

Global konjunkturprognos

20 januari 2021

Hoppet återvänder

- Allt är inte dystert, vaccinering lyfter konsumtionen
- Inflationen envist under målen, trots centralbankers ansträngningar
- Zombieföretag inget hot



Innehåll

Global konjunkturprognos	
Sammanfattning	3
Global bakgrund	
Hoppet återvänder	4
USA	
Politisk motvind vänds till ekonomisk medvind	9
Euroområdet	
Stökig vaccinering men återhämtning i sikte	10
Temaartikel	
Blir det högre inflation efter pandemin?	11
Temaartikel	
Det våras för zombierna. Eller?	14
Temaartikel	
Grönt är det nya svarta	19
Våra hemmamarknader	
Gemensamma drag i återhämtningen	23
Storbritannien	
Hopp om bättring	25
Sverige	
Konsumtionen tillfälligt på fall, industrin står pall	27
Nyckeltal.....	30
Ansvarsbegränsning och särskilda upplysningar	33

Sammanfattning

Globalt

Covid-19 har på ett dramatiskt sätt påverkat världsekonomin under 2020. Vi bedömer att global BNP föll med 4,1 procent under 2020, vilket gör det till den värsta globala lågkonjunkturen sedan andra världskriget. Stora finans- och penningpolitiska stimulanser har dämpat fallet, och har framför allt minskat risken för ett ännu mer negativt scenario med snabbt ökande arbetslöshet, konkurser och finansiell oro.

Även om vi hade prognosticerat en trevande återhämtning för världsekonomin med två steg framåt och ett steg bakåt, har den andra smittvågen varit allvarigare än vad vi förväntade oss. Effekterna på världsekonomin ser dock ut att bli betydligt mildare än i våras. Det beror framför allt på att tillverkningsindustrin tuffar på och att den kinesiska ekonomin ser ut att klara sig förhållandevis oskadd genom den andra pandemivågen. Vi förväntar oss dock att den globala BNP-tillväxten var dämpad under det fjärde kvartalet i fjol och kommer att vara det även första kvartalet i år.

Pandemins effekter skiljer sig mellan olika länder och sektorer. Tillverkningsindustrin har återhämtat sig snabbt medan tjänstebranscherna har drabbats hårt både av den första och den andra pandemivågen. Likaså har turismberoende länder, i synnerhet tillväxtländer, drabbats hårt av minskat internationellt resande.

Den nyligen påbörjade vaccineringen skapar hopp även om det finns stor osäkerhet om tidsplaneringen, distributionen och vaccinationsdeltagandet. Vår bedömning är att vaccinering i kombination med minskad smittspridning under våren kan ge en rekyl i den ekonomiska aktiviteten från det andra eller tredje kvartalet 2021. Efter en skarp nedgång förra året räknar vi därför med en global tillväxt på 4,9 procent i år och 4,1 procent nästa år. Tillväxtutsikterna främjas också av minskad osäkerhet kring brexit och mer expansiv finanspolitik under Biden-administrationen i USA.

Även om vi prognosticerar en relativt stark återhämtning i år och nästa år, kommer det ta tid innan världsekonomin fullt ut har tagit tillbaka förlorad terräng. I slutet av prognosperioden förväntas arbetslösheten fortfarande vara högre än före pandemin.

Sverige

I Sverige bromsar tillväxten nu in för andra gången på mindre än ett år. Den sjunkande konsumtionen drabbar framförallt tjänstebranscherna som återigen upplever ett omsättningsras, på vissa håll väl så kraftigt som kollapsen i våras. Trots tjänstebranschens nedgång klarar sig ekonomin som helhet bättre nu, än under pandemins första våg. Industrins orderingång stiger med exportefterfrågan och byggbranschen gynnas av låga räntor och bättre tillväxtutsikter.

BNP-tillväxten för 2021 har reviderats ned sedan oktoberprognosen, från 4,0 till 2,7 procent. När den väl tar fart igen under våren är det dock med besked och tillväxttakten framöver är uppreviderad mot bakgrund av vaccinframgångarna och den överraskande styrkan i industrin.

Den ekonomiska politiken stöttar återhämtningen och dämpar riskerna för en sämre ekonomisk utveckling 2021. Det är därför centralt att ekonomiskpolitiska stimulanser inte fasas ut för tidigt. Vi räknar med att finanspolitiken ger drygt en procent högre BNP 2021 än vad som annars vore fallet. Riksbankens mer expansiva penningpolitik stödjer också återhämtningen 2021-2022.

Stabiliseringen på arbetsmarknaden kom snabbare än vi hade räknat med och under slutet av fjolåret föreföll arbetslösheten passera toppen. Nu räknar vi dock med ett bakslag även på arbetsmarknaden till följd av inbromsningen i BNP. Dessutom medför en statistikomläggning från och med januari 2021 att färre svenskar kommer räknas som sysselsatta och fler som arbetslösa. Sammantaget dröjer den definitiva vändningen på arbetsmarknaden till senare under 2021.

Det svaga efterfrågeläget har en framträdande roll i att dämpa löne- och inflationsutvecklingen framöver. Inte förrän 2022 räknar vi med att en varaktig uppgång i inflationen inleds. Trots det låga inflationstrycket bedömer vi att Riksbanken sitter still i båten de kommande åren. Vi håller fast vid att reporäntan är kvar på noll procent under överskådlig framtid, trots att flera direktionsledamöter har öppnat för en sänkning. Men en räntesänkning kan inte uteslutas om Riksbanken fäster större vikt vid de faktiska inflationsutsikterna närmaste åren.

Global bakgrund

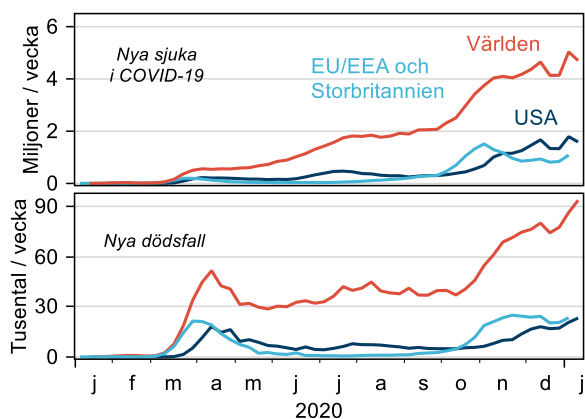
Hoppet återvänder

Covid-19 har varit den dominerande drivkraften i den globala ekonomin under nästan ett år. Under de senaste månaderna har pandemins andra våg svept över världen och nya restriktioner har bromsat in den globala återhämtningen. Men vi kan nu se ljuset i tunneln tack vare effektiva vacciner. Vi förväntar oss att de flesta restriktionerna kommer att hävas gradvis under det andra kvartalet 2021. Den ekonomiska aktiviteten bör därför återhämta sig ganska snabbt under sommaren och hösten. Men det kommer att ta tid innan den globala ekonomin fullt ut har återhämtat sig från fjolårets produktionsminskning och inflationstrycket kommer att förbli lågt de närmaste åren. Lågräntemiljön kommer därför att finnas kvar i många år.

