optimism har visserligen åter dalat, efter den något lättare stämning som började ge sig tillkänna under vårmånaderna förra året, men förtroendet ligger fortfarande långt under de nivåer som registrerades under recessionen i början av 1990-talet.

Hushållen har fortsatt att engagera sig i husaffärer i stor skala och betydligt mer än man skulle tro om man bara studerade förtroendeindikatorerna. Det pekar mot att de amerikanska hushållen än så länge har kvar en tillförsikt inför framtiden. Köp av egen bostad är ett långsiktigt engagemang och vore pessimismen inför framtiden helt knäckt skulle inte låga räntor förmå locka fram köpare i den utsträckning som skett.

Fig 5. USA. Husförsäljning

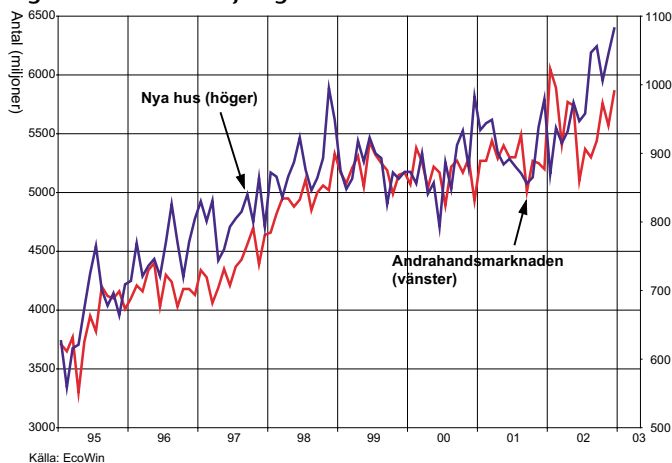


Fig 6. USA. Hushållens förmögenhet

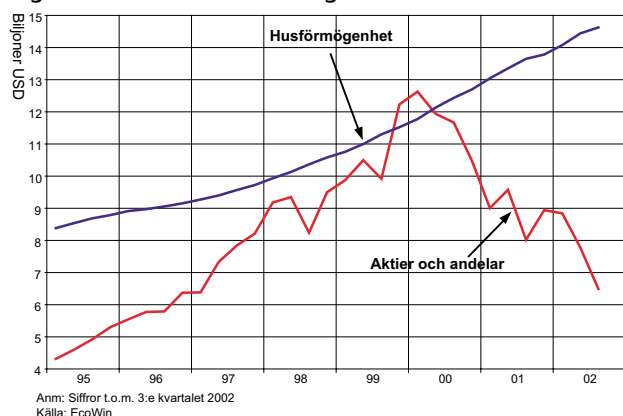
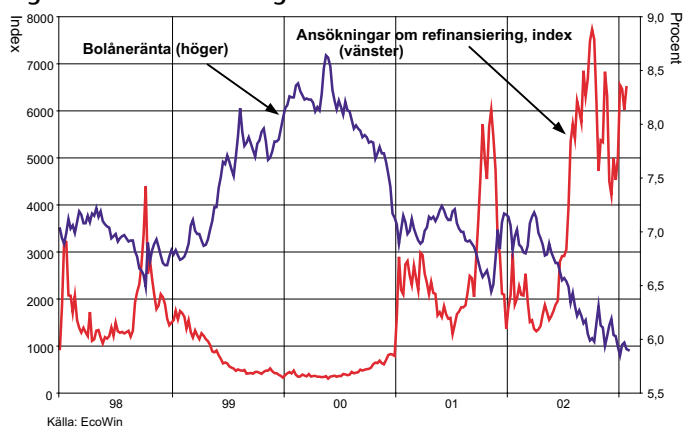


Fig 7. USA. Refinansiering av bolån och bolåneränta



Det stora börsraset har givetvis urholkat hushållens förmögenhetsmassa men då bör man också beakta att detta till icke oväsentlig del kompenseras av ökad efterfrågan och värdestegring på fastigheter. Även om ägandet av aktier och andelar är utbredd i USA är ju ändå ägandet av hus spritt i än högre utsträckning. Enligt Federal Reserves senaste undersökning (avser 2001) av hushållens finanser ägde 68 procent av amerikanska hushåll fastigheter mot ca 40 procent för aktier och fondandelar.

Fallande räntor har också inneburit att hushållen kunnat lägga om sina lån till lägre räntor och ökat belåningen när husen fortsatt att stiga i värde (priserna på egna hem ökade med i genomsnitt ca 6 och ca 8 procent 2001 respektive 2002). Inkomna ansökningar om refinansiering av lån till bolåneinstituten ökade kraftigt under loppet av 2002. Detta bör ha gett ett betydande bidrag till att hålla uppe hushållens konsumtion

... men hur blir fortsättningen?

De nyligen publicerade nationalräkenskaperna (NR) visade att privat konsumtion ökade med drygt 3 procent 2002 (2 1/2 procent 2001). Den högre genomsnittliga ökningstakten berodde till stor del på att 2001 avslutades strakt och gav ett stort positivt "överhäng" in på 2002. Den kraftfulla konsumtionsökningen sista kvartalet 2001 berodde i sin tur

Fig 8. USA. Privat konsumtion (NR)

Förändring i årstakt, kvartalsvis

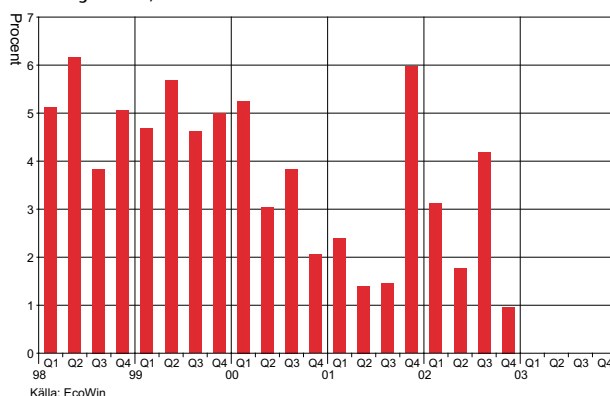
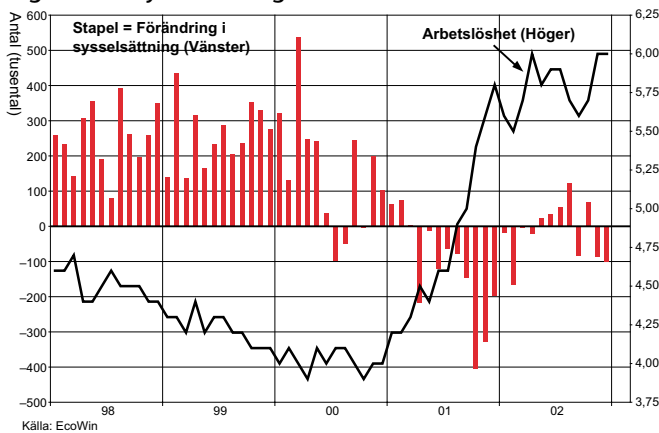


