

Del 1: Hitta rätt i konjunkturen

Fundamental bolagsanalys, teknisk diagramanalys och makroanalys har alla ett enda syfte: att försöka väga över sannolikheterna till placerarens fördel – att förbättra oddsen, med andra ord. Oavsett hur sofistikerade analysmodeller vi än använder, eller hur erfarna vi än är i att tolka information, finns alltid en viss risk, ett utrymme för misslyckande, som inte kan analyseras bort.

Ekonomen John Maynard Keynes (1883–1946), upphovsmannen till den keynesianska teorin och av många ansedd vara grundaren till ämnet makroekonomi, lär ha sagt att ”även om marknaderna på sikt tendera att röra sig mot sitt rationella värde kan de vara irrationella långt längre än vad du kan vara solvent”. Med andra ord: Du kan ha hur rätt som helst, men långt innan detta hinner visa sig kan dina pengar vara slut!

För att en person i långa loppet ska kunna bli en framgångsrik aktieplacering räcker det inte med att kunna värdera börsbolag, bolagsdata, aktiekurvor och indexdiagram. Vederbörande måste också ha insikt i vad som sker i de viktiga ekonomierna, varför det händer och hur det som sker i slutändan kan påverka aktiekurser och indexrörelser. Som investerare måste vi själva kunna värdera det som massmedierna dagligen förser oss med i form av räntekommentarer, råvarupriser, konjunkturprognoser, sysselsättningsrapporter och en massa annan makroekonomisk statistik.

Makroekonomi och makrostatistik låter inte särskilt spännande. I den litteratur som finns i ämnet, och det som förmedlas av massmedierna, staplas ekonomiska termer på varandra – och kryddas med konstiga diagram.

Denna makroskola ska dock inte fördjupa sig i komplicerade ekonomiska modeller och hypoteser, men det kan faktiskt vara både intressant och i det långa loppet lönsamt för en aktieplacering att ha insikt i ämnet.

Makroekonomi påverkar oss konsumenter, privatplaceringar och företagare ständigt. Priserna på livsmedel eller på bensinen vid bensinstationen hänger ihop med makro. Vad vi betalar i ränta på bolånet eller vad den nya mobiltelefonen kostar gör det också. Till och med för dagisavgiften till kommunen finns en koppling till omvärldsfaktorer.

Det grekiska ordet ”makro”, när det står som tillägg eller prefix till ett annat ord, betyder ”i stor skala”. Motsatsen är ”mikro”, vilket i ekonomiska sammanhang brukar avse det som sker på konsument- och företagsnivå. Företagen antas vara vinstmaximerande, medan konsumenterna främst ser till ”nyttan” av sin konsumtion och ställer denna i relation till sysselsättning, inkomst, inflation, löneutveckling med mera.

Resultatet av våra ”mikrobeslut”, till exempel köp av lägenhet, villa eller att placera pengar i aktier och fonder, påverkas av makrofaktorer. Dessa hänger samman, och det är långtifrån givet vilka som vid varje tidpunkt har störst inverkan på placeringens värdeutveckling. Detta varierar från tid till annan och är i grunden beroende på var i cykeln konjunkturen befinner sig.

Ordet "makro" i kombination med "ekonomi" innefattar alltså samhällsekonomiska, inhemska som internationella, begrepp som penningpolitik, konjunktur, sysselsättning, BNP, industriproduktion, dollarkurs, inflation, export och oljepris, för att nämna några. Några givna regler för hur de här begreppen hänger samman och hur finansmarknaderna reagerar på dem finns alltså inte. När man försöker förutse den mer långsiktiga reaktionen på förändringar i viktiga makrodata handlar det till stor del om att man tittar bakåt i tiden för att se vad som hänt i ett liknande läge på liknande data. Det gäller alltså att hitta tumregler som till exempel: "Börsen vänder uppåt mellan två och tre kvartal innan konjunkturen träffar sin botten" eller att "konjunkturtrenden i Europa i regel släpar 6–9 månader efter USA:s".

Ett fenomen som gäller på alla tillgångsmarknader där priserna får styras av utbud och efterfrågan fullt ut, alltså av "fria marknadskrafter", och som komplicerar bedömningen är att aktörerna tar ut en förväntad utveckling i förtid. Placerarna prisar in, eller "diskonterar", den förväntade framtida utvecklingen redan i dag.

Om aktiemarknadens aktörer får för sig att Ericsson nästa år kan komma att öka sin vinst med 20 procent börjar placerarna redan i dag köpa aktier, och kursen stiger. Om aktörerna på obligationsmarknaden tror att inflationen framöver kommer att stiga agerar de i dag utifrån denna övertygelse genom att sälja obligationer och därigenom höja marknadsräntorna.

Beteendet på marknaden framstår som rationellt tills statistik visar att inflationen inte alls var på väg uppåt. På kort sikt är det svårt att finna belägg för att marknaderna beter sig rationellt. På längre sikt anpassar sig aktörerna successivt till ny information.

Finansmarknaderna reagerar egentligen inte heller på den ekonomiska statistik som verkligen presenteras utan på avvikelser från sina förväntningar. Ekonomer vid banker, mäklarfirmor och andra placeringsinstitut rapporterar regelbundet sina prognoser för ett antal makroindikatorer. Nyhetsbyråer som Bloombergs, Reuter's och svenska Direkt sammanställer och distribuerar dessa "väntevärden", och därigenom skapas en genomsnittsprognos.

Någon vecka innan Statistiska centralbyrån (SCB) ska publicera de svenska nationalräkenskaperna redovisar, till exempel, nyhetsbyrån Direkt vad konjunkturbedömarna i medeltal tror att tillväxten för bruttonationalprodukten (BNP) var under fjärde kvartalet.

Detsamma sker för annan viktig statistik och för andra länder. Den faktiska tillväxten i USA:s ekonomi föregående kvartal var kanske 3,7 procent, och enligt nyhetsbyrån väntar sig makroanalytikerna i genomsnitt att den nu har sjunkit till 1,7 procent. Marknaden tar till sig denna information och en konsensusuppfattning etableras.

När BNP-tillväxten senare redovisas till 1,7 procent sker ingen reaktion på marknaderna. Trots att tillväxten mellan andra och tredje kvartalet alltså mattades betydligt kom den in i

linje med förväntningarna. Däremot hade marknaderna sannolikt reagerat kraftigt om tillväxten hade avvikit stort från väntevärdet.

I förlängningen betyder detta att marknaderna faktiskt kan reagera på samma indikator två gånger – första gången när nyhetsbyråerna publicerar sina undersökningsresultat, om prognosen avviker från vad som då väntas, och andra gången om den faktiska noteringen avviker från konsensusprognosen.

Detta är tre viktiga observationer vi ska vara medvetna om. Marknaderna tar ut en förväntad utveckling i förväg, de reagerar på avvikelser från vad som väntades och anpassar sig till ny information. Dessutom kan de reagera på samma indikatorer två gånger, först när konsensus bildas (om den avviker från gängse tro) och sedan om det redovisade faktiska talet är bättre eller sämre än väntevärdet.

Sedan kan vi lägga till ytterligare ett par aspekter: Reaktionen på ett visst utfall i makrostatistik kan variera från gång till annan, beroende på var i konjunkturcykeln börsen befinner sig. Amerikansk makrostatistik och räntepolitik påverkar Stockholmsbörsen betydligt mer än svensk statistik. Detta beror på USA:s stora betydelse för världsekonomin och svensk ekonomis ringa storlek men stora beroende av vad som sker i omvärlden.