Pandemins andra våg fördröjer återhämtningen

Covid-19 har på ett dramatiskt sätt påverkat världsekonomin under 2020. Nedstängningar och restriktioner kring social distansering har slagit undan benen för många företag och hushåll. Vi bedömer att global BNP föll med 4,1 procent under 2020, vilket gör det till den värsta globala lågkonjunkturen sedan andra världskriget. Den ekonomiska politiken har gjort vad den kunnat för att hålla ekonomin under armarna. Enorma finans- och penningpolitiska stimulanser har dämpat fallet, och har framför allt minskat risken för ett ännu mer negativt scenario med snabbt ökande arbetslöshet, konkurser och finansiell oro.

Rekordhög smittspridning

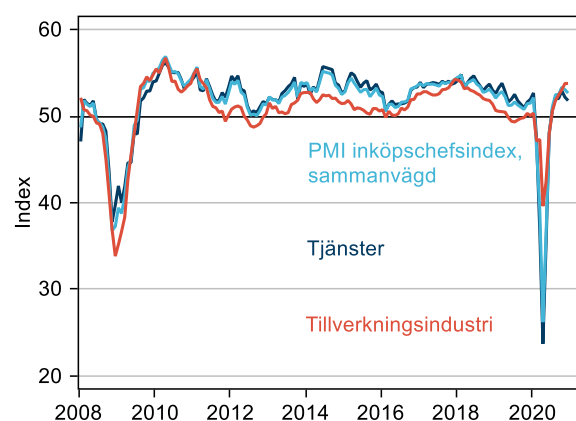


Anm.: Antalet sjuka underskattades i våras, pga låg testkapacitet.
Källor: WHO, ECDC och Macrobond.

Efter det historiska raset i tillväxten under första halvåret 2020 skedde en stark återhämtning över sommaren när smittspridningen minskade och man lättade på restriktionerna. Smittspridningen har dock ökat igen de senaste månaderna och vi förväntar oss att nya restriktioner återigen kommer att begränsa den ekonomiska aktiviteten på kort sikt. Även om vi hade prognosticerat en trevande återhämtning för världsekonomin med två steg framåt och ett steg bakåt, har den andra smittvågen varit allvarigare än vad vi förväntade oss. Effekterna på världsekonomin

ser dock ut att bli betydligt mildare än i våras. Det beror framför allt på att tillverkningsindustrin tuffar på och att den kinesiska ekonomin ser ut att klara sig förhållandevis oskadd genom den andra pandemivågen. Men däremot så drabbas åter tjänstesektorn hårt när konsumtionen tar paus. Vi förväntar oss därför en dämpad global BNP-tillväxt under det fjärde kvartalet i fjol och det första kvartalet i år.

Global PMI



Anm.: Indexnivån 50 är enkätens gräns mellan tillväxt och kontraktion.
Källor: Markit och Macrobond

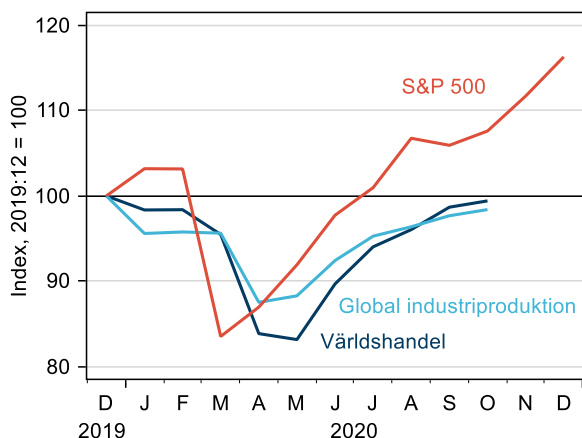
Tvåra kast i världsekonomin

Även om hela världen har känt av pandemins effekter finns det skillnader i hur länder och sektorer har påverkats ekonomiskt. Det handlar dels om hur smittspridning och restriktioner har drabbat länder olika, men även vilka länder och sektorer respektive land exponeras mot. Kina var det första landet som började med nedstängningar, men leder nu återhämtningen som drivs av offentliga investeringar och en gradvis starkare global industriproduktion. Samtidigt har tillväxtekonomier som är beroende av internationell turism drabbats hårt av pandemin.

Tillverkningsindustrin led av utbudsstörningar förra våren, men den globala industriproduktionen har

därefter återhämtat sig snabbt och var redan under hösten på samma nivåer som innan pandemin bröt ut. Den starka återhämtningen inom tillverkningsindustrin bidrog tillsammans med enorma penningpolitiska stimulanser även till en snabb återhämtning på aktiemarknaden. Tjänstebranscherna har dock drabbats hårt när hushåll begränsade sitt umgänge och på många håll tvingades stanna hemma. Den andra vågens restriktioner har också huvudsakligen inriktat sig på tjänstebranscher som innebär nära kontakt mellan människor.

Världshandeln har återhämtat sig



Källor: Macrobond, S&P Dow Jones och CPB

Vaccin skapar hopp om en stark återhämtning

Den ekonomiska aktiviteten är i hög grad beroende av den pågående spridningen av coronaviruset och av hur länge restriktionerna för att begränsa denna finns kvar. För första gången sedan pandemin bröt ut ser man nu ljuset i slutet av tunneln tack vare effektiva vaccin. Även om det fortfarande finns stor osäkerhet om tidsplaneringen, distributionen och deltagandet i vaccinationskampanjerna talar mycket för att de flesta utvecklade ekonomier kan vaccinera större delen av sin mest sårbara befolkning under första kvartalet 2021 och att de bredare befolkningsgrupperna sannolikt har vaccinerats fram till sommaren. Det finns dock stora skillnader mellan olika länder. I till exempel Frankrike har vaccinationen knappt kommit igång, medan Storbritannien gjort tidiga insatser för att snabba på distributionen av vacciner.