Fig 9. USA. Sysselsättning och arbetslöshet



på ett stort bidrag till ökningstakten från bilinköpen när bilförsäljarna gick ut med mycket gynnsamma finansieringsvillkor. Också tredje kvartalet 2002 påverkades starkt av dessa faktorer. Övrig konsumtion, exklusive bilar, utvecklades betydligt jämnare och ökade i en årstakt kring 2 procent de tre sista kvartalen 2002. Inköpen av möbler och andra kapitalvaror ökade starkt under året (sista kvartalet i en årstakt på nästan 8 procent). Ökade husköp drar med sig denna typ av inköp. Bostadsmarknaden visar ännu inga tecken på att börja stanna av och kapitalvaruinköpen borde kunna hållas uppe åtminstone en bit in på 2003. Att refinansiering av bostadslån (se fig. 7) och ökad belåning fortsatt i år lär också ge stöd till konsumtionen generellt sett.

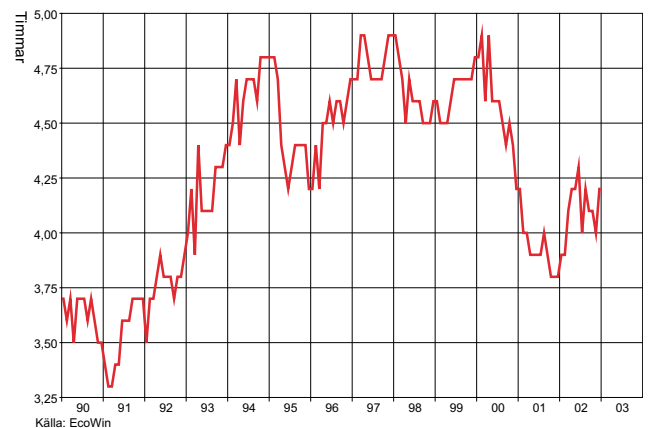
Som nämnts har industrin upprätthållit sin produktivitetstillväxt genom neddragningar i arbetsstyrkan. Baksidan är att ett fortsatt svagt sysselsättningsläge kan drabba hushållens konsumtion.

Antalet sysselsatta har fortsatt nedåt. I den senaste s.k. Beige Book (en sammanställning av rapporter från de olika centralbanksdistrikten) rapporteras genomgående om stor försiktighet när det gäller nyanställningar och från flera distrikt rapporteras om fortsatta nedskärningar av arbetsstyrkan i en bred uppsättning branscher. Liksom när det gäller investeringsbeslut är det naturligt att företagen ställer sig avvaktande och försiktiga beträffande beslut om nyanställningar. Den situationen lär inte förändras under våren och borde verka återhållande på hushållens konsumtion.

Det finns chanser till vändning andra halvåret ...

Om vi nu antar att den rådande osäkerheten släpper fram emot sommaren, hur ser då möjligheterna ut för ekonomin att börja rätta till sig? Det borde finnas chanser till det.

Ekonomin borde i det läget få en stimulans genom att oljepriset faller tillbaka. Vidare borde börskurserna börja röra sig uppåt. Till detta kommer att man kan påräkna viss stimulans från finanspolitiken via det nya program som president Bush lagt fram. Hur stor denna stimulans blir vet vi ej eftersom det är osäkert vilka delar som passerar Kongressen.

Fig 10. USA. Övertid i tillverkningsindustrin
Genomsnitt per arbetsvecka

När efterfrågan börjar röra sig uppåt borde det ge ganska snar effekt på produktionen givet de nedbantade lagren. Som framgått har industrin dragit ner sin arbetsstyrka oräntligt. Det faktum att övertidsuttaget i industrin tenderat att öka redan vid den aktivitetsnivå som 2002 uppvisade, indikerar att det vid en produktionsökning efter hand borde bli aktuellt med nyanställningar när efterfrågan vänder uppåt.

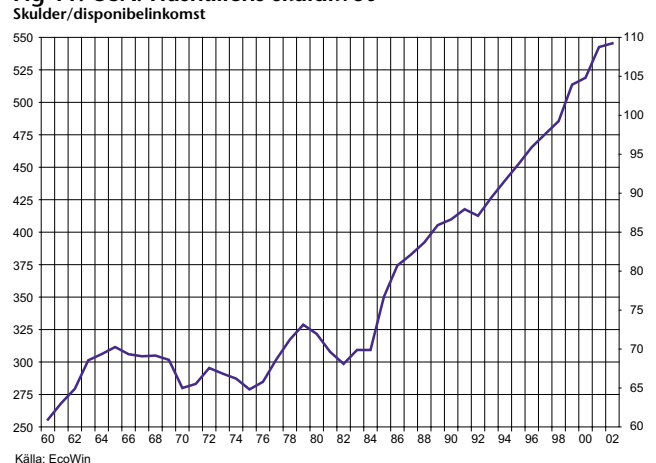
... men blir den kraftfull?

Det finns vissa diskussioner om att det, när krigshotet försvunnit, kan bli ett kraftigt uppsving i amerikansk ekonomin efter lång tid av avvaktan. Det kan ju hända att vi får se indikatorerna raka i höjden och börsen ta ett inledande glädjeskutt. Men hur beständigt blir detta? Det är mer troligt att det blir en i grunden gradvis uppgång. Vi bedömer inte att man påräkna ett starkt uppsving i den viktigaste efterfrågekomponenten, nämligen privat konsumtion.