Även om USA:s ekonomi gått knackigt de senaste åren är den fortfarande världens största, och räknat som BNP i löpande priser och i USA-dollar är den ungefär 2,5 gånger så stor som tvåan Kina (runt 14 600 miljarder dollar respektive 5 750 miljarder dollar enligt prognos för 2010 från Internationella valutafonden). Kina passerade för övrigt Japan (cirka 5 400 miljarder dollar), som länge innehaft silverplatsen i världsligan, under andra kvartalet 2010.

Detta betyder att när vi tittar på inkommande makrostatistik måste vi hålla ett speciellt öga på den amerikanska statistiken men vara väl medvetna om att även den kinesiska statistiken också är väldigt viktig numera och där utvecklingen kan påverka finansmarknaderna starkt.

Inte nog med detta – vad som händer i de så kallade BRIC-länderna sammantaget (Brasilien, Ryssland, Indien och Kina) måste också bevakas, för de har en samlad BNP på nästan 10 700 miljarder dollar. Men, för att ytterligare understryka USA:s betydelse och vikten av att speciellt följa utvecklingen där, kan nämnas att de amerikanska hushållens privatkonsumtion svarar för närmare 70 procent av USA:s ekonomi och för nästan 20 procent av världens BNP.

Främst två faktorer bestämmer utvecklingen för olika investeringsobjekt: tillväxt och inflation. Har vi kläm på dessa två kan vi också positionera oss rätt i konjunkturcykeln och på investeringsklockan. I det förstnämnda nyckelbegreppet, tillväxt, finns bland annat indikatorer som BNP, privatkonsumtion, sysselsättning och industriproduktion att ta hänsyn till.

Vad gäller inflationen måste vi också lägga till centralbankerna och deras förändringar av styrräntorna. Konjunkturcykeln är det sammanlagda resultatet av många underliggande cykler för allt ifrån priserna på griskött och smör till fraktfartyg och lokaler.

Teorierna kring konjunkturförloppet har genom åren varit många, och de första cykelteorierna tog sin utgångspunkt i förändringar i väder samt i astrologin. Sådana "naturliga" fenomen ansågs påverka skördar, människors humör med mera och att de i sin tur skapade de fluktuationer som kan observeras, till exempel för priser på jordbruksprodukter eller stål.

Den som brukar anges som "upptäckare" av konjunkturcykeln är den franske statistikern Clément Juglar (1819–1905). Han identifierade och skrev 1862 att sådana fluktuationer framträder i alla ekonomiska system och att det tar i genomsnitt 7–11 år för ett land att gå från välstånd till depression och tillbaka till välstånd igen.

Moderna teorier om konjunkturcykeln utgår ifrån att den består av två olika "delar" och att en kombination av dessa gör att cykelförloppet blir som det blir. BNP, industriproduktion och andra makroindikatorer är trögrörliga till sin natur, vilket innebär att ett land inte svänger från högkonjunktur till recession på ett enda kvartal.

Den ena är alltså att konjunkturförloppet är förutsägbart. Den andra komponenten består av slumpmässiga yttre element, och påverkan från dessa gör att konjunkturprognoser då och då slår fel. Den kraftiga prisstegringen på råolja från 2006 och fram till sommaren 2008 är en sådan yttre störning som kan minska förutsägbarheten. Snabba och starka valutakursförändringar är en annan störning som kan rucka på mönstret.

BNP, som nämnts några gånger, kan sägas vara grundbulten för ämnet makroekonomi. BNP är ett värde mått på alla varor och tjänster som produceras i ett land under en bestämd tidsperiod. Oftast redovisas BNP som den procentuella förändringen under ett kvartal jämfört med föregående kvartal (till exempel +0,6 procent) eller jämfört med motsvarande kvartal för ett år sedan (till exempel +2,1 procent i årstakt).

Ibland refereras till det absoluta värdet i kronor eller dollar, som i den tidigare jämförelsen mellan USA och Kina. Observera dock att när ekonomer i USA, även i Japan och andra asiatiska länder, räknar om sin BNP-tillväxt från ett kvartal till årstakt multiplicerar de den helt enkelt med 4. Om BNP under tredje kvartalet steg med 0,8 procent jämfört med första kvartalet blir tillväxten, räknat på detta sätt, 3,2 procent över ett år. I Sverige och övriga Europa beräknas årstakten genom att det faktiska BNP-värdet för aktuellt kvartal jämförs med motsvarande värde samma kvartal ett år tidigare.

BNP används som värdemätare på den ekonomiska aktiviteten i ett land. I Sverige hittar vi uppgifter om BNP i Nationalräkenskaperna (NR) som sammanställs av Statistiska centralbyrån och offentliggörs var tredje månad, med en fördröjning på drygt två månader. I USA kommer motsvarande information med ungefär en månads fördröjning.

NR är, enkelt uttryckt, ett lands bokföring, jämförbart med ett företags resultat- och balansräkningar, där man med uppdelning på olika konton kan följa utvecklingen för olika poster.

Denna statistik ger en samlad bild av den ekonomiska utvecklingen, från såväl efterfråge- som utbudssidan. Den kan beräknas från endera produktions-, inkomst- och användningssidan, men alla når i princip fram till samma slutsumma. Nationalräkenskaperna är ett viktigt hjälpmedel för beslutsfattare, till exempel för regeringen när den ska utforma sin ekonomiska politik. Det som begränsar betydelsen för en aktieplacering är dels den långa eftersläpningen, dels att det mesta av innehållet redan är känt genom andra indikatorer.

På lång sikt, över många år, växer BNP stadigt, och kurvan över dess utveckling har en svagt positiv lutning. Detta är vad man säger den långsiktiga tillväxtpotentialen, eller konjunkturtrenden. Det är den takt ett land kan växa med neutralt inflationstryck, alltså en "lagom" stark tillväxt som är uthållig och utan att resursutnyttjandet sätter press uppåt eller nedåt på inflationen. För USA bedöms den långsiktiga tillväxtpotentialen för närvarande vara omkring 2,75 procent, för Sverige 2,25–2,5 procent och för euroområdet något lägre.

På kort sikt, till exempel från kvartal till kvartal eller från år till år, kan BNP dock förändras ganska mycket. Dessa, mer kortvariga, förändringar i förhållande till trenden kallas konjunkturcykeln.

I nästa avsnitt ska vi dels se hur börsen rör sig genom en konjunkturcykel, dels granska en handfull andra intressanta variabler som kan ge oss information om var i cykeln vi befinner oss.

Mats Jonnerhag

Marknadsstrateg och kapitalförvaltare vid ACT Asset Management i Zürich, Schweiz. Mats har jobbat 30 år i finansbranschen som företags-, börs- och makroanalytiker. Han startade tidningen Börsinsikt 1982.

Del 2: Aktiebörsen visar vägen

Del 3: Berg av statistik ger mest problem

Del 4: Rytmska rörelser styr börstrenderna

Del 2: Aktiebörsen visar vägen



I Makroskolan del 1 bekantade vi oss med begreppet makroekonomi och grundbulten i denna, BNP. USA, världens största ekonomi, är 2,5 gånger så stor som tvåan Kina och nästan 30 gånger så stor som Sverige. Därför fokuserar finansmarknaderna främst på indikatorer från USA och numera också från Kina.

Konjunkturen definieras i regel utifrån bruttonationalprodukten (BNP), men andra, snabbare uppdaterade indikatorer kan också användas. En full konjunkturcykel, mätt från topp till topp, är runt fem år, plus/minus ett år. Topparna i den svenska konjunkturcykeln, som är starkt beroende av omvärlden, samvarierar ganska väl med den amerikanska, med en eftersläpning på ett par tre kvartal, och brukar sägas inträffa under år som slutar med 5 och 0. Det är en god tumregel, men avvikelser förekommer naturligtvis.