Utöver det verkar det också finnas säsongsmässiga variationer i smittspridningen, vilket innebär att våren kan innebära en vändpunkt för pandemin i Europa och USA. Vårt huvudscenario är därför att de flesta restriktioner tas bort under det andra kvartalet 2021. Det skulle tillåta en gradvis återgång till ett mer " normalt " liv, även om en del restriktioner kring

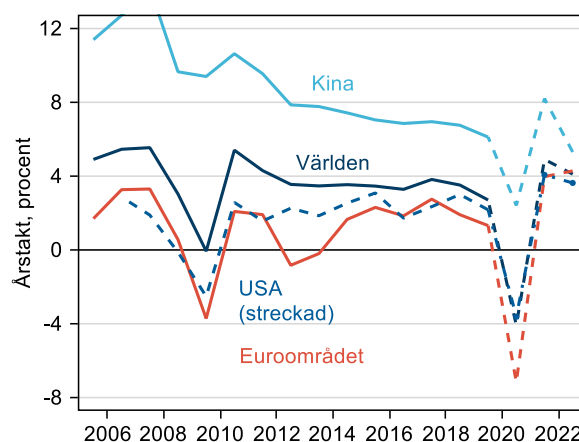
social distansering och ökad grad av arbete på distans kan dröja sig kvar under en längre period. Vår bedömning är att detta kan ge en rekyl i den ekonomiska aktiviteten från det andra eller tredje kvartalet 2021, beroende på hur snabbt vaccineringen går i olika länder. (Se sidan 8 för två alternativa scenarier när det gäller utrullning av vaccin och lättnader i restriktionerna.)

Den globala tillväxten tar fart

Efter en skarp nedgång förra året räknar vi med en global tillväxt på 4,9 procent i år och 4,1 procent nästa år. I både USA och euroområdet förväntar vi oss en stark rekyl i tjänstesektorn under det andra och tredje kvartalet på grund av färre restriktioner, minskad osäkerhet om pandemin och en uppdämd efterfrågan. Därefter går återhämtningen in i en lugnare fas. Omfattande stimulansåtgärder och framförallt permitteringsåtgärderna bidrar till en fortsatt återhämtning. Det finns tillgänglig arbetskraft när produktionen växlar upp och företagen är redo att återgå till sina aktiviteter så snart restriktionerna är hävda. Hushållens sparande har dessutom ökat väsentligt tack vare mycket omfattande stimulanser kombinerat med att det inte har funnits möjlighet att konsumera som vanligt på grund av restriktioner. Det skapar en extra potential för konsumtionsökningar när ekonomierna öppnar igen och osäkerheten lägger sig. Tillväxtutsikterna främjas också av minskad osäkerhet kring brexit och mer expansiv finanspolitik under Biden-administrationen i USA.

Nästa år kommer återhämtningen sannolikt att stå mer på egna ben eftersom en förbättrad arbetsmarknad håller uppe hushållens konsumtion, samtidigt som ett högre kapacitetsutnyttjande borde bidra till fler investeringar.

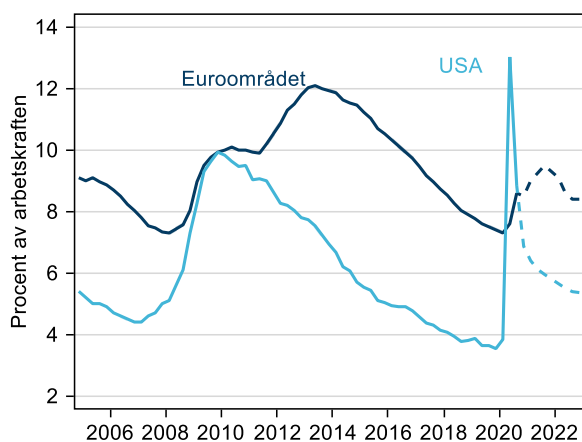
Stark återhämtning efter historiskt BNP-fall



Källor: Macrobond och Handelsbanken

Även om vi prognosticerar en relativt stark återhämtning i år och nästa år, kommer det ta tid innan världsekonomin fullt ut har tagit tillbaka förlorad terräng. I slutet av prognosperioden förväntas arbetslösheten fortfarande vara högre än före pandemin. Det i sin tur bidrar till att hålla nere löneökningarna och vi förväntar oss att inflationen missar målet i såväl euroområdet som USA de kommande åren. Även på längre sikt talar det mesta för att centralbanker måste lägga krutet på att få upp inflationen snarare än att motverka för hög inflation. Men en post Covid-19 era med inflation över målet kan inte helt uteslutas (se temaartikel "Blir det högre inflation efter pandemin?").

Hög arbetslöshet under hela prognosperioden



Källor: BLS, Eurostat, Macrobond och Handelsbanken

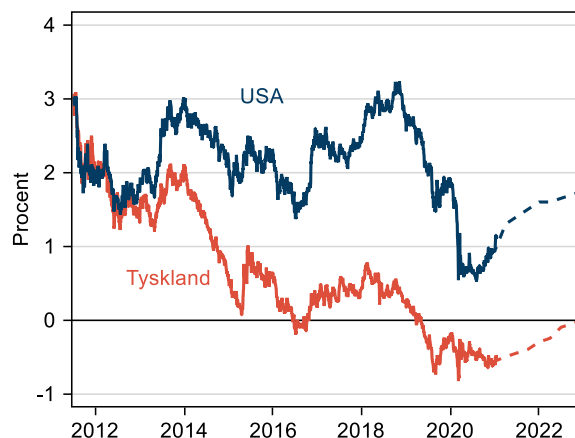
Penningpolitiken fortsätter att gasa på...

Vi förväntar oss att centralbankerna runt om i världen kommer att fortsätta med sin mycket expansiva penningpolitik med målet att hålla uppe inflationen, stimulera ekonomisk aktivitet och säkerställa stabilitet på de finansiella marknaderna. Lågräntemiljön kommer att finnas kvar under prognosperioden och sannolikt ytterligare ett par år efter 2022. De kortsiktiga marknadsräntorna kommer sannolikt att ligga kvar runt noll så länge det inte finns förväntningar på en höjning av styrräntan. Vi förväntar oss också att stödköpen kommer att fortsätta, vilket bidrar till att uppgången i långräntor blir begränsad de kommande åren.

