



Tema: Global fragmentering Kritisk brytpunkt med stora konsekvenser

Varningsklockorna ringer för att världen står inför en kritisk brytpunkt. Ekonomer och flera internationella organisationer, så som IMF och Världsbanken, ser nu ett oroande mönster i att världen tar tydliga steg mot en geoeconomisk, geofinansiell och geoteknologisk fragmentering. Det innebär att världen håller på att delas upp i ett antal större rivaliserande block där länder som ingår i blocken i praktiken enbart vill ha ekonomiska, finansiella och teknologiska relationer med varandra.

Ekonomisk politik används idag i allt större utsträckning till att bygga upp ett "nationellt försvar". Dels genom ökad självförsörjningsgrad (s k strategisk autonomi), dels minskat beroende av rivaler samt att förhindra framväxten av nya ekonomiska och militära supermakter.

Frågan som ställs i företags styrelserum och i ekonomisk-politiska kretsar är: hur stor är risken för en permanent fragmentering, d v s att världen delas upp i olika ekonomiska, finansiella och teknologiska handelsblock? Att intresset för frågan är enormt och växande bekräftas av huvudtemat för årets Davosmöte som ägde rum den 16-20 januari – "Cooperation in a Fragmented World" – och det faktum att antalet gånger frågan omnämns i företags delårsrapporter har tiofaldigats på bara två år enligt IMF.

Systemkrisernas roll i fragmenteringen

Världen är nu i ett extremt komplicerat och osäkert läge som påverkas av ett antal mycket allvarliga kriser. Pandemin, kriget i Ukraina och klimatet är tre delvis sammanflätade systemkriser som har blivit katalysatorer för stora omvärldsförändringar och som på historiskt kort tid startat processer hos olika beslutsfattare. Processer som syftar till att både utvärdera och ompröva ekonomiska, finansiella – och säkerhetspolitiska – relationer samt önskade och oönskade beroendeförhållanden.

Därutöver omgärdas dessa systemkriser av andra pågående strukturella trender som t ex en tydlig demografisk motvind med åldrande befolkningar, pandemirelaterade obalanser samt snabba positiva framsteg inom den fjärde industriella revolutionen. Klimat- och energikriserna och kriget i Ukraina har samtidigt ökat behovet av en accelererande energiomställning.

En del av den pågående fragmenteringen har ekonomisk och finansiell logik och bör därför välkomnas. Systemkriserna har blottat oönskade svagheter och sårbarheter i företags globala värdekedjor som behöver åtgärdas. Spänningarna kring global handel, teknologi och säkerhet har dock ökat de senaste åren; bl a har handels- och teknologikonflikterna mellan USA, EU och Kina stått i strålkastarljuset. Det finns således motiv för att bygga ett säkrare, stabilare och grönare ekonomiskt och finansiellt system men på ett sätt som samtidigt inte gör att uppnådda vinster från en integrerad och globaliserad värld går förlorade.

Tektoniska skiften på den globala spelplanen påverkar världsekonomin

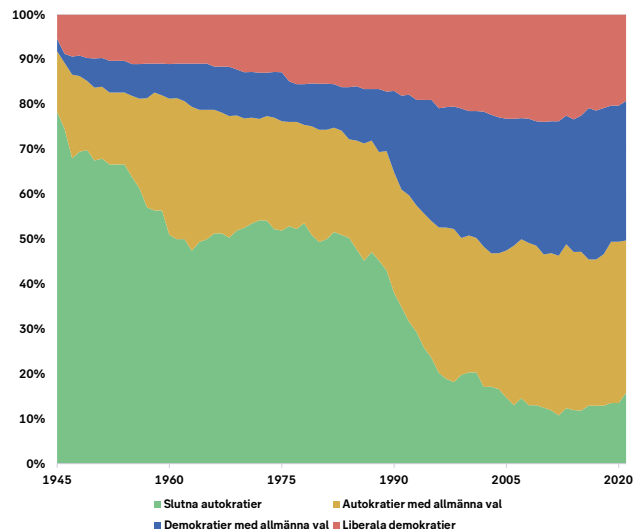
Geopolitiska förändringar samspelar med ekonomiska utmaningar och teknologiska skiften på ett mycket kraftfullt sätt. De långsiktiga riskerna med, och potentiella kostnaderna för, en ökad fragmentering är flera – sämre lönsamhet och resursutnyttjande, uppskjutna och överlag lägre investeringar, en minskad innovationskraft och kunskapsspridning, lägre produktivitet och minskad sysselsättning. Ekonomiska modeller har dessvärre svårt att i dagsläget kvantifiera effekterna av detta.

