FASTIGHETSÄGARNA

Konjunkturfokus

om den ekonomiska utvecklingen 2012-2013

Sverige tappar fart

September 2012

Sammanfattning

- Sveriges ekonomi utvecklades starkt under första halvan av 2012, vilket var i linje med den prognos Fastighetsägarna presenterade tidigt i våras. Till skillnad från de flesta andra bedömare av den svenska konjunkturen reviderar vi därför inte vår prognos för BNP under innevarande år. Den ligger fast på 1,5 procent.

- Tecken på att den svenska ekonomin har tappat fart blev dock allt tydligare under sommaren. Det är knappast förvånande med tanke på den svaga utvecklingen i vår omvärld. Just nu dämpas tillväxten i samtliga världens ekonomiskt tunga regioner; USA, Japan, eurozonen och de stora tillväxtländerna.

- ECB har lanserat ett nytt program för köp av de krisande euroländernas obligationer. Effekten har, åtminstone initialt, varit positiv och tryckt ned räntorna på italienska och spanska statsobligationer. Någon lösning på krisländernas problem är det dock inte. De stora utmaningarna med de krisande ländernas bristande konkurrenskraft kvarstår och på den punkten saknas det mesta. Problemen förvärras av den svaga globala tillväxten.

- Risken för en sämre ekonomisk utveckling är stor. Utan politiska beslut i USA kommer finanspolitiken att bli kraftigt åtstramande nästa år. Det skulle få stor betydelse för den globala ekonomin. Risken för ett sammanbrott av det europeiska valutasamarbetet är allt annat än negligerbart. Ytterligare en risk finner vi i det uppskruvade tonläget mellan Israel och Iran, som kan leda till att redan höga oljepriser blir ännu högre.

- För svensk del innebär utvecklingen i vår omvärld att de svaghetstecken som nu syns fördjupas. Därför räknar vi med att tillväxten blir svag även 2013 då vi spår att BNP växer med 1,5 procent, precis som i år. Det är en bra bit under potentiell tillväxt, vilket innebär att arbetslösheten biter sig fast på hög nivå och att inflationen förblir låg. Det innebär också att Riksbanken förväntas sänka räntan från nuvarande 1,25 procent till 1 procent senare i höst. På den nivån ligger räntan kvar under större delen av 2013.

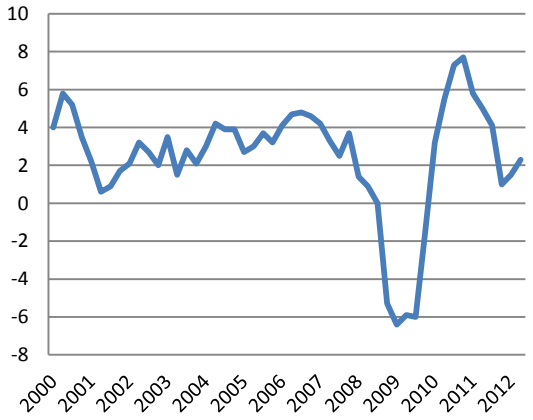
- Trots den relativt svaga utvecklingen i svensk ekonomi, räknar vi med att fastighetssektorn kommer att karaktäriseras av stabilitet under hösten och nästa år. Det beror på kombinationen av låga räntor och en relativt stabil sysselsättningsutveckling. Att arbetslösheten stiger beror främst på att arbetskraften växer.

Sverige (procentuella förändringar)	2012	2013
BNP	1,5	1,5
KPI (årsgenomsnitt)	1,1	1,2
Arbetslösheten, %	7,6	8,0
Reporäntan, december	1,0	1,25

Sverige tappar fart

Den faktiska utvecklingen i den svenska ekonomin slog förväntningar med råge under första halvan av 2012. Inför SCB:s snabbversion av BNP-utvecklingen för årets andra kvartal låg förväntningarna på mycket måttliga 0,8 procent på årsbasis. Utfallet blev 2,3 procent (kalenderkorrigerat, figur 1). Även om vi räknar med att siffran kommer att revideras ned något, ger den stöd åt den prognos vi la tidigt i våras. Då räknade vi, till skillnad från de flesta andra bedömare av den svenska konjunkturen, med en ganska stark utveckling av nettoexporten. Därmed ser vi inte någon anledning att revidera vår prognos avseende BNP-tillväxten för innevarande år. Den ligger fast på 1,5 procent. De flesta övriga bedömare hade räknat med en mycket svagare utveckling, vilket inneburit att många tvingats till stora revideringar. Konsensus ligger därmed i linje med vår prognos.