Den senaste konjunkturtoppen i Sverige träffades i början av 2006. Toppen var något förskjuten, därför att 5-året denna gång följdes av ett valår med sedvanligt valflask som ska stimulera ekonomin och möjliggöra att sittande regering kan vinna valet. Den föregående cykeln anses ha träffat sin topp i slutet av 1999 och det dessförinnan första kvartalet 1995.

Vidare kan vi av den historiska utvecklingen slå fast att uppgångsfaserna i den svenska ekonomin, alltså återhämtningsfas plus expansionsfas, i regel varar i 3,5–4 år. Nedgångarna i ekonomin håller vanligtvis i sig i 1–1,5 år. Av någon anledning definieras förloppet i den svenska konjunkturcykeln inte med någon större noggrannhet.

USA:s konjunkturcykel analyseras betydligt mer i detalj än den svenska och fastställs på månaden när. Enligt organisationen National Bureau of Economic Research (NBER) har nedgångarna i den amerikanska ekonomin sedan 1945 varat i medeltal under 11 månader.

På grund av eftersläpning i statistiken använder NBER dock inte den gängse definitionen av en recession, det vill säga två kvartal efter varandra med negativ BNP-tillväxt, när vändningspunkterna i konjunkturen ska tidsbestämmas. Organisationen bygger i stället sin analys och sitt ställningstagande på utvecklingen för ett antal indikatorer som redovisas månadsvis, bland annat sysselsättning, löneutveckling, privatkonsumtion och industriproduktion. Dessa indikatorer är viktiga i bedömningen.

Variationen i tid mellan de recessioner som USA genomlevt sedan andra världskrigets slut är relativt liten, från 6 månader som kortast (februari–juli 1980) upp till 18 månader som längst (januari 2008–juni 2009). Av och till under 2010 har marknaderna oroat sig för att USA kan vända ned i ett dubbeldopp i konjunkturen. Om vi med en sådan menar att en andra recession infaller inom två år från att den föregående avslutades kan man konstatera att dubbla svackor är mycket ovanliga. En enda sådan, i början av 1980-talet, kan återfinnas i statistiken sedan andra världskriget.

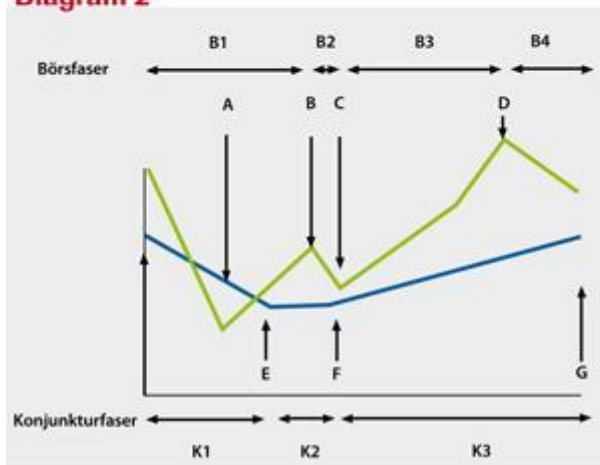
Längden på konjunkturuppgångarna (återhämtning plus expansion) varierar betydligt mer än nedgångarna. Den längsta cyk-liska uppgången varade från april 1991 till och med mars 2001, alltså i 120 månader, medan den kortaste (augusti 1980 till juli 1981) höll i sig under bara 11 månader. Genomsnittet är runt 4,5 år, det vill säga 54 månader.

Vi är nu mogna att knyta ihop konjunkturcykeln med börscykeln. På riktigt lång sikt, över fyra kompletta konjunkturcykler (omkring 20 år) ser det ut som i Diagram 1. Den svagt stigande svarta linjen anger BNP-trenden. Den blå linjen beskriver den kortsiktiga konjunkturcykeln, som omväxlande befinner sig under trenden (lågkonjunktur/recession) eller över (högkonjunktur/expansion). Den gröna linjen beskriver hur börsen vanligtvis uppträder i förhållande till trenden och cykeln. Diagram 2 är en förstoring och visar kurvorna under en konjunkturcykel, från topp till topp, och hur börsen vanligen beter sig genom denna. Observera att detta är en schematisk beskrivning, och verkligheten följer inte alltid regelboken.

Diagram 1



Diagram 2



Jag delar in konjunkturcykeln i fem delar (andra kan ha en avvikande indelning): topp-punkt (G), nedgångsfas (K 1), bottenpunkt (E), återhämtningsfas (K 2) och expansionsfas (K 3). De första försvagningarna i en uppsättning indikatorer uppträder månader runt toppen och antyder att ekonomin tappar kraft. Nedgången som följer präglas av avtagande ekonomisk aktivitet och benämns lågkonjunktur, eller recession. Ibland, som efter börskraschen 1987 och även i mitten av 1990-talet, blir nedgången mild och kan betecknas som en avmattning.

Nästa skede i cykeln är konjunkturbotten (E), och då är de ekonomiska indikatorerna som svagast (men det vet vi inte förrän 3–4 månader senare). Därefter följer en ganska lång period av återhämtning (1,5–2,5 år) och därefter expansionsfasen (1–2 år). Därmed kommer vi till det som är mest intressant för en aktieplacering: Hur beter sig börsen genom en konjunkturcykel?

Logiskt borde börserna utveckla sig enligt följande: Om konjunkturen är stark redovisar företagen goda vinster, och aktiekurserna stiger. När ekonomin går ned i recession följer vinsterna med nedåt, och aktiekurserna faller.

De två kurvorna borde alltså följas åt – men gör det inte! Att de har en förskjutning i förhållande till varandra beror på att placerarkollektivet agerar på förväntningar, mindre på det som faktiskt sker. Därför botten börserna vid A i diagrammet och vänder uppåt två till tre kvartal (avståndet A–E) innan konjunkturen botten och vänder. Börserna anses av detta skäl som en ledande indikator för konjunkturen, och därför ingår USA:s borsindex S&P 500 som en av tio delkomponenter i USA:s ledande indikatorer.

När konjunkturen nått sitt bottenläge (E) har börserna redan hunnit stiga 25–100 procent från sitt lågmärke. I den senaste konjunkturrelaterade nedgången träffade exempelvis Stockholmsbörsen sin absoluta botten i slutet av oktober 2008 (efter ett ras på över 60 procent från högstanoteringen sommaren 2007). Konjunkturen träffade sin botten 4–5 månader senare, i slutet av första kvartalet 2009, och då hade börserna alltså redan hunnit stiga med runt 20 procent.

Först under första kvartalet 2010 hade BNP svängt till en posi-tiv tillväxt, men när den redovisades hade börserna redan stigit med 75 procent. Vi har alltså ingen större nytta av BNP-statistiken, eftersom den släpar så långt efter.

Att börserna går före beror till viss del på att aktörerna ser bättre tider framför sig men framför allt för att räntorna blivit låga. Centralbankerna, med USA:s Federal Reserve i spetsen, sänker i dåliga tider successivt sina styrräntor i syfte att få i gång privatkonsumtion och företagsinvesteringar. I konjunkturedgången mars–november 2001 sänkte Fed styrräntan elva gånger. Därefter kom ytterligare två sänkningar (november 2002 och juni 2003), eftersom återhämtningen efter 2001 präglades av en tillväxt utan att några jobb skapades.

I denna cykel sänktes styrräntan från 6 till 1 procent. Börserna vände uppåt redan i oktober 2002 och låg som vanligt alltså ett par tre kvartal före ränte- och konjunkturkurvan. I faserna B 1 och B 2 (diagram 2) är börserna i huvudsak räntestyrda, i B 3 drivs aktiekurserna av förväntningar om företagets framtida vinster. Vid D krokmar den konjunkturdrivna börsuppgången, som i mars 2000, beroende på en kombination av förväntningar på hög inflation, uppdrivna räntor och hög värdering.