IMF:s beräkningar av prislappen för den geoeconomiska fragmenteringen varierar stort beroende på olika antaganden om utvecklingen framöver. IMF flaggar för att kostnaden kan bli så hög som 7 procent av global BNP, vilket motsvarar 7 000 miljarder dollar. Det finns dock beräkningar som påvisar en betydligt högre kostnad för fragmenteringen.

Därtill förstärker den geoeconomiska fragmenteringen inhemska oligopolstrukturer när global konkurrens och teknologiöverföring begränsas och regionaliseringen vinner terräng. Denna fragmentering kan förhindra produktion, investeringar och innovation som behövs för att ersätta exempelvis koldioxidintensiva processer med klimatvänliga dito. Målet om en koldioxidneutral planet försvåras utan snabba och globalt tillgängliga tekniska lösningar vilka i sin tur är beroende av kunskapsutbyte, råvaror och människor som behövs för skyndsamt elektrifiering av våra samhällen.

Sammantaget kan detta – i ett längre perspektiv – leda till högre kostnader för företagen och högre inflation och därmed högre räntor för bland annat hushållen. I det korta perspektivet väntas den globala inflationen falla i takt med att pandemirelaterade obalanser mellan efterfrågan och utbud minskar och att utbudsstörningarna avtar. Den strukturella inflations- och ränteeffekten från fragmenteringen riskerar dock att ge både uthålligt högre global inflation och samtidigt högre räntor på grund av dels en högre inflationsriskpremie, dels högre efterfrågan på kapital på en finansmarknad som riskerar att också bli fragmenterad.

Demokratis framtid



Källa: ourworldindata.org/democracy

Företag måste ta höjd för ökade geo- och inrikespolitiska risker i sina affärsmodeller. Det finns tecken på ökat antal autokratier (envälden utan allmänna val) och det nya säkerhetspolitiska läget kan förstärka utvecklingen.

Geofinansiell fragmentering

Den snabba och kraftfulla ekonomiska globaliseringen de senaste årtiondena har även medverkat till en parallell globalisering och integration av nationella finans- och kreditmarknader. Ökad global varuhandel, växande intresse för direktinvesteringar och allt större globala sparbalanser har ökat behovet av gränsöverskridande kapitalströmmar, riskreduceringsmöjligheter och överstatliga institutioner som verkar för ett välfungerande internationellt monetärt system som delvis styrts av t ex IMF och Bank for International Settlements BIS i Basel. Kritiken har dock vuxit från tillväxtekonomier för att man varit underrepresenterade i det internationella monetära systemet.

Omvärldens finansiella isolering av Ryssland, inklusive frysningen av ryska centralbankens valutaserv, har skapat befogad oro bland t ex tillväxtekonomiers och råvaruproducerande länders centralbanker och deras statligt kontrollerade pensionsfonder. Världens största valutaserv och fonder finns i länder vars politiska och värdegrundade system ses i ett annat ljus i det nya säkerhetspolitiska landskapet. De globala valutaserverna på ca 13 000 miljarder är 55-60 procent placerade i dollar och ca 20 procent i euro; bara 2,5 procent har investerats i kinesiska yuan.

”

Säkerhetspolitiska sårbarheter ska blottläggas och finansiella och teknologiska beroendeförhållanden kartläggas.”

Såväl handels- som kapitalströmmar kan komma att ändra riktning på grund av både risken att få tillgångar frysta eller kunders och myndigheters krav på att avstå från att investera pengar i – eller handla med – länder vilka inte delar t ex samma värderingar kring mänskliga rättigheter, rättsstatens och internationella samfundets principer eller som gör otillräckligt för att lösa klimatkrisen. Detta innebär förändringar i det internationella monetära systemets struktur och stabilitet.

En ökad koncentration av finansiella risker, när möjligheten till riskspridning reduceras i takt med fragmenteringen, kan öka även den makroekonomiska volatiliteten och öka risken för ekonomiska och finansiella kriser. Mindre internationellt samarbete kring finansiell stabilitet bidrar också till högre riskpremier och pressade tillgångspriser.