Effekterna av de förslag som finns med i Bush stimulansprogram är, om de går igenom, högst osäkra. Till helt övervägande delen berör de föreslagna lättnaderna personer i de översta inkomstskikten och inte grupperna med lägre inkomster och hög konsumtionsbenägenhet.

Vidare är hushållen högt skuldsatta och därför mer känsliga

Fig 11. USA. Hushållens skuldkvot



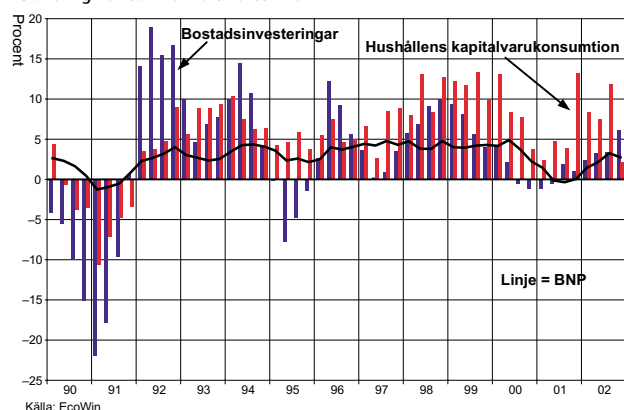
när räntorna börjar röra sig uppåt. Det tillskott till köpkraften som man tidigare kunnat skaffa sig via ökad belåning till lägre räntor står då inte heller till buds.

Ett annat viktigt skäl till att inte vänta sig en kraftfull vändning i privat konsumtion är att räntekänsliga komponenter som bostadsinvesteringar och hushållens inköp av kapitalvaror hållits uppe och därför finns inte, som t.ex. i början av 1990-talet, en uppdämd efterfrågan som skulle kunna ge upphov till en kraftig uppdragning av den privata konsumtionen.

När det gäller investeringarna har vi redan nämnt att vår bedömning är att de kan röra sig uppåt mer uttalat andra halvåret men att ett mer genuint uppsving lär vänta till 2004. Givet att privat konsumtion endast gradvis rör sig uppåt är det svårt att se att företagen i snabb takt skulle börja bygga ut kapaciteten. Med den svagare dollarn finns visserligen större möjligheter att expandera exporten men den möjligheten begränsas av att Europa och övriga världen, med få undantag, står och väntar på en injektion från USA.

Vår bedömning är alltså att det finns en chans att vi får se en förstärkning av amerikansk ekonomi andra halvåret. Men det finns risk att den förhalas ytterligare. Det gäller även vid ett kort krig/inget krig alls. Vid ett långdraget krig eller om nya terrordåd kommer är det vingklippta ekonomier vi får se i USA och i övriga världen.

Fig 12. USA. BNP. Bostadsinvesteringar och hushållens kapitalvarukonsumtion
Förändring från samma kvartal året innan



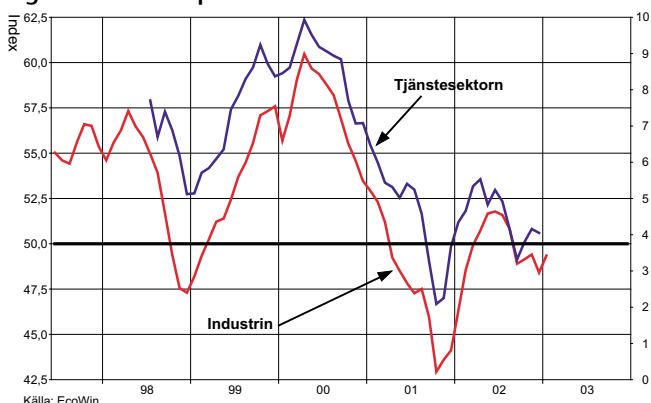
EMU

Under våren förra året började konjunkturindikatorerna från EMU sända ljusare signaler. Tecknen i EMU-området var betydligt mer diffusa än i USA och gällde framförallt förväntningarna. Förhoppningar tändes när exporten började visa tecken på att livas upp i takt med att USA-ekonomin rörde sig i positiv riktning. Men efter sommaren har bilden åter fördystrats. Inköpschefsindex får illustrera detta.

2001 var ett svagt år för industrin i EMU, produktionen ökade med 1/2 procent det året men vid inledningen av 2002 var förväntningarna inställda på ett bättre år. Även om industriproduktionen svagt rörde sig uppåt under loppet av året visar det sig, när vi nu kan summera 2002 (t.o.m. november), att produktionen fallit svagt jämfört med samma period 2001.

I förra veckan kom EU-barometern för januari. Den visade att industrins förtroende åter backade en aning efter att under månaderna dessförinnan ha rört sig försiktigt uppåt. Också förväntningarna om produktionen framöver föll tillbaka marginellt.

Fig 13. EMU. Inköpschefsindex

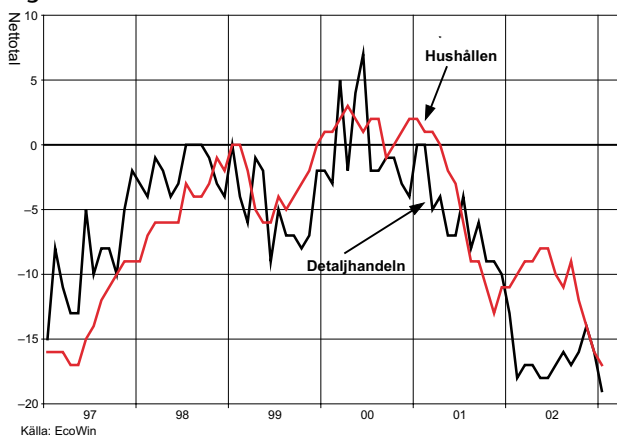


Konsumenterna inget stöd för tillväxten

Den senaste EU-barometern illustrerar med slående kraft EMU-områdets svagaste punkt; konsumenternas ovilja att spendera. Trots att skatter sänktes i flera länder och räntorna fallit har konsumenterna förblivit återhållsamma. För årets tre första kvartal 2002 ökade konsumtionen i EMU med endast 1/2 procent jämfört med samma period 2001. För områdets största ekonomi, Tyskland, föll konsumtionen tillbaka med nästan en procent mätt på samma sätt. Barometersiffrorna talar sitt tydliga språk; något betydande bidrag till tillväxtprocessen från hushållens konsumtion lär vänta på sig.