Att börserna temporärt, i ett läge där konjunkturen börjat återhämta sig, vänder ned vid punkt B och går ned i fas B 2 beror på att Federal Reserve antingen höjer sin styrränta eller deklarerar att den inom kort kommer att höjas. Då vänder börserna ned i en räntestyrd reky. Konjunkturen stärks dock, vinsterna i företagen likaså, och så småningom blir det uppenbart att aktierna har blivit billiga.

Efter något eller ett par kvartal, och efter att centralbanken genomfört sin tredje höjning, släpper placerarna sin räntefokus, köper aktier på förväntningar om fortsatt stark vinsttillväxt, god direktavkastning och låg värdering, och börserna drivs upp i fas B 3. Efter

den första negativa reaktionen (D–E) inser man att räntehöjningarna sker för att tillväxten är stark. Centralbanken fortsätter att skruva upp räntan, i räntehöjningscykeln 2004–2007 skedde sammanlagt 17 höjningar, från 1 till 5,25 procent. USA-börsen steg i denna expansionsfas med 45 procent och Stockholmbörsen med 105 procent.

I slutet av B 3-fasen, som vintern 1999/början 2000 och slutet av 2006/början 2007, infinner sig ibland den totala hysterin, och placerarna "köper allt som rör sig". När indexkurvan viker brant av uppåt, nästan som om den ramlar baklänges, ska vi dra öronen åt oss och sälja. Uppgången från hösten 2008 och fram till i dag har ännu inte visat en klassisk euforisk fas.

En stark tillväxt i ekonomin (K 3) driver i regel upp prisnivån i samhället. Att inflationen normalt sett ökar i en växande ekonomi är dock normalt och beror på att det efterhand uppstår brist på produktionsfaktorer. Kapital är en sådan resurs, där priset, alltså räntan, stiger i takt med att efterfrågan ökar. En annan är råvaror, som i allt högre grad efterfrågas när produktionen ökar.

En tredje faktor är arbetskraft, där en expansiv ekonomi leder till brist på personal i vissa sektorer, och lönerna höjs. Så även om företagets vinster fortsätter att växa ytterligare ett par kvartal knäcks konjunkturen av att priserna på några eller flera av produktionsfaktorerna har stigit för mycket. Inflationen tilltar och drar med sig marknadsräntorna uppåt. Aktiekurserna trycks då nedåt.

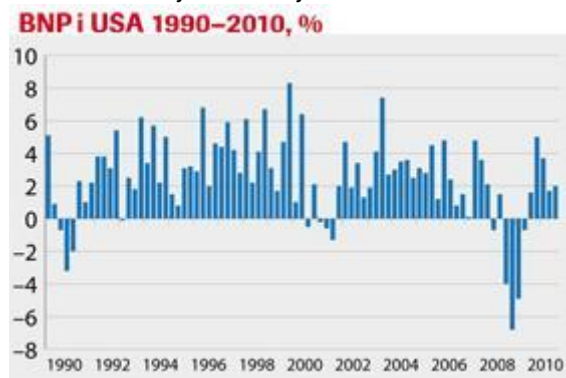
En förklaring till detta beteende är att marknaden inser att en stor del av den vinsttillväxt som bolagen visar beror på att priserna på produkterna höjts och inte på att försäljningen har ökat, eller på att företagen blivit mer kostnadseffektiva i sin tillverkning. Högre inflation leder vanligtvis också till högre räntor, vilket innebär att räntebärande alternativ blir mer intressanta för placerarna.

Det omvända sker när inflationen och räntorna sjunker i en lågkonjunktur. När räntorna blivit låga nog vänder aktiemarknaden, trots att konjunkturen kan förbli svag ytterligare en tid. Aktiebörser är extremt känsliga för förändringar i inflationsförväntningarna och därmed för ränteförändringar. Denna känslighet är speciellt påtaglig i "recessionsfasen" och i den efterföljande "återhämtningsfasen". Då styrs börsutvecklingen främst av ränteförändringar. Därefter driver förväntad vinsttillväxt på utvecklingen.

Varför reagerar aktiemarknader då så här på ränteförändringar? Om centralbanken höjer räntan beror det på att det går bra för ekonomin, och då går det rimligtvis också bra för bolagen. I en svag ekonomi sänker banken räntan, och de många sänkningarna till allt lägre räntenivåer syftar till att stimulera ekonomin genom att få hushåll och företag att låna mer pengar så att de kan öka sin konsumtion och sina investeringar. Efterfrågan på varor och tjänster ökar förhoppningsvis efter en räntesänkning, liksom produktionen, och för att möta detta måste företagen nyanställa.

Om sysselsättningen stärks ökar inkomsterna i samhället, konsumenterna får ett större förtroende för framtiden och därmed ökar deras vilja att konsumera. Att få i gång den här spiralen är tanken bakom en expansiv och tillväxtstimulerande penningpolitik.

Hur hushållen hanterar sina pengar – till konsumtion, sparande eller investeringar – är viktigt. Den svenska privatkonsumtionen svarar för omkring 48 procent av BNP. I USA är motsvarande andel hela 70 procent – nästan 20 procent av världens samlade BNP – och därför är statistiken över de amerikanska hushållens framtidstro, detaljhandelsförsäljning med mera mycket betydelsefull.



Som jämförelse kan nämnas att den svenska exporten utgör nära hälften av BNP, medan den för USA svarar för bara 12–13 procent. Svensk ekonomi är alltså starkt beroende av utvecklingen i omvärlden, medan hemmamarknaden är viktigast för USA.

Genom sin penningpolitik försöker alltså ett lands centralbank gasa eller bromsa ekonomin, dock med ögonen riktade mot inflationen. De flesta centralbanker följer inflationsutvecklingen noga, och vissa har klart definierade mål för inom vilka intervall den tillåts röra sig. Så ska i alla fall Sveriges Riksbank arbeta och agera.

Men under de fyra fem senaste åren förefaller den svenska centralbanken göra som Federal Reserve i USA, det vill säga göra en samlad bedömning av inflation, tillväxt, tillgångspriser (aktiekurser, bostadspriser med mera) och sätta räntan ”rätt”, med hänsyn tagen till allt detta.

Europeiska centralbanken (ECB), som beslutar om penningpolitiken för euroländerna, har ett liknande inflationsmål som den närmare än Sveriges Riksbank navigerar efter, men även här förekommer på senare år inkonsekvenser i besluten vad gäller inflationsmålet. Normalt sett tenderar inflationen att stiga i perioder med stark ekonomisk aktivitet; i tider med svag aktivitet sjunker den.

I Makroskolans två följande avsnitt ska de makroindikatorer som är viktigast för oss aktieplacera att känna till och kunna tolkas bli närmare förklarade. På följande Internetadresser finns matnyttig information:

- Statistiska centralbyrån: www.scb.se
- Konjunkturinstitutet: www.konj.se
- Sveriges Riksbank: www.riksbank.se

- Federal Reserve: www.federalreserve.org
- Bureau of Economic Analysis: www.bea.org
- National Bureau of Economic Analysis: www.nber.org
- Världsbanken: www.data.worldbank.org
- Internationella Valutafonden: www.imf.org

Mats Jonnerhag

Marknadsstrateg och kapitalförvaltare vid ACT Asset Management i Zürich, Schweiz. Mats har jobbat 30 år i finansbranschen som företags-, börs- och makroanalytiker. Han startade tidningen Börsinsikt 1982.