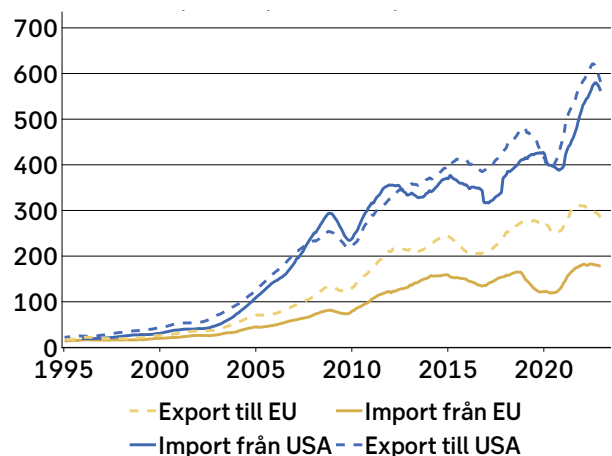
Globalisering kontra deglobalisering

Att uppnå en stabil, förutsägbar och hållbar intjäning behöver nu ingå som viktiga parametrar i ekonomiskt beslutsfattande. Frågan är hur detta kan uppnås utan att äventyra de fortsatt positiva resultat som en globaliserad och integrerad värld ger. Ökad geoeconomisk fragmentering har potentialen att addera till de utbudschocker som pandemin och kriget medverkat till.

Säkerhetspolitiska sårbarheter ska blottläggas och finansiella och teknologiska beroendeförhållanden kartläggas. När geostrategiska och geopolitiska aspekter blir en del av det ekonomisk-politiska beslutsunderlaget ökar risken påtagligt för mindre effektiv produktion, sämre resursallokering och stigande kostnader.

Kinas tydligt uttryckta målsättning – som delas av bland annat Indien och Ryssland – är att minska västs i allmänhet och USA:s i synnerhet roll och inflytande över den globala ekonomiska, finansiella och säkerhetspolitiska agendan. Kinas president Xi upprepade på nyåret att Peking och Moskva bör fördjupa samordning och samarbete kring internationella frågor. Han påtalade även den ideologiska samhörigheten mellan Kina och Ryssland och missnöjet med USA:s ledarskap över väst. Populismens framväxt i USA och Europa har också bidragit till utvecklingen.

Kinas handel med USA och EU



Källa: China General Administration of Customs (GAC), Macrobond, SEB

Kinas roll i världshandeln är betydande, inte minst för USA. Ökade steg mot fragmentering, och minskad handel, kan få stora konsekvenser för tillväxt och kostnader.

Sex centrifugalkrafter

Det går att skissa på den nya världen med åtskilda geografiska handelsblock vilka byggs upp runt sex "centrifugalkrafter". Den första kraften handlar om *gemensamma värderingar och ideologier*, det vill säga att handel avgörs framöver i större utsträckning av att länder, dvs politiker och företag, delar värderingar och politiska ideologier. Den andra kraften har fokus på de *politiska systemen*. Pessimisten hävdar till och med att "demokratis framtid" överlag är alltmer ifrågasatt på grund av olika inrikespolitiska händelser i t ex USA och EU 2021 och 2022.

Amerikanska dollarns historiska dominans på de finansiella marknaderna och tunga roll som sk reservvaluta ogillas av flera tillväxtekonominer med bland annat Kina, Indien och Ryssland i spetsen. I takt med den globala ekonomins utveckling är det också rimligt med ett mer multipolärt valutasystem. Den tredje centrifugalkraften har således fokus på *reservvalutor* och ambitionen att göra världen mer beroende av den kinesiska yuanen. Det faktum att USA:s och EU:s sanktioner mot Ryssland under 2022 även har inbegripit ett exkluderande av ryska banker från det internationella betalningssystemet SWIFT har rest frågan om framtidens handelsströmmar i större utsträckning kan komma att ha Kinas *betalningssystem* som den fjärde centrifugalkraften.

De sista två krafterna som kan bidra till ökad fragmentering och uppdelning av världen i handelsblock – *teknologistandarder* respektive *handelspolitik* – kommer också skapa växande utmaningar för internationella företag som tvingas hantera olika systemberoenden på geografisk närvaro.