Figur 1. Starkt svenskt 2:a kvartal, % på årsbasis



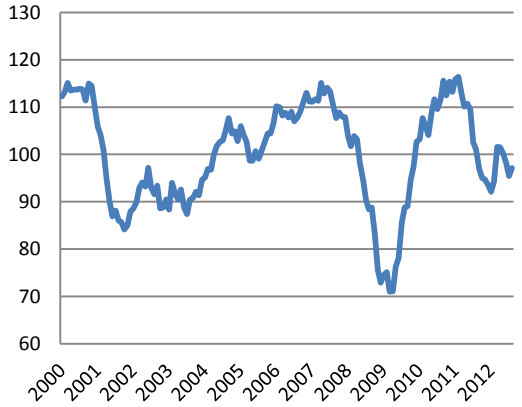
När vi blickar framåt hopar sig dock svaghetstecknen, vilket även blir tydligt vid en närmare granskning av andra kvartalets starka BNP-siffra. Nettoexporten utgjorde den viktigaste drivkraften bakom tillväxten. Den ökningen berodde tyvärr delvis på att importvärdet minskade. Färskare statistik vittnar om att exportmotorn börjat hacka betänkligt, åtminstone på varusidan. I juli minskade varuexporten och -importen i värde med 5 respektive 1 procent jämfört med samma månad 2011. Det kan också noteras att en tredjedel av Sveriges export går till länder vars BNP krympte eller var oförändrad under årets andra kvartal (jämfört med samma kvartal 2011).

Även de svenska konsumenterna tvekar. Under andra kvartalet ökade privatkonsumtionen med 0,8 procent. Med tanke på att inkomsterna normalt ökar med drygt 2 procent, har därmed hushållen fortsatt att bygga upp sitt sparande.

Färsk produktionsstatistik är ytterligare ett tecken på att den svenska ekonomin nu tappar fart. Under juni ökade industri- och tjänsteproduktionen med mycket måttliga 1 procent på årsbasis. Det finns med andra ord skäl att tro att andra kvartalets starka BNP-siffra kommer att revideras ned i takt med att mer statistik blir tillgänglig[1].

Därmed har vi en bild som är enklare att jämka samman med olika konfidensindikatorer som mäter företags och hushålls uppfattning om det ekonomiska läget. Konjunkturinstitutets barometerindikator föll under det historiska genomsnittet (100) i maj och har legat kvar där sedan dess (figur 2).

Figur 2. KI-barometern under historiska snittet

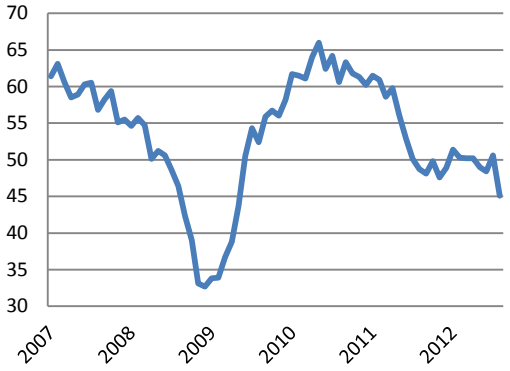


Inköpschefsindex har länge pendlat kring 50, vilket är den nivå som utgör brytpunkten mellan ekonomisk expansion och kontraktion. I

[1] BNP-siffran som varje år presenteras i slutet av juli är mindre omfattande än övriga publiceringar under året. Skälet till att den tas fram är för att ge regeringen ett underlag inför budgetarbetet. Revideringarna kan därför vara ganska omfattande när mer kunskap kommer fram om den faktiska utvecklingen.

augusti föll indexet till 45,2. Det är den lägsta nivån sedan 2009 figur 3).