I USA har långräntorna redan stigit under det andra halvåret av 2020 och vi förväntar oss att långränteuppgången fortsätter under 2021. Den amerikanska centralbanken, Fed, har visserligen i sin senaste kommunikation kopplat både styrräntan och tillgångsköpen till målen där de binder sig att fortsätta med nollränta och tillgångsköpen tills betydande framsteg har gjorts mot att nå maximal sysselsättning och att inflationen har stigit till minst

2 procent. Men om den ekonomiska återhämtningen blir starkare än vad Fed bedömer, kommer detta sannolikt att väcka frågor om Fed kan börja minska sina obligationsköp tidigare än vad som nu förväntas.

Begränsad uppgång i långräntor



Källor: Macrobond och Handelsbanken

Den kraftigt expansiva penningpolitiken innebär ett fortsatt stöd till tillgångspriser, liksom bostadspriser. Samtidigt bidrar den till att hålla ned antalet företagskonkurser. De låga räntorna skulle också kunna innebära konstgjord andning för bolag som egentligen "borde" gå i konkurs – om dessa så kallade Zombieföretag skriver vi om i temaartikeln "Det våras för zombierna. Eller?".

Den gröna omställningen ser ut att överleva pandemin. Pandemin ser till och med ut att ha förstärkt denna trend, då alltfler stater kopplat ekonomisk stimulans till långsiktiga klimatmål för att skapa en klimatmässigt bättre återhämtning. Det offentliga stödet för fler klimatåtgärder är stabilt men det finns också risker då omställningen i energisektorn riskerar att leda till högre energikostnader, se vidare temaartikeln "Grönt är det nya svarta".

...men mindre finanspolitiskt stöd

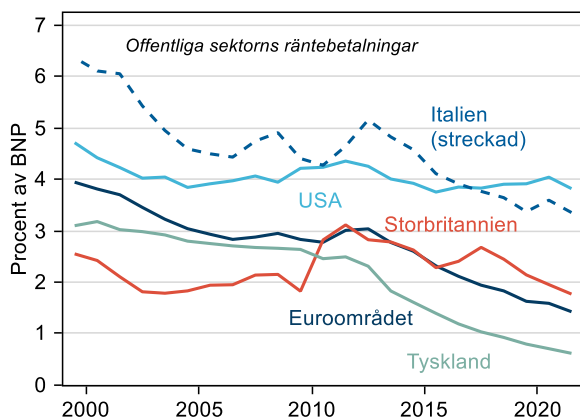
Många av de finanspolitiska krisåtgärder som lanserades förra året börjar lida mot sitt slut, även om vissa länder sannolikt kommer att förlänga dem fram till sommaren. Därmed blir det i krisens nästa skede en balansakt med risk för felsteg när finanspolitiken går över från "livsuppehållande" åtgärder till bredare generella stimulanspaket. Vår bedömning är att denna övergång i huvudsak lyckas.

Under nästa fas av krisen kommer beslutsfattarnas uppgift bli att återstarta ekonomin och sedan gradvis dra tillbaka stimulansåtgärderna när återhämtningen är mer självgående. Vi instämmer med bedömaren

som IMF, OECD och andra att det är betydligt större risker med för lite än för mycket stimulansåtgärder. Även om det massiva offentliga skulduppbygganden kan vara problematiskt på lång sikt är det ett underordnat problem på kort sikt. Den läxa vi lärt oss av finanskrisen är att en överdrivet återhållsam finanspolitik kan få en stor åtstramande effekt på ekonomin som i slutänden kräver en större finanspolitisk åtstramning. Lågräntemiljön bör dessutom minska behovet av åtstrammingsåtgärder när väl ekonomin har återgått till normalläget. Ränteutgifter som andel av BNP ligger på historiskt låga nivåer, trots att skuldnivåerna ökat dramatiskt. Statskulden kan därför vara på en högre nivå utan att det äventyrar hållbarheten i de offentliga finanserna.

Vår övergripande bedömning är att de finanspolitiska stimulansåtgärderna kommer att minska under det innevarande året och nästa samt att misstag, som dem som gjordes under eurokrisen när man tvingade på de värst drabbade länderna åtstrammingsåtgärder, kommer att undvikas.

Högre skuld, men lägre skuldbörda



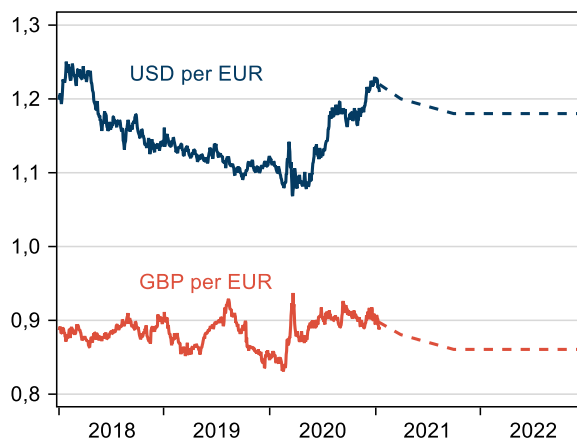
Anm.: EU-kommissionens prognos för 2020 och 2021.
Källor: Macrobond och EU-kommissionen

Dollarsvagheten kommer gradvis att vända

Den amerikanska dollarn har varit under press på senare tid och de flesta bedömer att dollarsvagheten kommer att bestå. Vi är inte så säkra. Penningpolitiken i USA blev betydligt mer expansiv under pandemin. Det är inte troligt att Fed har någon brådska att strama åt penningpolitiken, men när den globala återhämtningen tar fart förväntar sig marknaden troligen att Fed kommer att starta denna process tidigare än t.ex. ECB. I första hand genom att minska ner på sina tillgångsköp. Detta borde bidra till en större uppgång i obligationsräntor i USA än i euroområdet. En demokratisk majoritet i den amerikanska kongressen innebär även mer utrymme för expansiv finanspolitik, som bör verka i

samma riktning. Vidare bedöms återhämtningen i euroområdet ta längre tid än i USA. Sammantaget förväntar vi oss att något stigande räntor innebär att dollarsvagheten gradvis kommer att vändas och vi räknar med EUR / USD på 1,18 i slutet av 2021.