Flera faktorer bidrar till hushållens försiktighet. Det försämrade sysselsättningsläget lär vara en av de viktigaste. För området som helhet har arbetslösheten successivt krupit upp från 8 procent, där den parkerade under 2001, till 8,5 procent i

Fig 14. EMU. Förtroendeindikatorer



december förra året. Skärpt finanspolitik, genomförd eller i vardande, börsfall och givetvis den osäkra internationella politiska situationen spelar också sin beskärda roll.

Investeringarna fortsätter nedåt

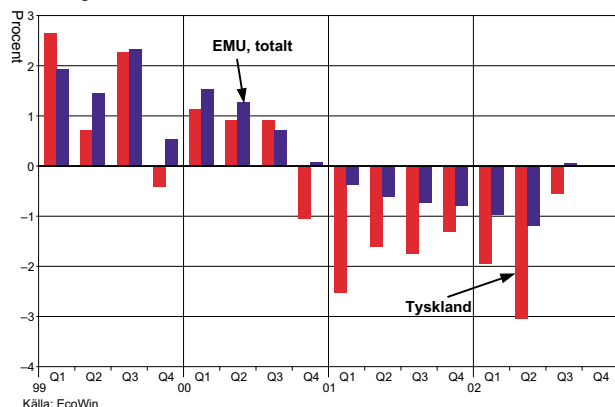
Investeringarna i EMU-området fortsatte nedåt förra året.

Också här sticker Tyskland ut som ett hårt drabbat land. Företagens investeringar i maskiner och utrustning låg t.ex. tredje kvartalet förra året 17 procent under nivån för samma kvartal år 2000 när nedgången satte in. Orderingången till investeringsvaruindustrin bådade inte gått för investeringsutvecklingen framöver. Den såg ut att ytterst försiktigt vara på väg att hämta sig efter sommaren men vid årets slut var tendensen åter nedåtriktad.

Investeringsklimatet påverkas givetvis här liksom i övriga länder av den högst ovissa internationella situationen. Till detta kommer att Tyskland har sina alldeles egna problem med t.ex. stora underskott i budgeten på kort sikt men även på längre sikt inte minst p.g.a. åldrande befolkning och ett pensionssystem som inte är hållbart. Den sittande regeringen har vidare problem med väljarstödet vilket inte minst den gångna helgens delstatsval tydligt visade. Listan på svårigheter i Tyskland skulle kunna göras längre men den proble-

Fig 15. EMU. Totala fasta investeringar

Förändring från kvartalet innan



matiken ska vi inte gå in på djupare här. Det är bara att konstatera att det sätter sina spår i förtroendeklimatet både hos företag och konsumenter.

EMU-länderna i stort behov av draghjälp

BNP-tillväxten förra året beräknas inte ens ha nått upp till en procent och den inhemska efterfrågan lär inte kunna ge något större bidrag till tillväxtprocessen det närmaste halvåret. EMU-området saknar egen växtkraft och är i stort behov av draghjälp utifrån för att inte luften helt ska gå ur ekonomin. En mer påtagbar hjälp lär inte komma förrän i bästa fall andra halvåret förutsatt att USA-ekonomin då börjat återhämta sig.

Också i EMU-området har lagren betats av. En del av den processen verkar återstå men bör vara avslutad senare i år. Med ökad exportefterfrågan borde då produktionen kunna komma igång. Då borde det finnas förutsättningar att den inhemska efterfrågan så småningom hakar på. Investeringarna har ju varit nedpressade en lång tid. EMU-området har heller inte haft USA-ekonomins tidigare investeringsboom och därmed följande stora anpassningsbehov nedåt i investeringarna. Till skillnad mot USA borde det också finnas ett uppdämt konsumtionsbehov hos konsumenterna i EMU-området.

Sverige

Konsumenternas stöd när exporten svackar

Försvagningen i den internationella konjunkturen satte tydliga spår i exportstatistiken. Varuexporten började ta sig upp i slutet av 2001 och den positiva utvecklingen fortsatte under första halvåret. Men tredje kvartalet mattades tillväxten av ordentligt och tillsammans med ett fortsatt fall i tjänsteexporten var den totala exporten i stort sett oförändrad tredje kvartalet. Utrikeshandelsstatistiken pekar mot att exporten föll tillbaka fjärde kvartalet.

Fig 16. Sverige. Export, privat konsumtion och BNP

Förändring från föregående kvartal

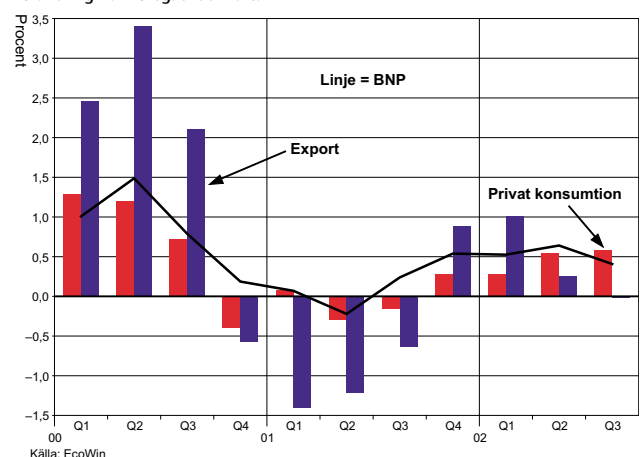
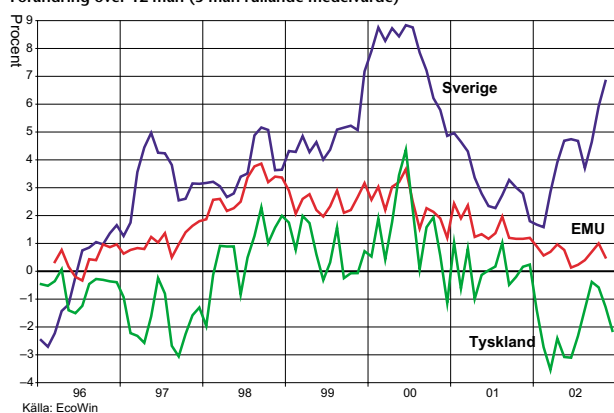


Fig 17. Detaljhandelsvolym. Sverige, EMU och Tyskland
Förändring över 12 mån (3 mån rullande medelvärde)



Svenska konsumenter började som synes av diagrammet återfå köplusten förra året. Detta kan jämföras med hushållen i EMU, för att inte tala om Tyskland. Vi låter detaljhandelsomsättningen illustrera skillnaden.