Figur 3. Svenska inköpschefer deppar



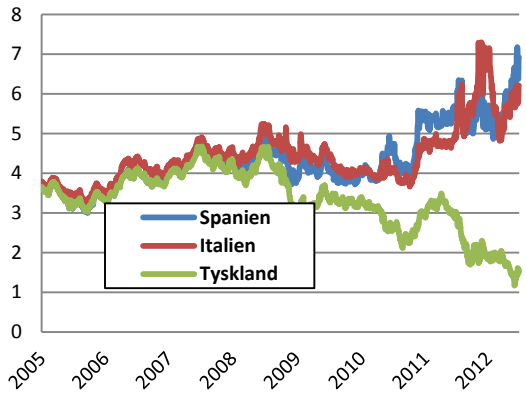
Slutsatsen är därmed att Sverige går bra, men endast i relation till den mycket svaga utvecklingen i omvärlden, och det är den utvecklingen som kommer att avgöra den svenska tillväxten under 2013.

Synkron avmattning i omvärlden

Ekonomin tappar fart på de flesta håll i världen. I vårt närområde är det bara Norge som är den enda egentliga ljuspunkten. Det är i och för sig viktigt med tanke på att landet tar emot cirka 10 procent av vår export och därmed är vår största exportmarknad tillsammans med Tyskland. Men det räcker inte för att väga upp de fundamentala svagheterna på andra håll. Bland våra viktiga exportmarknader befinner sig såväl Storbritannien, Danmark som Finland i recession. Det gäller också eurozonen i stort. Även om vår direkta exponering mot valutaunionens krisande periferi är relativt liten, påverkar den oss genom att den drar ned tillväxten i länder som Tyskland och Frankrike. Enligt den senaste statistiken noterade Frankrike nolltillväxt under andra kvartalet, medan Tyskland med nöd och näppe lyckades uppvisa positiv tillväxt. Såväl hushåll som stater kommer att behöva fortsätta saneringen av sina finanser och det kommer att tynga tillväxten i Europa under många år framöver.

Med allt tydligare tecken på att tillväxten inte kommer igång i eurozonen i kombination med att viktiga länder som Spanien och Italien knäar under skyhöga räntor (figur 4), lanserade ECB den 6 september ännu en förkortning att lägga på minnet, OMT (Outright Monetary Transactions).

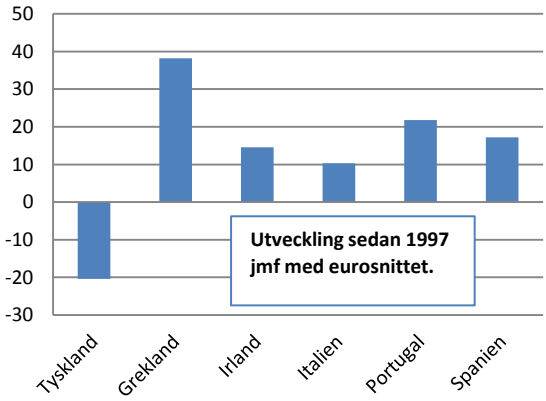
Figur 4. Ett ohållbart räntegap, 10-årsränta



Det är ett nytt stödprogram för krisländernas statsobligationer. Programmet öppnar för mer eller mindre obegränsade köp av statsobligationer på sekundärmarknaden. Köpen ska koncentreras till korare löptider (1- 3 år). Till skillnad från tidigare program, måste ett land som vill ha OMT-stöd ingå avtal med EU:s stödfonder EFSF/ESM och accepterat de reformkrav som då ställs.

Spanska och italienska obligationsräntor föll efter ECB:s utspel. Det är självfallet positivt om programmet minskar krisländernas räntekostnader, men det löser inte det långsiktiga problemet med deras svaga konkurrenskraft. Sedan eurons införande har de nuvarande krisländernas konkurrenskraft successivt urholkats av högre inflation och löneökningstakt jämfört med framför allt Tyskland (figur 5). De stora utmaningarna kvarstår alltjämt.