Dollarn stärks under 2021



Källor: Macrobond och Handelsbanken

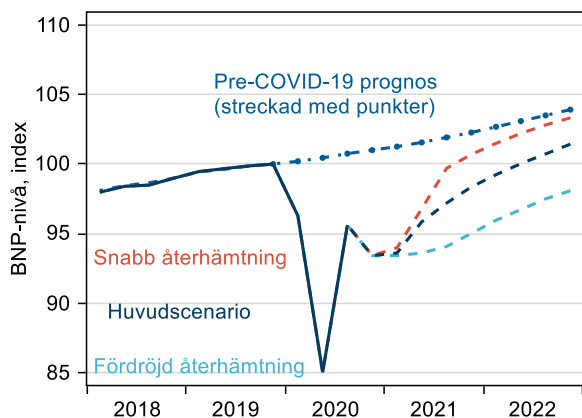
Fortsatt stora risker till prognosen

Dimman har lättat något sedan vår senaste prognos och de positiva vaccinyherterna har förskjutit riskbilden i mer positiv riktning, trots de sämre ekonomiska utsikterna på kort sikt. Det finns dock fortfarande en hög grad av osäkerhet kring utsikterna med både positiva och negativa riskfaktorer. Tillväxtutsikterna beror på många faktorer, inklusive hur långvarig och intensiv pandemin och de därtill kopplade restriktionerna blir, samt i vilken utsträckning penning- och finanspolitiken fortsätter att stötta efterfrågan. För att illustrera osäkerheten runt vårt huvudscenario, presenterar vi två olika scenarier: 1) snabb återhämtning, och 2) fördröjd återhämtning.

- **Snabb återhämtning.** Vårt första alternativa scenario utgår ifrån att det blir en snabbare utrullning av vaccinet och tidigare lättnader av restriktioner än i vårt huvudscenario. Det baseras också på att hushållens och företagens framtidsförväntningar därmed stiger snabbt. Det leder till en betydligt starkare rekyl i år än i huvudscenariot, med en konsumtionsboom vid halvårsskiftet och en investeringsboom under hösten. Dessutom fortsätter den mycket expansiva penning- och finanspolitiken, vilket stöttar återhämtningen. Sammantaget medför det att den globala ekonomin återhämtar sig snabbt, med en hög tillväxt och en snabb nedgång i arbetslösheten under 2021 och 2022. De långsiktiga ekonomiska skadorna av pandemin blir, utöver högre offentlig

skuldsättning och högre balansräkningar hos centralbankerna, följaktligen minimala i detta alternativa scenario. I USA är BNP tillbaka på samma bana som den hade före pandemin i slutet av 2021.

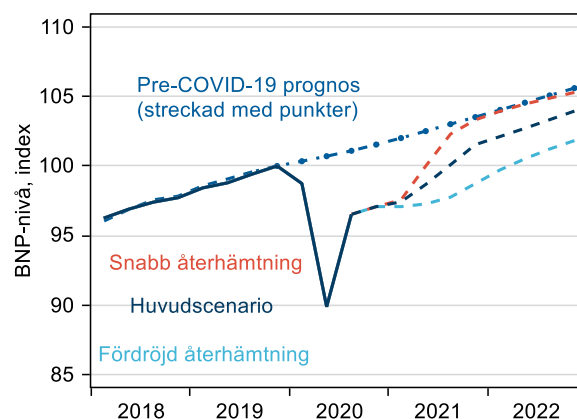
Euroområdet: BNP i våra tre scenarier



Anm.: Index, fjärde kvartalet 2019 = 100
Källor: Macrobond och Handelsbanken

- Fördröjd återhämtning.** Vårt andra alternativa scenario utgår från antagandet om att restriktionerna kvarstår under hela 2021 eftersom utrullningen av vaccinationsprogrammen sker långsamt på grund av begränsat deltagande i vaccinationskampanjerna eller logistiska flaskhalsar i distributionen. Konsekvensen blir att återhämtningen är mycket svagare än i vårt huvudscenario. Därtill kommer att den ekonomiska aktiviteten hålls tillbaka av att företagen senarelägger investeringar på grund av osäkerheten om pandemin och att flera regeringar är tveksamma till nya stödåtgärder på grund av den höga skuldsättningen. Den utdragna konjunkturedgången innebär att många företag går i konkurs och att arbetslösheten ökar. Detta kommer i sin tur att dämpa återhämtningen när den slutligen inträffar.

USA: BNP i våra tre scenarier



Anm.: Index, fjärde kvartalet 2019 = 100
Källor: Macrobond och Handelsbanken

BNP-tillväxt, huvud- och alternativscenarion

Årlig procentuell förändring

	2021	2022
Euroområdet:		
Snabb återhämtning	5,6	4,8
Huvudscenario	4,0	4,3
Fördröjd återhämtning	1,6	3,2
USA		
Snabb återhämtning	5,4	4,2
Huvudscenario	4,1	3,6
Fördröjd återhämtning	2,3	3,2

Källa: Handelsbanken

Politisk motvind vänds till ekonomisk medvind

Den amerikanska ekonomin växlade i höstas från den värsta nedgången i historien till en av de snabbaste återhämtningarna. Även om återhämtningen från den första vågen överträffade våra förväntningar pekar de kortsiktiga utsikterna i ekonomin nu nedåt igen. Utvecklingen under hösten har likväl gett ett bevis på den privata sektorns risktolerans - en nyckelfaktor för all självbärande ekonomisk återhämtning när väl viruset övervinns. Demokratisk kontroll i kongressen ger nu ljusare finanspolitiska utsikter och bortom den rådande nedgången förväntar vi oss en stark tillväxt. Återigen med konsumtion som draglok i ekonomin.

Återöppningen gav en stark återhämtning

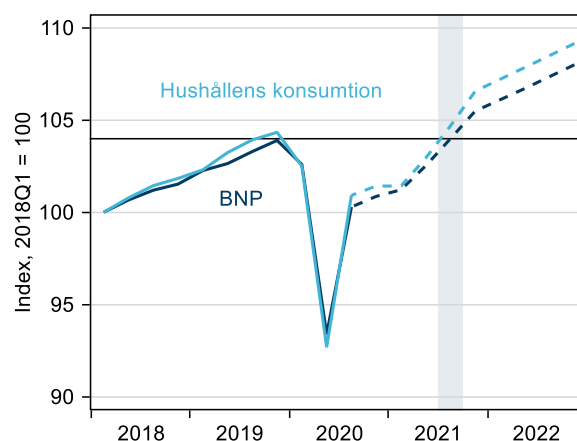
BNP-tillväxten tredje kvartalet på 33 procent i uppräknad årstakt var den högsta kvartalsvisa tillväxten någonsin i USA och lyfter BNP-prognosen för helåret 2020 till -3,6 procent (tidigare prognos -4,0 procent). Konsumtionen ökade med 40 procent även om arbetslöshetsersättningen redan hade börjat sina och många hushåll fått minskade inkomster. Arbetsmarknaden återhämtade sig bättre än väntat men har försämrats igen under december. Tillverkningsindustrin visar motståndskraft och tjänstesektorn indikerar fortfarande tillväxt enligt olika barometerundersökningar. Hushåll med högre inkomster har till stor del återhämtat sig från krisen och framför allt har lönerna nästintill nått nivåerna före pandemin. Detta har kompenserat förlusten i det minskade arbetslöshetsstödet under hösten. Sparkvoten har minskat, men då sparandet fortfarande är på höga nivåer finns det ytterligare utrymme för ökad konsumtion.