Att hushållens reala disponibla inkomster ökade kraftigt (ca 5 procent) förra året framförallt via den kombinerade effekten av sänkta skatter och ökade transfereringar från det offentliga är en starkt bidragande orsak till ökningen av privat konsumtion här hemma.

Håller konsumenterna uppe humöret i år?

I år blir tillskottet till köpkraften betydligt mer blygsamt än förra året när hushållen drabbas av bl.a. högre landstings- och kommunalskatter. Vi räknade i vår novemberprognos med att de reala disponibla inkomsterna ökar med 1,7 procent och den prognosen kan stå sig någorlunda. Den senaste undersökningen av hushållens förtroende (genomförd 2–20 januari) publicerades förra veckan. Den visade bl.a. att pessimismen beträffande arbetslösheten fördjupades i januari. Men det viktigaste indikationen var ändå att den avtagande optimism beträffande den egna ekonomin, som började skönjas efter sommaren, har fortsatt.

Fig 18. Sverige. Hushållens förväntningar inför kommande år

Nettotal (andel bättre minus andel sämre)

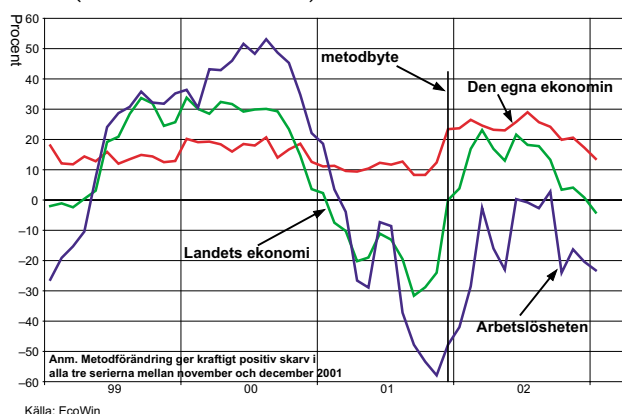
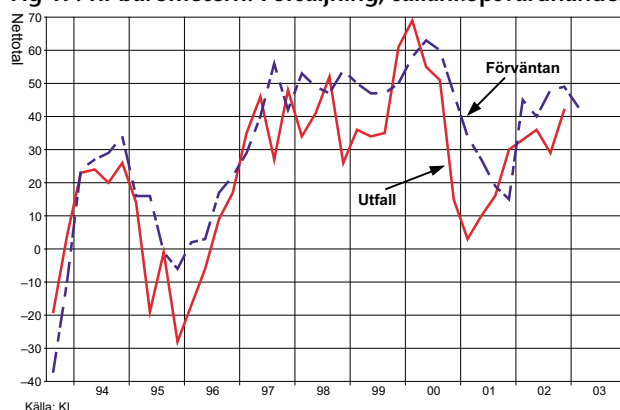


Fig 19. KI-barometern. Försäljning, sällanköpsvaruhandeln



I förra veckan publicerade Konjunkturinstitutet, KI, sin barometer för fjärde kvartalet 2003. Där framgår att sällanköpsvaruhandeln redovisade en betydande ökning i försäljningen sista kvartalet och är fortsatt optimistisk inför första kvartalet i år (med undantag för bilhandeln som endast väntar en måttlig ökning).

Sällanköpsvaror är ju konjunkturkänsliga och branschen borde vara först att känna av när konsumenterna börjar inta en mer försiktig hållning. Trots att detaljhandelsomsättningen slutade starkt förra året och trots de positiva signalerna från sällanköpsvaruhandeln kan man känna viss oro inför utvecklingen framöver. I januari (efter det att den senaste undersökningen om konsumentförtroendet genomfördes) har hushållen fått årets första lönebesked där de nya skatteuttagen framgår. Till detta kommer att sysselsättningen beräknas falla något i år. Hushållens förtroende kan rubbas ytterligare av det, liksom av de osäkra förhållanden som råder i den internationella politiken. Det finns anledning att noggrant följa detaljhandelsutvecklingen under årets inledande skede.

KI-barometern: återhållsamma förväntningar

Nyssnämnda KI-barometer visar också att produktionen i industrin, som försvagades under tredje kvartalet stabiliserades under årets sista kvartal. Några större förändringar sked-

Fig 20. KI-barometern. Orderingång, exportmarknaden
Tillverkningsindustrin

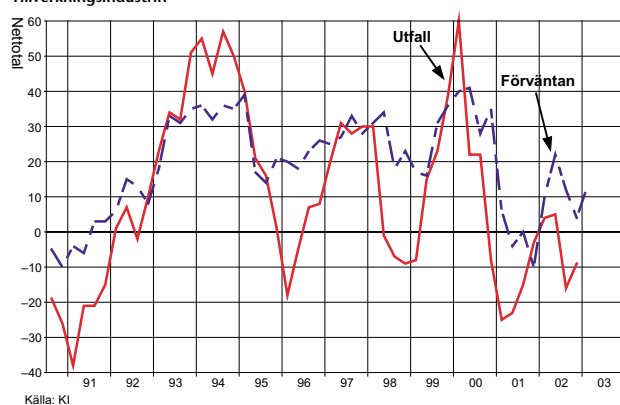
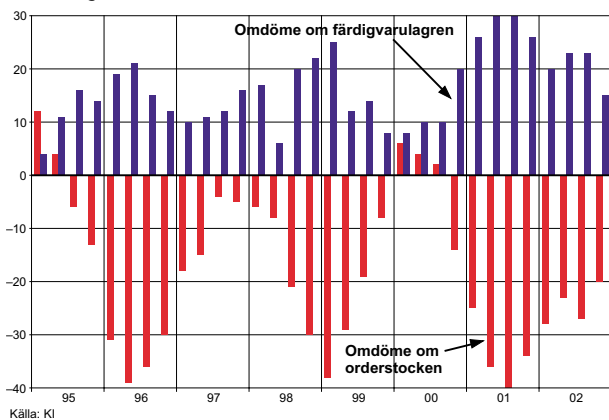


Fig 21. KI-barometern. Order och lager, nulägesomdöme
Tillverkningsindustrin



de inte i orderingången; den ökade marginellt från hemmamarkanden medan den fortsatte nedåt från exportmarknaden. I båda fallen låg utfallet under förväntningarna.