Vi kan konstatera att de globala systemkriserna senaste tre åren och andra strukturella krafter skapat tektoniska skiften i den globala spelplanen. Det är något som företag, hushåll, politiker och centralbanker behöver förhålla sig till och genomföra anpassningar för. Förändringarna får konsekvenser för bland annat ekonomisk tillväxt, företagets lönsamhet, den globala skuldsättningen och det internationella monetära systemet.

Det fortsatt mycket allvarliga säkerhetspolitiska läget lär spela stor roll för hur framtiden kommer att se ut. En koldioxidneutral värld är inte möjlig utan snabba tekniska lösningar som i sin tur är beroende av tillgång på kunskap, material och människor. Därför är fragmentering inte bara ett allvarligt hot mot de ekonomiska utsikterna utan också mot möjligheterna att kunna lösa krisen för klimatet och den biologiska mångfalden.

USA:s klimatplan splittrar världen

Världen är kluven inför USA:s historiska och omfattande klimatpaket, den sk "Inflation Reduction Act" (IRA) på 369 miljarder dollar; se temaartikel "USA:s klimatpolitik – finna rätt balans mellan konkurrens & EU-USA-samarbete" i *Nordic Outlook Januari 2023*. Forskare gör tummen upp för Bidens gröna politik. Det är också en politik som är inriktad på "morötter" snarare än "piskor" för att USA ska nå sina klimatmål.

USA uppvisar välkommet och konkret ledarskap i klimatfrågan. USA:s uppenbara mål med IRA är att grön energi och teknologi dels ska bli en viktig framtida amerikansk exportprodukt, dels att USA:s beroende av omvärlden ska minska (ökad strategisk autonomi), dels att fler gröna jobb ska skapas på hemmaplan.

Men paketet är även en del av industri- och handelspolitiken som ger industrin konkurrensfördelar på ett sätt som strider mot WTO:s regelverk. Efter omfattande kritik från EU har Biden-administrationen gjort en del mindre eftergifter men paketet ligger fast. Den politiska balansen i kongressen försvårar större förändringar i paketet.

EU har sjösat sin gröna politik men den räcker inte. En global kapplöpning inom utvecklingen av grön teknologi är välkommen i den pågående klimatkrisen. Om världen nu samtidigt går mot ökad geoekonomisk fragmentering minskar möjligheten till grön tekniköverföring som kan bidra till att lösa klimatkrisen. Slutsatsen är att EU måste bygga vidare på sin egen industri- och klimatpolitik.

Behovet av fortsatta goda transatlantiska relationer i ett alltmer ansträngt geopolitiskt läge innebär att bollen således nu ligger på EU:s planhalva för att öka EU:s konkurrens- och attraktionskraft. Men för att uppnå den maximala globala utväxlingen av den gröna tekniken och omställningen krävs en koordinering av klimat-, industri- och handelspolitik. Dessutom behövs politiker som säkerställer att stora industristöd och krav på inhemsk produktion leder till den rätta mixen och balansen mellan konkurrens och samarbete utan att ge protektionismen ny näring.

Global fragmentering: Vinnare och förlorare

Den omprövning av ekonomiska- finansiella- och säkerhetspolitiska relationer som beskrivs i föregående tema påverkar nästa alla sektorer och skapar både risker och möjligheter för många svenska bolag. Överlag är risken uppenbar att det får negativa effekter för de flesta globala bolagen. Men vissa påverkas mer, och inte bara negativt. Vi har listat ett antal bolag som kommer att gynnas av denna omställning men även bolag som får det betydligt tuffare i ett nytt geoklimat.

En följd effekt av global fragmentering är etablering av mer lokala värdekedjor bland företagen för att minska sårbarheten. Ett ökat behov av självförsörjning inom energi och viktiga insatsvaror som kritiska metaller och halvledarteknologi är andra konsekvenser. En annan risk är att en mer regional skillnad inom teknikstandardisering och regler kan riskera att minska teknologiöverföring och öka utvecklingskostnaderna. Majoriteten av de större svenska internationella företagen har klarat av de problem som uppstått under de senaste tre åren på ett imponerande sätt. Trots komponentbrister, kraftigt stigande kostnader, sjukfrånvaro, flexibla arbetsplatser, nedstängningseffekter i Kina samt avyttring och nedskrivning av värdet av en ofta lukrativ verksamhet i Ryssland har lönsamheten bibehållits på en hög nivå. Även om svenska företag har stått emot bra finns det ett fortsatt behov av snabba anpassningar och flexibilitet.