Del 1: Hitta rätt i konjunkturen

Del 3: Berg av statistik ger mest problem

Del 4: Rytmska rörelser styr börstrenderna

Del 3: Berg av statistik ger mest problem



Första avsnittet i denna skola handlade om makroekonomi i stort, särskilt om BNP. I det andra avsnittet granskade vi hur börserna samvarierar med konjunkturen. I de två sista delarna ska vi beskriva en del makroindikatorer, till exempel konsumentprisindex, privatkonsumtion och index över industriproduktionen.

Ständigt produceras och publiceras en mängd ekonomisk statistik, som utgör viktiga underlag för den ekonomiska politiken, för forskningen, företagen och för oss placerare. Siffror visar till exempel hur det går för landet, vilka delar i ekonomin som går bra och vilka som går sämre, hur priser och utrikeshandel utvecklas, om hushållen sparar eller lånar och vilken framtidstro konsumenter och företagare har.

Statistiken redovisas som indikatorer, index och andra tal och har en varierande efterläpning i förhållande till den verklighet de mäter. I Sverige räknas makrostatistik fram av institut och organisationer som Statistiska centralbyrån (SCB), Konjunkturinstitutet (KI), Riksbanken och av ett antal branschorganisationer. SCB är den största producenten, och

liksom även hos Riksbanken och KI kan vi genom Internet få tillgång till en mängd statistiska uppgifter utan kostnad.

Prognoser baserade på presenterad statistik och egna beräkningar gör exempelvis svenska storbanker som SEB och Handelsbanken liksom globala investmentbanker som Morgan Stanley och UBS och organisationer som IMF (Internationella Valutafonden) och OECD (Organisation for Economic Co-operation and Development).

Det produceras alltså en mängd statistik; bara SCB redovisar mer än 200 svenska statistikprodukter fördelade på fler än 20 olika ämnesområden. Därtill kan vi lägga allt det som kommer från andra håll, exempelvis USA, EU och Kina.

Den stora mängden makroinformation är ett av problemen för oss investerare, och man måste sälla i materialet. Hushållens konsumtion är en viktig variabel för ett lands ekonomiska utveckling, och vi ska därför titta närmare på ett par siffror som rör denna grupp. Vi ska också se på några indikatorer som beskriver utvecklingen på arbets- och bostadsmarknaderna.

I statistiken över BNP (nationalräkenskaperna), som mäter aktiviteten i ekonomin i stort, kan vi dels finna den absoluta volymen för den privata konsumtionen, dels hur den förändrats över det senaste kvartalet jämfört med föregående kvartal och jämfört med för ett år sedan.

BNP-rapporter i sig eller de ingående delarna får sällan någon effekt på finansmarknaderna, åtminstone inte den svenska, såvida talet inte avviker stort ifrån väntevärdet. Orsaken är att det mesta i innehållet redan är känt från andra, snabbare, indikatorer och för att statistiken släpar efter med någon månad eller mer. De flesta makroindikatorer beskriver en historisk utveckling.

Det produceras dock löpande även en del framåtblickande indikatorer, som ger en bild av vad som kan väntas i framtiden. Detta är så kallade ledande indikatorer, som har ett prognosvärde för utvecklingen på ett par kvartals sikt. De bygger i regel på intervjuer med människor och där frågorna är konstruerade så att de intervjuade personernas framtidstro kan avläsas och indexeras. Några mäter ekonomin i stort, andra mäter placerarnas investeringsvilja, medan ytterligare några stämmer av tendenserna i olika sektorer av näringslivet, till exempel hos inköpschefer i tillverkningsindustrin eller hos hushållen.

Svenska Konjunkturinstitutet genomför månadsvis tendensundersökningar som baseras på intervjuer med representanter för både hushållen och företagen. Resultatet av de två undersökningarna ställs dels samman som två barometrar som speglar framtidsförväntningarna hos respektive grupp, dels dessa båda sammanvägda till en barometerindikator.

Dessa tal, och framför allt trenden i dem, ger oss information om vad som kan väntas framöver för ekonomin. Marknaderna är dock egentligen kallsinniga till vad som redovisas, för jag har aldrig noterat någon reaktion på börsen när KI släpper dessa siffror.

Den privata konsumtionen svarar för drygt hälften av Sveriges BNP och för omkring 70 procent av USA:s. Motsvarande för Kina är runt 35 procent. Konsumenternas förtroende för sin egen situation, nuvarande och i framtiden, och för ekonomin i stort påverkar konsumtionen. Om hushållen tror på bättre tider vågar de satsa på en ny bil, ett nytt kylskåp eller renovering av sommarstugan. Ser de, däremot, dåliga tider framför sig drar de in på konsumtionen.

Index för konsumenternas förväntningar (CCI) betraktas därför som en ledande indikator för den kommande privatkonsumtionen, och finansmarknaderna kan därför reagera kraftigt om det redovisade talet avviker från det förväntade. Detta gäller framför allt förtroendeindex från USA, navet i den globala konsumtionen.

De enskilda makrofaktorer som påverkar hushållens framtidstro mest är inflation och arbetslöshet, men också börsutvecklingen har ett tydligt samband med förtroendeindexet. Det som skrivs i tidningar och sägs i TV påverkar konsumenternas attityd om framtiden, och dras en stigande arbetslöshet upp i huvudrubriker och att det blir allt svårare att hitta jobb slår det igenom i förväntningarna – och i slutändan på konsumtionen.

I USA publiceras tre olika indexserier för konsumenternas förtroende. Den första preliminära uppgiften offentliggörs andra fredagen i månaden och baseras på ungefär halva intervjuunderlaget om totalt 500 hushåll. Resterande resultat presenteras i det definitiva talet sista fredagen i aktuell månad.

Ibland, när osäkerheten om konsumenternas beteende och konjunkturriktningen är stor, kan redovisningen av Michiganindex ge ganska stora marknadsrörelser. Konsumentförtroendets moderindex, och det som marknadsaktörerna framför allt fokuserar på, är dock Consumer Confidence Index (CCI) som beräknas av The Conference Board i USA. Samma organisation ligger bakom beräkningen av den ledande indikatorn, en framåtblickande indikator för USA:s ekonomi som helhet.

CCI har redovisats sedan 1967, baseras på ett representativt urval av 5 000 amerikanska hushåll och anses vara den viktigaste indikatorn för konsumenternas förtroende. Data samlas in under månadens 18 första dagar, och resultatet publiceras sista torsdagen i varje månad.

Marknaderna kan reagera starkt på en förändring i CCI från en månad till en annan. Det borde de dock inte göra, eftersom enskilda händelser, till exempel en orkan över Florida eller ett tillfälligt utstickande sysselsättningstal, kan påverka humöret just vid intervjutillfället.

Därför ska vi här, liksom för all statistik som redovisas på månadsbasis eller för kortare tidsintervall, söka efter en trend. Detta gör vi bäst genom att titta på utvecklingen över några månader. Jag är dock väl medveten om att marknaderna kortsiktigt inte styrs av ett rationellt beteende utan kan reagera kraftigt på ett oväntat svagt eller starkt enskilt statistiktal.

De institut som redovisar makrodata gör dock inte själva dessa trendutjämnande beräkningar utan redovisar siffrorna bara rakt upp och ned. Den som vill veta mer måste därför ta reda på detta själv, kanske enklast genom att i Excel räkna fram och rita diagram med ett tre månaders glidande medeltal. Då tydliggörs trenden, och tillfälliga störningar elimineras.

Diagram 1 visar utvecklingen för konsumentförtroendeindex (CCI, högerskala, röd linje) och detaljhandelsförsäljningen i årstakt (staplar, vänster skala) för USA 2000–2010. Denna period i USA:s ekonomiska historia omfattar två recessioner, dels den ganska korta och milda april–november 2001 (8 månader), dels den långa och extremt djupa januari 2008–juni 2009 (18 månader).