Finanspolitik mildrar andra vågen

Pandemin fortsätter att förvärras under vintern och förväntas leda till stagnerande tillväxt både fjärde kvartalet 2020 och första kvartalet 2021. Utsikterna för utrullning av vaccinet tyngs av ett starkt motstånd hos allmänheten. Ipsos hushållsundersökning tyder på att endast uppskattningsvis 65-67 procent av vuxna i åldern 17-74 år kommer ta vaccinet men de amerikanska myndigheterna uppskattar trots detta att flockimmunitet nås redan i mitten av 2021.

Utsikterna för finanspolitiska stimulanser ser nu positiva ut. Det senaste stimulanspaketet värt ca 4 procent av BNP hjälper ekonomin att övervintra andra vågen men bedöms inte omedelbart öka konsumtionen. Vi ser dock en stark återhämtning under andra kvartalet i år och bedömer att BNP är tillbaka på nivåerna före pandemin under tredje kvartalet. Vi har reviderat upp prognoserna för den amerikanska tillväxten för 2021 till 4,1 procent (tidigare 3,8 procent) och 2022 till 3,6 procent (tidigare 2,9 procent).

BNP återhämtar sig till nivån före pandemin till Q3



Källor: Macrobond, BEA och Handelsbanken

Biden gynnar medelklassens konsumtion

Trots en hårfin majoritet kommer demokraterna fortfarande att möta en tuff kamp för att få igenom sin politik i kongressen. Budgetförslag kräver 60 procents majoritet i senaten och Biden måste därmed få med ett antal republikaner för att kunna genomföra sin ekonomiska politik. Vi bedömer dock att utsikterna för ett nytt stödpaket på cirka 0,5-1 biljon dollar är rimligt då detta kan få stöd även av republikaner. Ett sådant paket bedöms inkludera utökade direkta stöd till hushållen på 1,5-2 procent av BNP. Likväl stöd till de utsatta delstater och städer som inte omfattades av det förra paketet. Ökade investeringar i utbildning och vård blir sannolikt en del av den långsiktiga agendan. Vidare kan delar av Bidens infrastrukturprojekt på 2 biljoner USD få stöd av båda partierna. Demokraterna skulle även kunna använda sig av en lagstiftningsprocess som möjliggör en snabb process av budgetlagstiftning med enkel majoritet (sk. "budget reconciliation"). Bidens plan att rädda den hårt drabbade medelklassen kommer att gynna konsumtionen. Vi räknar med en årlig konsumtionstillväxt på 4-4,5 procent de kommande två åren. Bortom krisen ser därmed de ekonomiska utsikterna i slutändan relativt positiva ut för USA.

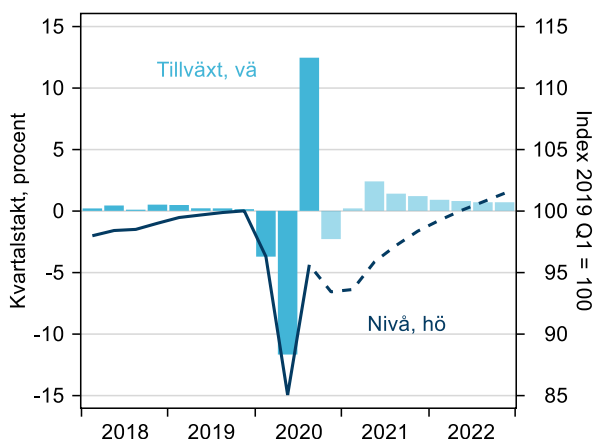
Stökig vaccinering men återhämtning i sikte

En andra pandemivåg sänker återigen den ekonomiska aktiviteten. Vi förväntar oss att vaccinationen av befolkningen kommer gå i olika takt och i vissa länder blir stökig. Det gör att vi först under andra halvåret 2021 ser en mer hållbar återhämtning. Expansiv penning- och finanspolitik, inte minst från EU:s återhämtningsfond, bidrar tillsammans med ökad konsumtion till uppsvinget, även om risker kvarstår.

Sämrare på kort sikt men bättre utsikter

Faktorer som förbättrat utsikterna sedan vår oktoberrapport inkluderar effektiva vaccin, ett starkare än förväntat BNP-utfall för tredje kvartalet förra året, ett slutligt brexitavtal samt den bekräftade EU-budgeten med medföljande återhämtningsfond. Därutöver har ECB förlängt och utökat obligationsköpsprogrammet PEPP. ECB:s olika program löper nu ända in i 2022 och ger stöd till den ekonomiska utvecklingen. Trots dessa positiva signaler så dominerar den kortsiktiga utvecklingen av den andra pandemivågen. Nya nedstängningar har än en gång tryckt ner kvartalstakten på BNP till negativ nivå under fjärde kvartalet. Aktiviteten under första kvartalet i år ser också ut att bli svag.

Euroområdets återhämtning – BNP



Källor: Macrobond, Eurostat och Handelsbanken

Återhämtningen 2021 beroende av vaccinering

Allt fler länder i euroområdet har infört strängare restriktioner och också stängt ner samhället. I vilken takt länder kan lätta på restriktionerna beror på hur snabbt man kan vaccinera sin befolkning. Nedstängningarna i sig komplicerar dock möjligheterna att nå ut med vaccinationskampanjer och att genomföra själva vaccinationerna. Även om länder som Tyskland och Nederländerna lär ha infrastrukturen på plats för effektiv distribution ligger andra länder, däribland Frankrike och Italien efter. Förutom distribution så finns det i vissa länder,

exempelvis i Frankrike, en utbredd skepticism mot vaccin vilket gör att det antagligen tar längre tid i dessa länder att nå flockimmunitet och därmed kunna öppna upp samhället.