Gruvsektorn gynnas om ambitionen är att öka Europas självförsörjningen av metaller

Metallpriserna har utvecklats positivt de senaste åren då fallande metallhalter i många befintliga gruvor har kombinerats av gruvbolagens fokus på kassaflöden med begränsade nya kapacitetsinvesteringar. En tydlig elektrifieringstrend inom personbilar lyfter efterfrågan på metaller som koppar och nickel. Det har varit få nya tillstånd för nya gruvor i Sverige och det är långa ledtider från ansökan till beslut. Om politiker och beslutsfattare anser det är en strategisk nödvändighet att öka tillgången av kritiska metaller i Europa kan det leda till förslag för att underlätta tillståndsprocesserna. Det bör gynna Boliden och öka sannolikheten för nya lönsamma gruvor som koppargruvan i Laver. Även leverantörer av gruvutrustning som Sandvik och Epiroc befrämjas om gruvbolagen ökar investeringar i nya gruvprojekt.

Ökad intäktspotential för försvarsbolagen men också förändrad risk

De flesta länderna i Europa har omprövat nivån på sina satsningar inom det militära försvaret efter Rysslands invasion i Ukraina. Än så länge är det främst stödet till Ukraina i form av vapen, ammunition och träning av soldater som har ökat. NATO har tidigare haft som mål att medlemsländer ska satsa 2 procent av landets bruttonationalprodukt inom försvaret. Länder med gräns till Ryssland satsar mer än det. Även i Sverige förs det en diskussion om 2 procent är ett golv snarare än ett tak. Det är en markant skillnad till tidigare. Noterade bolag som Saab, Kongsberg och Mildef påverkas positivt av ökade satsningar då det lyfter den långsiktiga försäljningspotentialen. Ett behov av ökad kapacitet kan också påverka avtalen för nya projekt vad gäller kontraktstrukturen. Det kan innebära mindre andel fasta priskontrakt samt högre andel förskott. Det kan påverka den operationella- och finansiella risken för bolagen.

Ökad efterfrågan på tillverkningstjänster inom elektronik

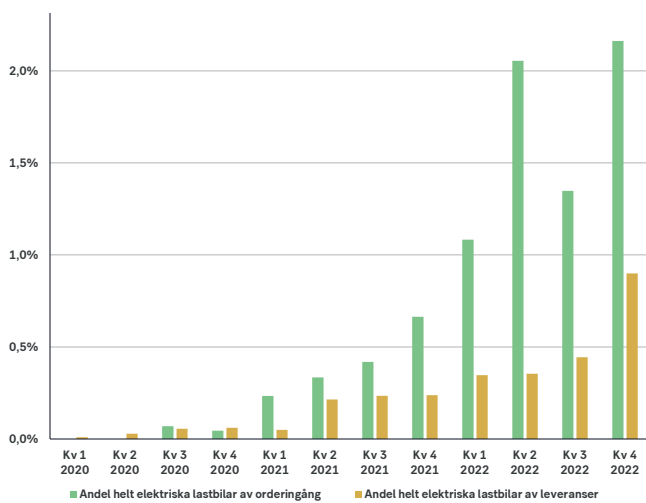
Uppdragstillverkare av elektronik som Note har upplevt att efterfrågan på deras tjänster har ökat under de senaste åren. En ökad andel av elektronik i de flesta produkter gynnar sektorn. Snabbväxande företag prioriterar investeringar inom utveckling och försäljning av nya produkter och väljer att lägga ut produktion på externa partner. Även finländska bolaget Incap och svenska Inission har kommunicerat en positiv syn på framtida tillväxtmöjligheter för bolagen. Hög automatiseringsgrad i produktionen och återflytt av produktion till Europa gynnar utsikterna.