Diagram 1

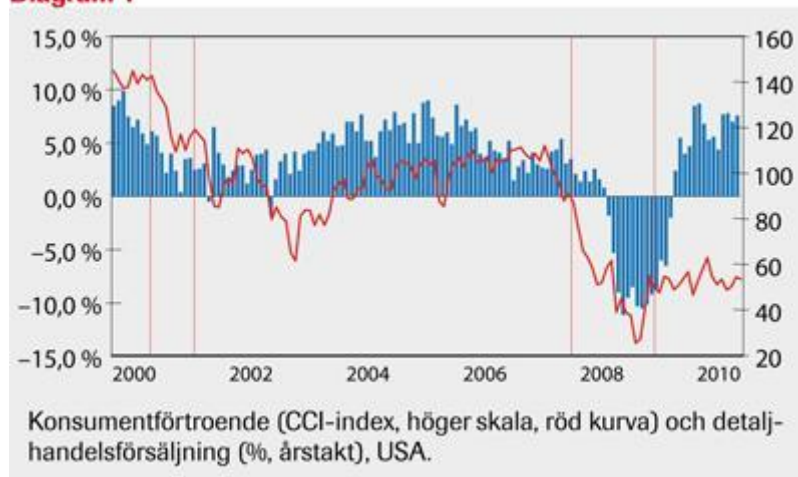


Diagram 2 visar sysselsättningstillväxten i USA. Vad vi tydligt ser när kurvan och staplarna i diagram 1 jämförs är att CCI ligger några kvartal före försäljningsutvecklingen i detaljhandeln. Vi kan också konstatera att, trots att USA-ekonomin vuxit kraftigt från slutet av 2009 och under 2010 och börsen stigit – vilket också påverkar – konsumenternas förtroende fortfarande är svagt. Förtroendet har visserligen stigit rejält från bottennoteringen i början av 2009, när recessionen inleddes, men är fortfarande långt under det tjugoföråriga genomsnittet på drygt 90.

Diagram 2



Varför har då förtroendet inte stärkts mer än så? Svaret är den fortsatt svaga bostadsmarknaden med sjunkande priser, hög arbetslöshet och matt sysselsättningsutveckling.

Statistiken från USA:s arbetsmarknad är en makroekonomisk tungviktare, och publiceringen av värdena kan ge kraftiga marknadsrörelser, därför att utvecklingen kan påverka konsumtionsmönster och driva på den underliggande inflationen – som i sin tur höjer räntenivåer och därmed påverkar börs- och valutatrender i flera månader.

Den svenska statistiken på detta område kan vi i ett börsperspektiv helt lämna därhän, eftersom publiceringarna får bara ytterst marginella effekter. Detsamma kan vi göra med arbetsmarknadsstatistik från euroområdet och Japan. Däremot kan de från tillväxtmotorn Kina påverka ordentligt.

Att statistiken från arbetsmarknaden, det vill säga sysselsättning och arbetslöshet, är viktig att följa beror dels på att den i regel är en spegelbild av konjunkturen, dels för att den påverkar den för ekonomin viktiga privatkonsumtionen. Fler jobb ger mer inkomster, som i sin tur ger ökad konsumtion. Huvudregeln är att arbetslösheten sjunker och sysselsättningen ökar i perioder med god tillväxt och tvärtom i dåliga tider.

Men det finns naturligtvis undantag. Efter recessionen 2001 visade USA stark tillväxt, framför allt från 2003 och framåt, men samtidigt utvecklades sysselsättningen svagt. Det kom att dröja nästan tre år innan jobbtillväxten kom i gång på allvar, med fler än 150 000–160 000 nya jobb per månad, som landet behöver för att hålla jämna steg med befolkningstillväxten. Ett liknande mönster framträder för övrigt för 2010, där bara 75 000 jobb per månad tillkom, trots en tillväxt på 2,9 procent – den högsta över ett kalenderår sedan 2005.

Så har det historiskt i liknande lägen inte sett ut, men om dessa avvikande förhållanden beror på att företagen i allt större omfattning flyttar tillverknings till lågprisländer, på höjd produktivitet (mer produktion med samma arbetsinsats) eller på andra strukturella faktorer är osäkert. Men troligen gör en kombination av allt detta att det tar längre tid innan företagen behöver nyanställa i någon större omfattning.

Av och till under 2002–2004, och även 2010, har marknaderna oroats av den svaga sysselsättningsutvecklingen och ifrågasatt styrkan och uthålligheten i den återhämtning som skedde efter recessionerna 2001 och 2008/2009. Osäkerhet är det värsta marknaderna (aktier, räntor, valutor med flera) vet, och kursutvecklingen på dessa blev också ryckig och under långa perioder negativ.

Exempel: I början av mars 2004 visade det sig att under rapportmånaden februari (redovisning första fredagen i efterföljande månad), tvärtemot förväntningarna, hade tillkommit bara 21 000 nya jobb, medan förväntningarna låg på en 5 gånger högre ökningstakt. Räntorna föll, liksom dollarn, och USA-börserna, liksom flertalet andra börser, vände nedåt.

Denna negativa utveckling pågick under hela mars. I början av april var det dags för marsnoteringen, och när Arbetsmarknadsdepartementet angav att 308 000 nya jobb hade skapats sköt räntorna i höjden för att tillväxten nu verkligen hade satt fart, och dollarn stärktes.

Men börserna föll vidare, ty nu började aktörerna oroa sig för att tillväxten var alltför stark och för att centralbanken (Federal Reserve, "Fed") skulle höja räntan för första gången efter en lång serie sänkningar. Den andra borsfasen i konjunkturcykeln var därmed bekräftad.

Nästa notering, för april, var inte heller så pjåkig. Den visade fler än 200 000 nya jobb, och marknaderna började nu bli riktigt oroliga för att Fed skulle strama åt penningpolitiken lika aggressivt som den gjorde 1994, då styrräntan på bara ett år höjdes från 3 till 6 procent. Denna insikt tyckte börserna inte om utan fortsatte nedåt.

Men under sommaren redovisades ett par riktigt svaga sysselsättningstal. Återigen ifrågasattes styrkan i konjunkturuppgången eftersom en del annan statistik, bland annat detaljhandelsförsäljningen, indikerade en markant avmattning. Aktiekurser och räntor fortsatte nedåt.

Tillväxten i sysselsättningen under augusti hade dock varit skaplig, och även talen för de föregående månaderna hade reviderats upp till hyggliga nivåer. I slutet av sommaren 2004 verkade USA-ekonomin därför vara på banan igen, och börserna vände uppåt med kraft. Den uppgång som hade inletts skulle visa sig bestå fram till juli 2007 för den svenska och till oktober för USA-börserna.

Under sommaren 2007 dök ordet "dåliga bostadslån" ("subprime") upp på börsskärmarna för första gången. USA:s bostadspriser vände nedåt, och den finanskris som skulle kasta USA och världen in i den djupaste recessionen sedan 1930-talet var född.

Vad säger då oss detta? Jo, ena stunden tolkas en stark makronotering positivt, och börserna stiger. Nästa gång reagerar dessa negativt på en precis lika stark uppgift. Här har vi emellertid pudelns kärna och det jag poängterat flera gånger: Reaktionerna på finansmarknaderna beror dels på om utfallet avviker ifrån vad som väntades, dels på var i konjunkturcykeln ekonomin befinner sig.

Mats Jonnerhag

Marknadsstrateg och kapitalförvaltare vid ACT Asset Management i Zürich, Schweiz. Mats har jobbat 30 år i finansbranschen som företags-, börs- och makroanalytiker. Han startade tidningen Börsinsikt 1982.