Vi räknar med att tillväxten i princip ligger still första kvartalet i år för att därefter öka i samband med att de strängaste restriktionerna lättar. Men först under andra halvåret ser vi framför oss att hela euroområdet har öppnat upp. Då finns förutsättningar för en mer uthållig återhämtning, inte minst för konsumtionen. Utbetalningar från EUs återhämtningsfond väntas starta i år och lär också understödja investeringar, framförallt efter sommaren. Vi räknar också med att vi med Biden som amerikansk president kommer se en återgång till mer handelsvänlig global politik och med det vissa positiva handels- och sentimenteffekter.

Starkaste återhämtningen 2022

En mer normal fungerande ekonomi från andra halvåret i år betyder att 2022 blir året då ekonomin ser den starkaste återhämtningen och vi förväntar att BNP når nivån som rådde före pandemin under tredje kvartalet 2022. Detta innebär en BNP-tillväxt för 2020, 2021, och 2022 på -7,2, 4, respektive 4,3 procent.

Inflationen var rekordlåg 2020 och låg i genomsnitt på 0,3 procent. Även om vi räknar med en viss uppgång framöver ser vi inte framför oss att ECB når sitt inflationsmål under vår prognoshorisont, utan bedömer att inflationen uppgår till 0,9 respektive 1,2 procent 2021 och 2022. På arbetsmarknaden fortsätter finanspolitiska åtgärder hålla tillbaka arbetslösheten, framförallt med olika permitteringsstöd. Vi räknar med att arbetslösheten stiger till 9,3 procent i år för att nästa år falla tillbaka i takt med att återhämtningen blir allt starkare. Mot slutet av 2022 räknar vi med att arbetslösheten uppgår till 8,6 procent vilket dock fortfarande är en klart högre än nivån innan krisen.

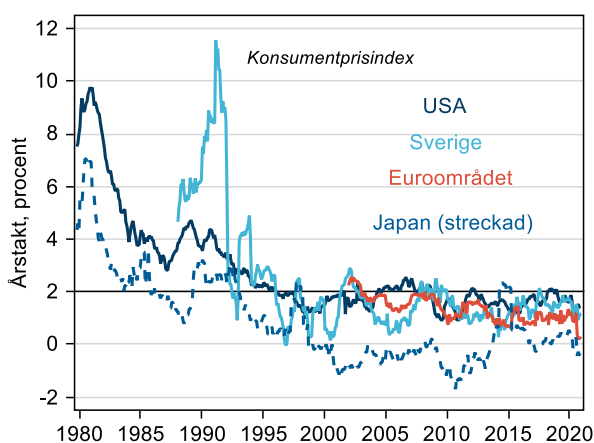
Blir det högre inflation efter pandemin?

Inflationen har i årtionden legat under centralbankernas mål. Efter finanskrisen höjdes varningens finger att låga räntor och stora tillgångsköp med ”nya” pengar skulle leda till för hög inflation. Det skedde aldrig. Återigen höjs röster för att de massiva stimulanserna under pandemin kommer att driva upp inflationen. Vi bedömer dock risken som liten för att inflationen och inflationsförväntningarna skulle bli för höga. Det mesta talar snarare för att de senaste decenniernas kraftfulla inflationsdämpande trender kommer att hålla i sig och att centralbanker även framöver måste fokusera på hur man ska få upp inflationen snarare än motverka en för hög inflation.

Varför har inflationen varit så låg?

Inflationen har envist legat under målet i de flesta utvecklade ekonomier i över tjugo år, trots en hygglig ekonomisk aktivitet och att centralbankerna har sänkt räntorna till historiskt låga nivåer.

Inhållande låg inflation sedan slutet av 1990-talet

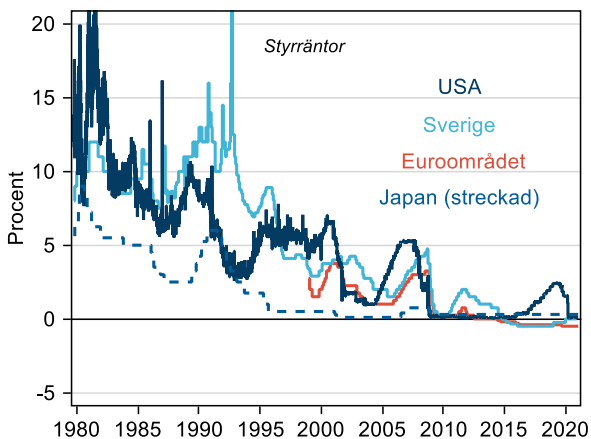


Källor: Macrobond och nationella källor

Det finns flera samverkande faktorer bakom att inflationen har varit dämpad de senaste decennierna:

- Väl förankrade inflationsförväntningar under målet** till följd av mer trovärdiga penningpolitiska ramverk och att inflation under målet ofta har ansetts bättre än en inflation över målet. Dessutom har det under en lång period funnits en bred konsensus kring att centralbankerna måste reagera aggressivt på en stigande inflation för att man annars skulle riskera att förlora i trovärdighet och låta inflationen utvecklas utom kontroll. Det har sammantaget bidragit till en mer åtstramande penningpolitik samt lägre inflation och inflationsförväntningar.
- Globalisering – högre utbud än efterfrågan.** Under 1980- och 1990-talet öppnades tillväxtekonomier med låga löner för omvärlden, särskilt Kina. I kombination med avregleringen av handeln har det lett till en betydande nedgång i produktionskostnader och en kraftig ökning av det globala arbetskraftsutbudet. Det har pressat ned varupriserna och dämpat lönetillväxten i höginkomstländer till följd av en ökad global konkurrens om jobben.
- Digitalisering och teknisk utveckling** ökar konkurrens och underlättar prisjämförelser, vilket sammantaget dämpar inflationen.
- ”Neutrala” räntan är lägre än den brukade vara – alltför stram penningpolitik.** Under de senaste årtiondena har trögrorliga strukturella faktorer tillsammans lett till en tydlig nedgång i den ”neutrala” räntan (den räntenivå som varken har en stimulerande eller åtstramande effekt på ekonomin). Faktorer som en åldrande befolkning och ökad nationell ojämlikhet har bidragit till ett ökat sparande, vilket har pressat ned den neutrala räntan. I och med att den neutrala räntan för närvarande är så låg har centralbankerna begränsat utrymme för att stimulera tillväxt och inflation, trots att man har sänkt räntorna till noll och expanderat balansräkningarna.
- Åtstramande finanspolitik efter finanskrisen.** Åtstramande finanspolitik i kombination med centralbankernas begränsade utrymme att stimulera ekonomin bidrog till en långsam ekonomisk återhämtning och lägre inflation efter finanskrisen. Åtstramningen kan också ha minskat effektiviteten i centralbankernas obligationsköp. Pengarna ”stannade kvar” i det finansiella systemet (och höjde priset på finansiella tillgångar) i stället för att komma hushåll och företag till godo via ekonomiska stimulansåtgärder.