När industriföretagen blickar framåt är de totalt sett återhållsamma. Orderingången från hemmamarknaden väntas förbättras marginellt. Detsamma gäller exportorderingången och det återstår att se om förväntningarna infrias.

När det gäller produktionen väntas endast en blygsam tillväxt första kvartalet i år.

Det kan noteras att förväntningarna inte är ensartade i de olika branscherna. I skogs- och stålvaruindustrin, som brukar ligga först i en konjunkturuppgång, har man förväntningar om en påtagbar förbättring i såväl exportorderingång som produktion det första kvartalet i år.

Företagens omdöme om orderstockarna har förskjutits något i positiv riktning. Färdigvarulagren har dragits ner och ca 2/3 av företagen anser lagren vara lagom stora. Den övervikt av företag som uppger att lagren är för stora har därmed dragits ner en bit.

KI-barometern ger alltså intrycket av en viss förbättring sista kvartalet förra året men förväntningarna är på det stora hela återhållsamma (om man bortser från basindustrierna). Det kan också nämnas att inköpschefsindex (liknande undersökningar som genomförs i USA och EMU) för januari som kom häromdagen visade på starkt produktion och orderingång.

När det gäller sysselsättningen rapporterar KI-barometern att den fortsatt minskar och väntas fortsätta så i de flesta industribranscher. Undantag, liksom tidigare, är den kemiska industrin som fortsatt att nyrekrytera. Också delar av handeln räknar med ökade anställningar.

Sammanfattning av konjunkturbilden

Om det inte vore för den osäkerhet som krigsriskerna skapar skulle man kunna känna viss tillförsikt inför konjunkturutsikterna under våren. Nu får sådana förhoppningar skjutas fram till andra halvåret då de i bästa fall har en chans att realiseras. Men det står och faller med att USA-ekonomin återhämtar sig. Företagen i USA står beredda med låga lager och en nedbantad arbetsstyrka samtidigt som den större delen av anpassningen efter investeringsboomen borde var över. Samtidigt ska tilläggas att den amerikanska ekonomins framtid inte saknar sina grundläggande problem. Bytesbalansens underskott har fortsatt att öka och de offentliga budgetarna har vänt i underskott.

Sverige, men i än högre utsträckning EMU-området, behöver draghjälp för att komma in i en mer gynnsam tillväxtbana. Man kan känna större tilltro inför Sveriges möjligheter att få stöd från den inhemska efterfrågan. Det borde också var så att problemen för telekomsektorn (som betyder mycket för svensk ekonomi) börjat släppa längre fram.

Men samtidigt gäller att om EMU-länderna hamnar på efterkälken blir exporten inte samma drivmotor för den svenska tillväxten.

Japan har vi hittills inte ens nämnt. Landets långvariga och djupgående problem (deflation, problemtyngda banker mm) är notoriska. De massiva stimulansåtgärderna under de senaste åren har inte på något bestående sätt lyckats få fart på ekonomin och finanspolitikens och penningpolitikens möjligheter är begränsade (statsskulden börjar närma sig 150 procent av BNP och centralbanken driver en 0-räntepolitik). Japan är det land som är mest känsligt för ett bakslag i den internationella ekonomin.

Räntor

Styrräntorna i omvärlden

Vid sitt möte förra veckan lämnade den amerikanska centralbanken, Fed, som väntat sin styrränta oförändrad. Man pekade på de geopolitiska riskernas återhållande inverkan på beslut om investeringar och nyanställningar. När denna osäkerhet väl lyfts ser Fed framför sig att en stimulerande penningpolitik i kombination med den fortsatta produktivitetstillväxten borde främja en starkt ekonomi. Den amerikanska styrräntan ligger på mycket låg nivå. Det finns ett utrymme att sänka ytterligare något men det sparas nog för att användas om ekonomi skulle visa sig komma in i en värre svacka. Det ska förhoppningsvis inte behöva användas.

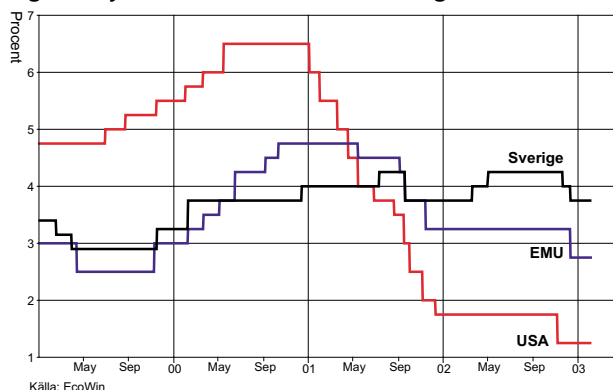
EMU:s centralbank, ECB, sänkte sin styrränta i början av december. Banken har möte nu i veckan men några signaler om att man är beredd att ta till ytterligare en sänkning redan nu har inte kommit. Från ECB:s sida har man på sistone tonat ner inflationsriskerna. En svag ekonomisk utveckling och eurons förstärkning hör till de faktorer som påverkar bedömningen. I den senaste månadsrapporten lyfter banken åter fram nedåtricken för den ekonomiska tillväxten. Det kan mycket väl komma en sänkning från ECB någon gång den närmaste tiden.

Förutsatt att en förstärkning av konjunkturen i USA börjar bli tydlig andra halvåret bör det vara dags för Fed att börja höja räntan under hösten. ECB lär avvakta något ytterligare. Möjligt kan en höjning hinna komma före årsskiftet.

Riksbanken avvaktar under våren ...

Också Riksbanken har penningpolitiskt möte i veckan. Banken har inte gett ifrån sig några signaler som tyder på att man skulle vara i färd med att agera med räntan. Riksbanken överraskade ju i december med att, bara tre veckor efter den första sänkningen av reporäntan, ta till en ytterligare sänkning. Av det protokoll som senare publicerats framgår att beslutet var långt ifrån självklart.