Figur 5. Enhetsarbetskraftskostnad, %



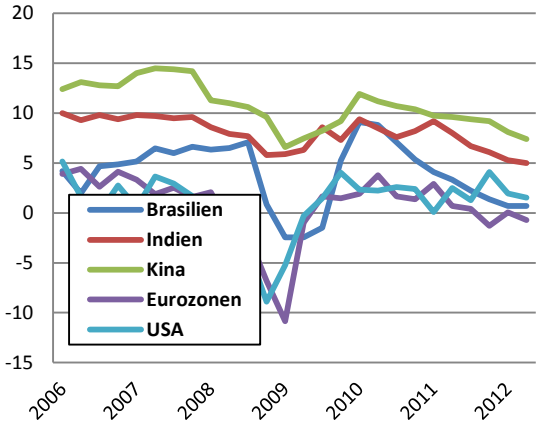
Ett steg i positiv riktning togs den 12 september då den tyska författningsdomstolen beslutade att inrättandet av den permanenta stödfonden ESM inte står i strid med den tyska grundlagen. Ett nej hade varit förödande för euron eftersom Tyskland ska stå för cirka en fjärdedel av stödfondens totala volym på 700 miljarder euro. Det är ett steg, många återstår.

Det viktigaste är självfallet att krisländernas tillväxt kommer igång. Det är tyvärr inte bara den svaga konkurrenskraften som är ett hinder utan också det faktum att draghjälpen från den globala ekonomins övriga stora block är klart begränsad. USA går trögt, med fortsatt hög arbetslöshet och svag, om än något stabilare, bostadsmarknad. Under årets andra kvartal ökade BNP med 1,7 procent i uppräknad årstakt. Även om den senaste tidens statistik talar för att risken för en recession har minskat, finns det inget som pekar på att tillväxten är på väg att lyfta. Eurokrisen, arbetslösheten, osäkerhet angående landets framtida finanspolitik, centralbankens svårigheter att stimulera ekonomin och höga oljepriser håller tillbaka hushållens konsumtionsvilja och företagens investeringsefterfrågan. Krympande industriproduktion i Japan är ytterligare ett tecken på den globala ekonomins svaghet.

Den anemiska tillväxten i de mogna ekonomierna har, inte förvånande, satt sina spår hos tillväxtländerna. Under andra kvartalet minskade tillväxttakten i den kinesiska ekonomin för sjätte kvartalet i rad. Ekonomin växte då med en årstakt på 7,2 procent. Motsvarande tillväxttakt i Indien ligger på 5 procent. För båda dessa tillväxtjättar är detta en relativt kraftig avmattning. I Brasilien har fallit varit ännu mer markant. Samtidigt har inflationen avklingat, vilket ger ett ökat utrymme för ekonomisk-politiska stimulanser, vilket den kinesiska ledningen tänker utnyttja. Ett stimulanspaket, med omfattande satsningar på infrastruktur, lanserades nyligen.

Den sammantagna bilden är därmed att tillväxten i världsekonomins stora block nu mattas av samtidigt (figur 6). I augusti låg inköpschefernas index under den kritiska 50-nivån i såväl USA som Eurozonen och Kina. För svensk del innebär den synkrona avmattningen i omvärlden att tillväxten blir svag under resten av 2012 och 2013. Vi räknar därför med att Sveriges BNP 2013 växer i ungefär samma takt som 2012, d.v.s. med 1,5 procent, vilket är en bra bit under den potentiella nivån. Det innebär i sin tur att arbetslösheten biter sig fast på hög nivå (runt 8 procent) samtidigt som inflationen förblir låg.

Figur 6. Världen bromsar, % uppräknad årstakt



Betydande risker för sämre utfall

Riskerna för ett sämre utfall är betydande. I USA är de politiska låsningarna avseende finanspolitiken djupgående. Det finns en risk att de temporära satsningarna, som infördes under president Bushs tid och utökades därefter, inte förlängs efter årsskiftet. Det skulle innebära en betydande finanspolitisk åtstramning, som sannolikt skulle leda till en kraftig recession i landet. Vår bedömning är dock att större delen av de temporära satsningarna kommer att förlängas. Men några större satsningar därutöver blir det troligen inte. Med en stor och växande statsskuld kommer det politiska trycket för en statsfinansiell sanering sannolikt att vara stort, även om de mycket låga räntorna på amerikanska statsobligationer egentligen skulle möjliggöra ytterligare finanspolitiska satsningar.