Del 1: Hitta rätt i konjunkturen

Del 2: Aktiebörserna visar vägen

Del 4: Rytmska rörelser styr börstrenderna

Del 4: Rytmska rörelser styr börstrenderna

På vår väg i denna makroskola har vi stött på cykler av olika slag. Cykler är i tid någorlunda regelbundet återkommande rörelser, som i den ekonomiska världen kan framträda som prisförändringar på olika marknader. Cykler kan uppträda på alla marknader på vilka föremålen för handel är utsatta för fri konkurrens.

Världen är full av cykler. Kvinnor har en definierbar regelbunden månadscykel och lämlarna i Norrland en annan, när de i stora skaror med några års mellanrum ger sig i väg på sina vandringar. Ekonomier som Sveriges har en tredje. Vi kan hitta cykler överallt; svårigheten ligger i att se och tidsbestämma dem. Kan vi någorlunda finna rytmen och identifiera var vi befinner oss har vi som aktieplacerares kommit långt.

För den som åker båt i Stockholms skärgård, med runt 24 000 öar, kobbar och skär, är ett sjökort en absolut nödvändighet. Vet du inte hela tiden var på sjökortet, och därmed i verkligheten, du befinner dig kan du inte ta dig dit du vill.

För att nå framgång på aktiemarknaden måste du likaledes veta var på kartan du är, alltså i det här fallet i vilken fas av cykeln som ekonomi, börs, räntor med mera befinner sig. Det är pudelns kärna.

Cyklernas moder är konjunkturcykeln, som på olika sätt styrs och påverkas av andra cykler i ekonomin. Den påverkar i sin tur rytmen, trenden och rörelserna på aktiebörsen – det vi främst är intresserade av.

I Makroskolan har vi granskat ett antal konjunkturvariabler och makrodata och hur de vanligtvis utvecklas genom den underliggande konjunkturcykeln. I detta rörelsemönster har aktiebörsen placerats in, hur den rör sig i förhållande till konjunkturen och varför. Vad vi inte resonerat om är hur och varför konjunkturcykler egentligen uppstår, frågor som genom ett par århundraden varit och fortfarande är föremål för många teorier.

På engelska motsvaras ordet konjunkturcykel av ”business cycle” – ”affärscykel” rakt översatt. Beteckningen handlar om förändringar över tiden i affärsaktiviteten för företag, en region, en nation eller globalt. Vidare säger ordet att dessa förändringar går i vågor. Följande praktiska exempel kan tjäna som illustration till förloppet:

Priset på griskött har börjat stiga. Bönderna ser att de kan få bra betalt för denna produkt, och de som redan föder upp grisar ökar sin produktion – samtidigt som den lönsamma prisutvecklingen lockar in nya producenter på marknaden. Efter 18 månader, för ungefär så lång är uppfödningssyckeln, har de första lönsamma små kultingarna blivit stora, slaktmogna grisar. Köttet strömmar ut på marknaden, och den enskilde bonden, som initialt var snabb med att öka eller ställa om sin produktion, får till att börja med bra betalt.

Utbudet av griskött ökar emellertid snabbt, och snart överstiger det efterfrågan. Resultatet blir att priserna för griskött faller, och snart kostar det bonden mer att föda upp grisar än vad han får betalt för dem. Han stryker då sin produktion och styr över den till andra produkter, kanske nötkött.

18 månader senare börjar det åter bli brist på griskött, priset stiger igen, och de som hållit fast vid sin produktion uppvisar en avundsvärt god lönsamhet. Då tar produktionen ny fart, och på detta sätt upprepas cykeln gång på gång. Det ska dock påpekas att exemplet förutsätter att de naturliga marknadskrafterna inte sätts ur spel genom statliga jordbruksstöd, EU-bidrag eller liknande.

Processen är likadan för andra produkter, men omloppstiden, eller cykeln, kan variera. Cykeln inom sjötransporter, exempelvis, är betydligt längre än exemplet med griskött, upp till 10–12 år.

Konjunkturcykeln är det sammanlagda resultatet av många underliggande cykler för allt ifrån grisar och smör till fraktfartyg och kontorslokaler. Teorier kring konjunkturcykelförloppet har genom åren varit många, och de första cykelteorierna tog sin utgångspunkt från förändringar i väder och astrologi. Sådana "naturliga" fenomen ansågs påverka skördar, människors humör med mera, och detta i sin tur skapade de fluktuationer som kan observeras för till exempel priser på jordbruksprodukter eller stål.

Den som brukar anges som "upptäckare" av konjunkturcykeln är den franske statistikern Clement Juglar (1819–1905). Han identifierade och skrev 1862 att sådana fluktuationer framträder i alla ekonomiska system och att det tar i genomsnitt 7–11 år för ett land att gå från välstånd till depression och tillbaka till välstånd igen.

Hans gamla teori sammanfaller väl med hur det ser ut i dag. För svensk ekonomi finns en "0–5-årsregel", där siffrorna anger slutsiffran i de år då konjunkturen i regel når sin topp (1990, 1995, 2000 och så vidare). Tumregeln har en ganska god träffsäkerhet och ger oss något att hålla oss till när det gäller framtidsbedömningar om aktiebörsen.

Efter Juglar följde andra ekonomer och statistiker som definierade andra cykler. En ordentligt långsiktig cykelsyn hade den ryske ekonomen Nikolaj Kondratjev (1892–1930). Han menade att det finns en 48–60-årig cykel som omfattar ett antal Juglarcykler.

Moderna teorier om konjunkturcykeln utgår ifrån att den består av två "delar" och att det är en kombination av dessa som i slutändan gör att cykelförloppet blir som det blir. BNP, industriproduktion och andra makroindikatorer är trögrörliga till sin natur, vilket innebär att ett land inte svänger från högkonjunktur till recession på ett enda kvartal. Konjunkturförloppet är, sett till denna egenskap, förutsägbart.

Den andra komponenten består av slumpmässiga yttre element, och påverkan från dem gör att konjunkturprognoser då och då slår fel. Den kraftiga prisstegringen för råolja, som i kölvattnet av revolterna och oroligheterna i Nordafrika och Mellanöstern har skett i år, är en sådan yttre störning som kan förändra det normala cykelförloppet och minska

förutsägbarheten. Snabba och starka valutakursförändringar är en annan störning som kan rucka på mönstret.

Det viktigaste i statistiken för att bedöma konjunkturen är tillväxten i BNP över kvartalet och i årstakt, förändringar i privatkonsumtion och industriproduktion och hur företagens investeringar utvecklas. Per definition innebär recession (lågkonjunktur) att BNP minskar under två kvartal i följd. Eftersom statistiken har lång eftersläpning är den dock inte till stor hjälp för oss som vill ha snabbare information om konjunktursituationen. BNP-statistiken kan därför mer ses som en bekräftelse på vad andra siffror tidigare har indikerat.

Då är industriproduktionsindex ett bättre mått på tillväxten i ekonomin, eftersom redovisning sker per månad. Indexet visar dels hur hela nationens industriproduktion utvecklas, dels hur produktionen går i olika branscher. Det svenska indexet beräknas av SCB och har för närvarande 2005 som basår, där indexet sattes till 100.

Industriproduktionsindex används exempelvis som underlag för BNP-beräkningar, branschstudier, marknadsanalyser och konjunkturprognoser. Branscherna har olika vikter i index beroende på deras betydelse i den totala industriproduktionen.

Huvudgrupperna i det svenska indexet är industrier för insatsvaror, investeringsvaror, icke varaktiga konsumtionsvaror, varaktiga konsumtionsvaror samt energirelaterade varor. Den största delgruppen i indexet är insatsvaruindustrin, i vilken bland andra stål-, metall- och skogsindustrierna ingår.