Fig 22. Styrräntor i USA, EMU och Sverige



De konjunkturtecken som kommit den senaste tiden har för svenskt vidkommande inte gett underlag för en mer pessimistisk bedömning än i december. Försöker vi blicka över den närmaste framtiden är det inte primärt informationsvärdet i de aktuella konjunkturindikatorerna som utgör vägledning. Händelserna på den storpolitiska arenan och följderna därav på den reala ekonomin hamnar obevekligen i förgrunden. På den punkten vet Riksbanken lika lite som de flesta andra vad de närmaste veckorna/månaderna för med sig.

I det läge som råder är det ganska naturligt att Riksbanken intar en avvaktande attityd. Vi tror inte att det kommer någon sänkning av styrräntan vid mötet nu i veckan och det troliga är att räntan lämnas oförändrad också i mars då årets första inflationsrapport publiceras. Även om ett krig hunnit bryta ut lär det vara svårt att då avgöra konsekvenserna för konjunktursens möjligheter att börja röra sig uppåt under hösten.

Skulle det senare visa sig att kriget blir långvarigt och den internationella konjunkturen tar allvarlig skada kommer Riksbanken och de ledande centralbankerna i en helt annan situation. Men som vi inledningsvis nämnde nyttjar det föga att i dagsläget spekulera i detta alternativ.

... men kan börja agera under hösten

Om konjunkturen vänder under andra halvåret borde det vara dags för Riksbanken att börja lägga om politiken. Det borde hinna komma en höjning före årsskiftet. Huruvida det blir fler beror på styrkan i den ekonomiska uppgången. Vårt huvudscenario är att den sker gradvis men det kan inte uteslutas att vi kan få se ett starkare förlopp. Det avgör hur snabbt Riksbanken går fram med sina styrränteförändringar.

Fler räntehöjningar att vänta 2004

När vi väl kommit in på 2004 borde även investeringarna ha börjat ta fart och ekonomin vara inne i ett mer fullfjädrat uppsving. Då kommer fler höjningar från Riksbankens sida och styrräntan kan under loppet av året föras upp mot 4,50–4,75 procent.

Vad innebär ett ja till EMU?

Om det blir ett ja i EMU-omröstningen den 14 september är Sverige med ingången av 2004 inne i det valutapolitiska samarbetet ERM 2 som är förstadiet till medlemskapet i EMU och övergången från kronor till euro. Efter omröstningen ska en rikt Kurs för kronan förhandlas fram. Kronan får sedan bara variera inom ett fastställt intervall i förhållande till den fastställda riktkursen.

Regeringen har nyligen bestämt att det slutgiltiga inträdet (och den samtidiga övergången till euro) kommer att ske i januari 2006. Då överflyttas räntebesluten från Riksbanken till ECB. Fram till dess, alltså under två år, ligger beslutanderätten över räntepolitiken kvar hos Riksbanken.

Det primära målet för Riksbanken blir då att hålla kronans kurs inom det intervall som fastställts. Skulle kronans kurs

tendera att försvagas mer än intervallet medger måste Riksbanken höja räntan för att stärka kronan. Skulle kronan tendera att bli starkare än intervallet medger måste räntan sänkas.

Riksbankens möjligheter att med räntan påverka inflations-takten begränsas av att växelkursmålet blir det primära vid utformningen av penningpolitiken. Men det innebär inte att utrymmet är obefintligt (hur stort det blir bestäms av det variationsintervall som fastställs, det får maximalt uppgå till +/- 15 procent från riktkursen). Vår prognos över styrräntan 2004 behöver inte påverkas av resultatet i folkomröstningen.

Vår bedömning är att det kommer att behövas höjningar av styrräntan 2004 när resursutnyttjandet stiger. Avtalsförhandlingarna går in i ett kritiskt skede 2004 och även av det skälet är det viktigt att tillgängliga medel används för att för att hålla nere inflationen och inflationsförväntningarna.

Om riksbanken höjer räntan i ett skede där inflationen hotar att ta fart tenderar kronan att stärkas och det ger då ytterligare stöd för antiinflationpolitiken (via lägre importpriser). En starkare krona leder också till att exporten och därmed efterfrågan dämpas. Skulle Riksbanken inte agera förebyggande skulle inflationsoro leda till kronförsvagning och Riksbanken finge ändå i slutändan höja räntan för att hålla växelkursmålet.

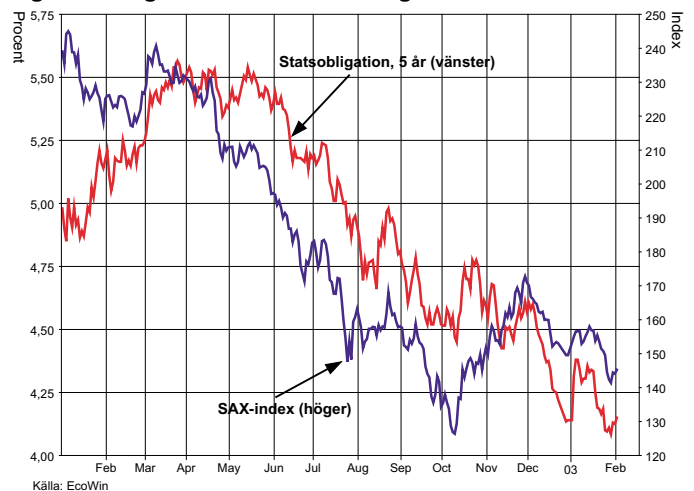
Avståndet mellan den svenska styrräntan och ECB:s styrränta är idag 1 procentenhet. Även ECB kommer att ha behov av räntehöjningar under 2004 men det kan inte uteslutas att gapet mellan den svenska styrräntan och ECB:s styrränta vidgas en aning under 2004. Längre fram under "mellanperioden" måste Riksbankens reporänta, inför övergången till euron, börja anpassas till ECB:s styrränta som kan förmodas ligga lägre än den svenska. Den anpassningen blir lättare om man tidigare utnyttjat det penningpolitiska utrymmet till att hålla inflationen nere.