Den största risken finns dock i eurozonen. Det scenario som tecknats ovan bygger på att euroledarna fattar de beslut som krävs för att rädda valutaunionen. Det finns naturligtvis en up-

penbar risk att de inte lyckas med det. ECB:s lansering av ett stödköpsprogram (OMT) har visserligen goda förutsättningar att pressa ned krisländernas räntor på kortare löptider. Men det är uppenbart att det inte är någon enkel medicin att svälja för de länder som behöver stödet. Såväl Italien som Spanien har uttryckt en tydlig ovilja att utnyttja stödet. Förutom det allmänna politiska spelet att inte erkänna att det finns ett stödbehov, sitter det naturligtvis lång inne att behöva acceptera att EU och/eller ECB ska vara med och detaljstyra hur landet ska hantera sina statsfinanser. Det är nämligen det som blir följden av det faktum att OMT-stödet är villkorat med att landet ska ha ett avtal med EU:s stödfonder.

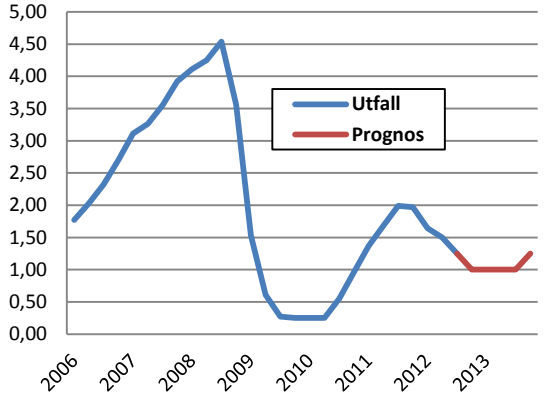
Oavsett den problematiken, innebär ECB:s stödköp inte att de underliggande problemen har lösts. Krisländerna måste få igång tillväxten och det kan bara ske genom ökad konkurrenskraft. Den väg som valts är att via hög arbetslöshet pressa ned lönekostnaderna. Det är en farlig väg med stora risker för de demokratiska systemen. ECB:s beslut har förhoppningsvis köpt de politiska ledarna tid att fatta beslut som kan ta valutaunionen framåt. Alternativet, en uppbrytning av valutasamarbetet, skulle med all sannolikhet få mycket kraftiga negativa effekter på finansmarknaderna och den ekonomiska tillväxten. För Sverige, som ett litet exportberoende land, skulle ett sådant scenario vara mycket negativt.

Ytterligare en risk finns i Mellanöstern, där de hotfulla tongångarna mellan Israel och Iran kanske utgör den största risken mot den globala ekonomin. Redan höga oljepriser riskerar att stiga ytterligare.

Fortsatt låga räntor

Den svenska inflationen är för närvarande mycket låg (KPI uppmättes till 0,7 procent i juli), vilket till stor del är en följd av de senaste årens måttliga löneökningar och en låg omvärldsinflation, som genom kronans förstärkning mildras ytterligare för svensk del. Med det scenario som tecknats ovan kommer inflationen att vara fortsatt låg. Vi räknar med att Riksbanken, som nyligen sänkte reporäntan till 1,25 procent, kommer att sänka räntan ytterligare en gång i år till 1 procent för att hålla uppe inflationen och stödja utvecklingen på arbetsmarknaden. Sänkningen underlättas av att ökningen i hushållens skuldsättning dämpats avsevärt, samtidigt som prisutvecklingen på bostadsmarknaden kommit av sig. Vi räknar med att reporäntan kommer att ligga kvar på 1 procent under större delen av 2013 (figur 7).