Volvo och Traton kan gynnas på bekostnad av AP Møller Mærsk

Den globala försörjningskedjan som vi känner det idag påverkas av fragmenteringen. Om företagen beslutar att öka värdeskapandet i varje region för att minska risker för störningar inom leveranser från andra världsdelar innebär detta ändrade transportflödena. Det kan innebära att framtida ekonomisk tillväxt inte påverkar efterfrågan på containertransporter från Asien till övriga världen i samma utsträckning som tidigare. Det kan ha en negativ påverkan på utsikterna för danska AP Møller Mærsk. Leveranser från Kina kan ersättas av flödet av varor från kostnadseffektiva länder i närheten av USA och Europa eller av högautomatiserad produktion lokalt. Exempel på ökade leveranser i närområdet är att logistikföretaget Elanders anger i samband med sin bokslutsrapport för 2022 att de upplevt att fordonskunder köper mer komponenter från andra europeiska länder för att minska beroendet av Asien. Ett annat exempel är att vissa datortillverkare har flaggat för att de avser sluta använda chip tillverkade i Kina senast 2024. Detta bör stimulera

en ökning av logistik som lastbilstransporter som har en högre flexibilitet jämfört med järnvägstransporter. Det gynnar utsikterna för Volvo och Traton. Miljöargumentet för järnväg blir svagare om lastbilarnas utsläpp minskar då ambitionen bland fordonstillverkare och logistikföretag att öka andelen elektriska fordon kraftigt de kommande åren. För Volvo motsvarade helelektriska lastbilar för 0,5 procent av leveranserna det senaste året och 1,5 procent av orderingen. Det är en positiv trend från låga nivåer och ambitionen är att 2030 ska mer än 35 procent av fordonsförsäljningen vara elektriska fordon.

Andelen helelektriska lastbilar Volvo



Källa: Volvo, Macrobond, SEB

Grafen ovan visar den procentuella andelen per kvartal av helelektriska lastbilar av både ordergång och leveranser i Volvo.

Ökad automatisering

Som vi skrev i förra upplagan av *Investment Outlook* skapas nya förutsättningar med förbättrad teknik när allt fler saker kopplas upp med sensorer och mjukvara. Det ger en ökad förutsättning för kostnadseffektivare och mindre arbetsintensiva lösningar. Bolag som har positionerat sig väl för den fjärde industrirevolutionen är ABB och Hexagon. Deras erbjudande skapar förutsättning för lönsamma investeringar i utvecklade länder som kan konkurrera med företag och regioner som har mer kostnadseffektiva löner.

Energibesparing är en viktig del i att minska sårbarheten

Förutom ett behov av nya energikällor och en omställning till hållbara energisystemen behövs det även energieffektiviseringar för att minska sårbarheten i Europa. Med höga energipriser blir kalkylen för investeringar i energibesparingslösningar allt attraktivare. Svenska bolag som gynnas är Alfa Laval och Nibe.

Ökade spänningar påverkar bolagen redan idag

Två bolag som upplevt en negativ påverkan från ett skifte inom handel- och teknologiområdet mellan USA, EU och Kina är Hennes & Mauritz och Ericsson. Det har resulterat i att bolagens position i Kina försämrats. Det senare bolaget har balanserat detta med att kinesiska konkurrenter till stor utsträckning blivit utesluten i upphandling av femte generationens mobilnätverk i många västländer och Ericsson har tagit stora marknadsandelar utanför Kina. En annan framtida risk är att om en global teknologistandard ersätts med regionala skillnader och regler. Det kan riskera att utvecklingskostnader ökar och/eller patentintäkter minskar samt minskar bolagets globala skalfördelar. Hennes & Mauritz har valt att ändra inköpen från områden där det är frågetecken vad gäller det sociala ansvaret hos leverantörer. Det har negativt påverkat intäkterna i Kina.

En ökad global fragmentering riskerar minska bolagens skalfördelar. Det innebär att en förändrad försäljning påverkar vinsten i mindre utsträckning när bolagen går in i nya marknader eller breddar produkt- och tjänsteerbjudandet. Med större antal regionala produktionsstrukturer kan även förmågan till anpassningar påverkas vid ändrade marknadsförutsättningar. Det kan innebära fortsatt problem liknande det som många bolag upplever idag med stöd till vissa underleverantörer som drabbats av snabbt stigande kostnader samtidigt som priserna till kund måste höjas för att inte lönsamheten ska påverkas negativt. Överlag är risken att marginalerna i bolagen pressas efter en längre period med stigande lönsamhet i många bolag när de gynnas av en stark global expansion. En ökad fragmentering blir därmed sannolikt generellt negativt för de flesta bolagen med globala marknadspositioner.