Finns det då risk för att Riksbankens tvingas höja räntan långt utöver det som motiveras av inhemska konjunkturskäl för att hålla kronkursen inom angivet intervall? Det skulle kunna inträffa om riktkursen av marknaden inte skulle uppfattas som trovärdig och föranleda spekulativa attacker mot kronan. Förutsatt att inflationen inte skenar iväg långt utöver genomsnittet för EMU-länderna, vilket vi inte tror, är den risken liten. Inget av de länder som ingick i växelkurssamarbetet, och sedermera blev medlemmar i EMU 1999, utsattes för spekulativa attacker. Däremot höll vissa av länderna (t.ex. Irland och Italien) en betydligt högre ränta än de övriga och förde ner sin ränta först kort innan övergången till den räntenivå som blev den gemensamma för EMU-länderna. Det pekar mot att Riksbanken har ett utrymme att under ganska lång tid väga in inhemska faktorer i penningpolitiken.

Långa marknadsräntor

De långa marknadsräntorna har en längre tid varit styrda av börsen och är så även idag. Alla de händelser som utspelat sig, från bokföringsskandalen till hot om förestående krig, har ökat riskbenägenheten hos placerarna (kvar i bakgrun-

Fig 23. Sverige. Aktiebörsen och lång ränta



den som börsdrivande faktor har också varit nedjusteringar av tidigare högt ställda vinstförväntningar). Med den ökade riskbenägenheten har efterfrågan förskjutits mot räntebärande papper. Kurserna på dessa har stigit och räntan har drivits ned. Eftersom finansmarknaderna i olika länder är nära sammankopplade med varandra är rörelserna i börs och räntor starkt samvarierande. Mönstret av fallande börs och räntor återfinns således både internationellt och i Sverige.

Idag är det krigshotet som är den helt avgörande faktorn för utvecklingen i börs och räntor.

Vi får räkna med att denna situation består ett bra tag. Både börs och långräntor borde uppvisa en nedåtgående tendens (även om de tillfälligtvis kan reagera om starkare konjunktursiffror kommer) så länge osäkerheten om ett krig kvarstår. Utbryter ett krig kan den initiala effekten bli ett ytterligare fall men det borde bli ganska begränsat eftersom ett förestående krig i så hög utsträckning redan prisats in i marknaderna. Det kan också hända att marknadsaktörerna reagerar på motsatt sätt; "nu har kriget startat, snart är det över, då finns förutsättningar för att ekonomierna börjar att komma igång ...". Men en sådan reaktion kan vara snabbt övergående. Det går inte att i dagsläget göra några som helst välgrundade förutsägelser om hur utvecklingen på finansmarknaderna blir när kriget brutit ut och under perioden därefter. Det mest troliga är att vi får se svängningar i börs och räntor under vårmånaderna.

När så småningom osäkerheten avtar eller släpper bör ekonomiska basfakta återfå sin roll som styrande för utvecklingen på finansmarknaden. Om konjunkturen stärks under hösten bör kapital börja strömma tillbaka till börsen på ett mer bestående sätt och det drar upp de långa räntorna internationellt och i Sverige. Även det faktum att budgetunderskottet i USA (och därmed statsuplåningen) ökar kan få en uppdrivande effekt på räntenivån i USA med effekt även på europeiska och svenska räntor.

Eftersom det är svårt att tro på en stark börsuppgång borde ränteuppgången bli ganska begränsad. Säg att den 5-åriga

statslåneräntan här hemma under hösten hamnar på mellan 5–5,25 procent (mot ungefär 4 procent i dag) och sedan fortsätter uppåt. I det är då inbegripet att marginalen mot den tyska räntan kommit ner från dagens nivå. Det förutsätter i sin tur att växelkursrisken för kronplaceringar reducerats efter ett ja i folkomröstningen. Huruvida ett ja blir resultatet är idag en öppen fråga. Blir det ett nej hamnar sannolikt den långa räntan på hösten en bit över det som här angetts.

Korta bolåneräntor borde vara stabila ett bra tag framöver

SBAB:s korta ränta (kortaste bindningstid för SBAB-lån är 3 månader) ligger idag på 4,85 procent. Om riksbanken håller kvar sin styrräntenivå under våren och sommaren kommer även de korta bolåneräntorna att ligga kvar på nuvarande nivå. Skulle det gå så illa med konjunkturen att Riksbanken tar till en sänkning följer den korta bolåneräntan med ner i ungefär motsvarande mån. Så perspektivet för de korta räntorna borde vara stabilt (eller möjligen ner ett snäpp) innan det blir dags för en uppåtgående rörelse med start under hösten.

Osäker färd för bundna bolåneräntor.

Nedgången i marknadsräntorna som följd av börsfallet har dragit ner SBAB:s upplåningskostnader för bunden utlåning. Det har skapat utrymme för SBAB att kontinuerligt justera ner de bundna utlåningsräntorna. På senvåren förra året låg t.ex. utlåningsräntan bunden på fem år på 6,75 procent. Idag är den nere på 5,35 procent, vilket endast är 1/2 procentenhet lägre än den kortaste bolåneräntan. Ett visst utrymme finns för att de fortsätter nedåt med fallande börser och marknadsräntor den allra närmaste tiden. Som med önskvärd tydlighet framgått är det osäkert hur långa marknadsräntor kommer att utvecklas de närmaste månaderna och de gäller då också de bundna bolåneräntorna.

Men om konjunkturen vänder uppåt är kommande, mer bestående, tendens stigande bundna bolåneräntor. Men mycket kan hända inte minst i storpolitiken som gör att det bli en knagglig väg. Hotet om terrorism kastar ständigt sin slagskugga över utvecklingen och kan utlösa ny oro på finansmarknaderna även om ett eventuellt krig är avslutat.



STATENS BOSTADSFINANSIERINGSAKTIEBOLAG, SBAB

Konjunktur & räntor har sammanställts av SBABs Ekonomiska Sekretariat.

Det har baserats på källor som Sekretariatet bedömer som tillförlitliga.

Dokumentet är inte gjort för att utgöra det enda redskapet vid enskilda beslut om lån och investeringar.

SBAB påtar sig inte något ansvar för direkt eller indirekt förlust till följd av beslut grundade på detta dokument.

Citera gärna Konjunktur & räntor men ange alltid källa.