Figur 7. Riksbanken sänker igen



Riksbankens sänkningar, i kombination med Sveriges starka statsfinanser, gör att statsräntorna kommer att vara fortsatt mycket låga. Företag och hushåll får dock fortsätta att räkna med att bankerna lägger på en relativt hög marginal med fortsatt hänvisning till tuffare kapitaltäckningsregler och finansiell oro i eurozonen.

Relativt stabilt fastighetsmarknaden

Stramare villkor från bankernas sida har påverkar transaktionsmarknaden för kommersiella fastigheter och hyresbostadshus, framför allt avseende de olika köparkategoriernas marknadsandelar. Institutionerna, som inte är beroende av bankerna, har därför ökat sin andel av transaktionerna. Betoningen av deras affärer ligger på kontors- och bostadsfastigheter i bättre lägen i landets expansiva regioner, vilket syns i prisutvecklingen, framför allt i Göteborg och Stockholm. Högkvalitativa fastigheter i rätt läge har under våren sålts till historiskt låg direktavkastning. Försäljningen av Kungsbro-

huset i centrala Stockholm är ett tydligt exempel på detta. Direktavkastningen landade i det fallet strax under 4,5 procent. Detta är naturligtvis också ett uttryck för att avkastningen på andra trygga placeringar har tryckts ned kraftigt då vilja att ta risk har minskat under de senaste årens kriser. Med dagens mycket låga räntor på svenska statsobligationer framstår därför fastigheter i goda lägen som en riktigt bra placering.

Volymmässigt har transaktionsmarknaden så här långt utvecklats i linje med de nivåer som gällde under föregående år, även om en viss försvagning kunde noteras under senare delen av våren. Det berodde främst på minskat intresse från utländska köpare. Förvärvsaktiviteten i landets expansiva regioner skulle sannolikt vara större om inte kreditmarknaden hade utgjort en så tydlig begränsning för många mindre fastighetsföretag (för institutionerna är det främst bristen på högkvalitativa objekt i rätt lägen som begränsar). Såväl vakanser som hyror har nämligen utvecklats relativt bra under det gångna halvåret, med vissa svaghetstecken i Malmöregionen, vilket framgår av Fastighetsägarnas senaste Sverigebarometer (juli)[2]. Barometern vittnar också om att fastighetsägarna räknar med en fortsatt stabil utveckling på fastighetsmarknaden. Exempelvis räknar var tredje fastighetsägare med att kontorsvakanserna kommer att minska ytterligare under det kommande året. Det innebär i sin tur att det inte finns något allmänt tryck nedåt på hyrorna, åtminstone inte i landets expansiva regioner.

Fastighetsägarnas relativt ljusa bild av utvecklingen i den egna branschen kan tyckas märklig med tanke på det något mörka scenario som denna rapport tecknat avseende den svenska ekonomin. Men det är delvis en skenbar motsättning. En sämre konjunktur kan mycket väl påverka priserna i negativ riktning på grund av allmän osäkerhet om utvecklingen. Däremot talar det mesta för att sysselsättningen kommer att hållas uppe under 2013 (arbetslösheten ökar dock då arbetskraften växer) och det är en av de viktigaste faktorerna som driver vakansutvecklingen. En annan är utbudet av lokaler och på den punkten kan man bara konstatera att det byggts mycket lite på spekulation i Sverige. Den slutsats som fastighetsägarna drar avseende vakanser och hyror är med andra ord fullt realistisk. Tillsammans med ett fortsatt lågt ränteläge talar detta för fortsatt rimlig lönsamhet och stabilitet på fastighetsmarknaden. Skulle sysselsättningen vika kraftigt, exempelvis till följd av en sönderdelning av eurozonen, kommer fastighetssektorn naturligtvis att stå inför en betydligt tuffare situation.

För mer information kontakta:
Tomas Ernhagen, chefekonom
telefon: 08-6177718, e-post: tomas.ernhagen@fastighetsagarna.se

[2] Sverigebarometern baseras på en enkät som två gånger per år skickas till 500 av landets större fastighetsägare. Rapporten kan läsas på: http://www.fastighetsagarna.se/aktuellt-och-opinion/rapporter/sverigebarometern