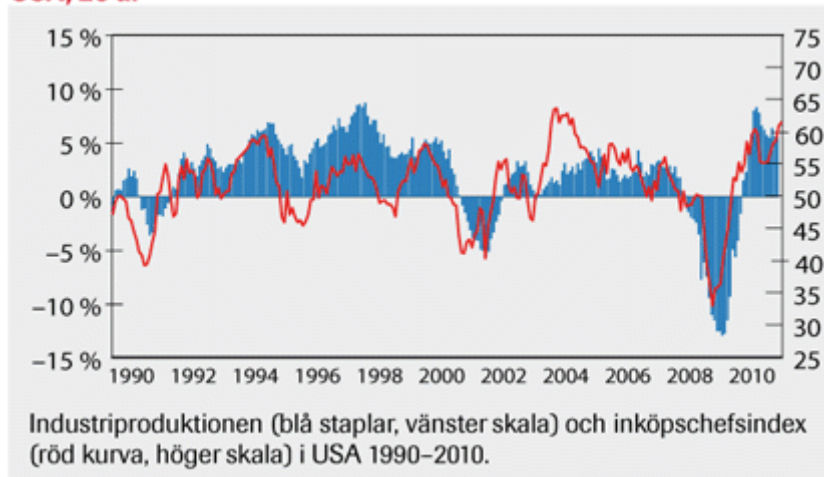
Översatt till börsindex betyder det att sektorerna (enligt Aktiespararens indelning) Industrivaror och -tjänster respektive Basindustri är störst. Index över industriproduktionen redovisas varje månad.

Statistiken är en tidig indikator för konjunkturutvecklingen, men eftersom den beskriver bara tillverkningsindustrin måste man vara försiktig. Vanligtvis kan vi använda industriproduktionen som en indikator för konjunkturen och använder då tillväxten i årstakt (alltså jämfört med samma månad i fjol).

Det man bör observera när den fullständiga statistiken över ingående branscher i industriproduktionsindexet finns tillgänglig är om uppgången (eller nedgången) är bred, det vill säga att den inte är koncentrerad till någon enstaka sektor. Framför allt ska man inte fästa något större avseende på en enstaka avvikande månadsnotering. Se i stället till trendriktningen, och var observant på om en trendförändring består över ett par tre månader.

USA-konjunkturen ligger omkring två kvartal före den europeiska och svenska. När tillväxten i USA:s industriproduktion faller mot noll signalerar det att USA befinner sig i tillbakagång eller är på väg att göra det. Sedan tar det inte så många månader förrän Tyskland, Europas tyngsta industrination, och Sverige gör detsamma.

USA, 20 år



En indikator som är starkt relaterad till industriproduktionen är kapacitetsutnyttjandet. Det faktiska kapacitetsutnyttjandet anger på vilken nivå, i förhållande till den som vid normala driftförhållanden är tekniskt möjlig, industrin kan köra sin produktion. Indikatorn avser tillverkningsindustrin och inte exempelvis tjänstesektorn. Kapacitetsutnyttjandet ökar i en växande ekonomi och sjunker i en recession.

Det svenska varierar vanligtvis mellan 80 och 90; i den djupa recessionen 2008 föll det till 76. USA:s rör sig oftast mellan 73 och 88, med ett lägsta värde 2008 på 68 procent. Ett kapacitetsutnyttjande på över 85 procent anses innebära att industrin är nära sitt kapacitetstak, och om denna gräns överskrids innebär det en möjlig inflationsrisk.

Å andra sidan signalerar ett högt kapacitetsutnyttjande också ett ökande behov av nyinvesteringar i anläggningar och maskiner. I regel tolkas ett stigande kapacitetsutnyttjande positivt, eftersom det visar att aktiviteten i ekonomin ökar.

Djupt in i konjunkturuppgången kan dock ett starkt tal få negativa marknadsreaktioner, framför allt på räntemarknaden, vilket beror på att oron för en stegrande inflation och därmed höjda räntor ökar. Centralbankschefer och ekonomer talar om ett högt resursutnyttjande, vilket skapar, när det sker i en växande ekonomi, oro för att centralbanken ska höja räntan för att dämpa trycket på löner och priser.

För svensk del redovisas kapacitetsutnyttjandet, i likhet med BNP-statistiken, per kvartal, vilket gör statistiken eftersläpande och av liten prognosbetydelse för oss aktieplacerares. I USA sker redovisningen månadsvis.

Inköpschefsindex beräknas för ett antal länder, dels för tillverkningsindustrin, dels även för tjänstesektorn i USA och EMU. Indexet är en av de mest tillförlitliga framåtblickande indikatorerna som finns att tillgå och är en ledande indikator för den sektor som den mäter och även för ekonomin i stort.

Indexet, som publiceras första vardagen i varje ny månad, bygger på intervjuer med ett stort antal inköpschefer. I Sverige, där index av någon anledning numera kallas PMI (Purchasing Managers Index), genomför Swedbank undersökningen i samarbete med SILF, Sveriges

Inköps- och Logistikförbund. I USA går indexet under beteckningen ISM-index (Institute for Supply Management) och har historik sedan 1931. Det svenska började räknas fram i mitten av 1990-talet.

Inköpschefer har en nyckelroll i företagen och måste vara väl insatta i vad som händer på marknaderna och i hur orderingången ser ut för de närmaste månaderna. De ska ju styra flödet av råvaror, insatsvaror med mera så att produktionen fungerar optimalt. Genom intervjuer med personer i denna yrkesgrupp blir därför inköpschefsindex och dess delindex en bra och tidig indikator för konjunkturutvecklingen.

Inköpschefsindex korrelerar med BNP och har därför också ett prognosvärde för bedömning av tillväxten i ekonomin på omkring ett halvårs sikt. En annan styrka är att delindexen orderingång och orderböcker ger tidiga indikationer om den kommande produktionen.

Inköpschefsindexen beräknas i procent och kan åtminstone teoretiskt röra sig mellan 0 och 100. I praktiken pendlar de dock runt nyckelnivån 50, med nedgångar mot 40 när framtidstroendet är som lägst och uppemot 65–70 procent när det är som högst.

Indexvärde över 50 indikerar att industrin, liksom ekonomin som helhet, växer och under 50 att den krymper. Ett indexvärde på över 44 men under 50 ska tolkas som att industrin befinner sig i nedgång men att ekonomin i stort fortfarande växer. Index under 44 signalerar att både industrin och ekonomin befinner sig i avmattning. En trendvändning kan vara på väg om huvudindex stiger eller sjunker tre månader i följd.

Marknaderna är känsliga för förändringar, och avvikelser i USA:s inköpschefsindex, och publiceringen av ISM-index i början av en ny månad, emotses alltid med stor spänning. Talet påverkar inte bara aktiemarknaderna utan även ränte- och valutamarknaderna. Ett överraskande starkt tal höjer kortsiktigt både räntor och dollarkurs, medan ett svagt vanligtvis får motsatt effekt. Inköpschefsindex är en indikator vi noga ska följa, dels för att den kan ge en tidig indikation på hur ekonomin utvecklas på ett halvårs sikt, dels hur det går för tillverkningsindustrin.

Därmed är Makroskolan slut. Jag hoppas att ni får nytta av den framöver. Lycka till!

Mats Jonnerhag

Marknadsstrateg och kapitalförvaltare vid ACT Asset Management i Zürich, Schweiz. Mats har jobbat 30 år i finansbranschen som företags-, börs- och makroanalytiker. Han startade tidningen Börsinsikt 1982.

Del 2: Aktiebörsen visar vägen

Del 3: Berg av statistik ger mest problem

Del 4: Rytmiska rörelser styr börstrenderna