Permanent låga räntor



Källa: Macrobond

Håller inflationen på att göra comeback?

De närmaste åren bedömer vi att ett lågt resursutnyttjande och en hög arbetslöshet bidrar till att hålla nere lönetrycket och inflationen. På längre sikt kommer olika faktorer att dra åt olika håll. Efter pandemin kan därför varken en era med inflation över eller under målet uteslutas.

Vägar till lägre inflation

Pandemin kan mycket väl förstärka flera av de inflationsdämpande trenderna vi har sett under de senaste årtiondena:

- **Digitaliseringsboom till följd av pandemin.** Digitalisering, automatisering och artificiell intelligens skulle kunna sänka priserna på många varor och tjänster. Det kan också försämlra löntagarnas förhandlingsstyrka, vilket bidrar till en mer dämpad lönetillväxt.
- **Förväntningar på en dämpad inflation.** En längre period av låg inflation kan ytterligare befästa förväntningarna på en långvarigt dämpad inflation.
- **Högre försiktighetssparande.** En annan konsekvens av pandemin kan vara att hushåll vill ha större säkerhetsmarginaler och därför spar mer av sin inkomst vilket minskar efterfrågan i ekonomin och sänker räntor.
- **Åtstramande finanspolitik** för att minska den historiskt höga offentliga skuldsättningen. Regeringar kan känna sig tvingade att strama åt innan arbetslösheten återigen gått ner till de nivåer som gällde före krisen, vilket skulle kunna leda till en långsammare ekonomisk återhämtning och lägre inflation.

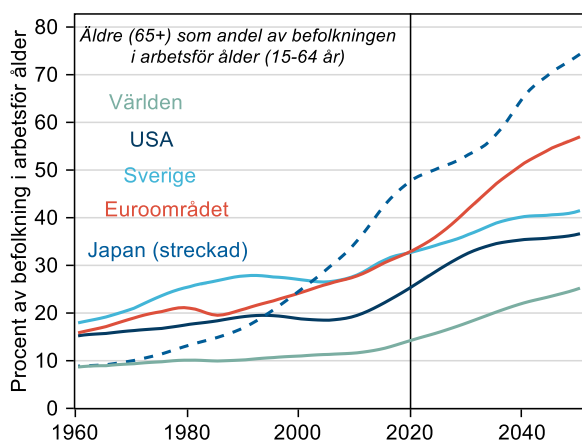
Sammantaget kan en kombination av ovanstående faktorer bidra till att inflationen det kommande decenniet blir ännu lägre än innan pandemin. Det gäller särskilt i länder där inflationen var låg redan före krisen (i synnerhet Japan och euroområdet). Vi bedömer dock risken för en utdragen period med deflation som begränsad.

Vägar till högre inflation

Samtidigt finns det flera faktorer som talar för en högre inflation under det närmaste decenniet.

- **Centralbanker har uttryckligen för avsikt att låta inflationen överskrida målet.** För att stärka trovärdigheten för inflationsmålen har flera centralbanker signalerat att de gärna vill få upp inflationen över målet under i alla fall en kortare period. Den amerikanska centralbanken, Federal Reserve, har nyligen aviserat att de nu styr penningpolitiken utifrån "Flexible Average Inflation Targeting". Detta innebär i dagsläget att Fed ska se till att inflationen skjuter över målet på kort sikt så att den *genomsnittliga* inflationen rör sig mot tvåprocentmålet.
- **Fortsatt mycket expansiv penning- och finanspolitik efter konjunkturen har normaliserats.** På sikt bör kraftigt expansiv politik ge upphov till en överhettning av ekonomin som pressar upp lönerna och inflationen (givet att den sk. phillipskurvan som visar sambandet mellan inflation och arbetslöshet inte är helt död).
- **Deglobalisering och en åldrande befolkning.** Covid-19 har blottlagt hur ömtåliga de globala leveranskedjorna är. Företag kan försöka minska den risken genom att diversifiera sina leverantörskedjor och hitta partners på närmare håll. Det skulle kunna leda till en ökad regionalisering av världsekonomin och möjligen en tillbakagång i globaliseringen för varubranscherna. Det kan i sin tur pressa upp priserna på varor och skulle kunna innebära att arbetare får en större förhandlingsstyrka. Dessutom skulle en åldrande befolkning och allt färre i den arbetsföra befolkningen i många delar av världen kunna bidra till brist på arbetskraft och högre löner. Åldrande befolkningar kan också sätta en viss press uppåt på "neutrala" räntor. Äldre människor tenderar att spara mindre än personer i arbetsför ålder, så åldrandet skulle kunna få sparandet att minska och de neutrala räntorna att stiga.

Åldrande befolkning



Källor: Macrobond och Världsbanken.

En kombination av ovanstående faktorer kan leda till en inflation över målet och högre inflationsförväntningar. Det skulle troligen leda till att centralbankerna börjar höja räntan och/eller avveckla de kvantitativa lättnaderna, vilket skulle dämpa inflationen. Men samtidigt är skuldsättningen i världen rekordhög, och inte minst de offentliga skulderna är mycket höga i många länder. Risken finns därför att även mindre räntehöjningar skapar en ohållbar situation. Det gör att det antagligen inte är så enkelt att höja räntan som det kan verka och det går inte att utesluta att centralbanker kan få påtryckningar från regeringar att inte strama åt penningpolitiken. I ett sådant scenario kan inflationsförväntningarna stiga, vilket kan leda till en stigande realiserad inflation.

Slutsatser: Låg risk för hög inflation

Det mesta talar för att de senaste decenniernas kraftfulla inflationsdämpande trender kommer att hålla i sig och att inflationen även det kommande decenniet i genomsnitt kommer att ligga under centralbankernas mål. Centralbanker kommer därför även framöver behöva fokusera på att hur man ska få upp inflationen snarare än motverka en för hög inflation. Vi bedömer dock att ett scenario med inflation över målet är mer sannolikt än en utdragen period med deflation. Men risken för att inflation kraftigt överstiger målet ser vi som mycket liten. I alla fall så länge centralbankerna har en självständig ställning gentemot det politiska systemet, och risken för att centralbanker förlorar oberoendet bedömer vi fortfarande som liten.

Det våras för zombierna. Eller?

Är du rädd att en expansiv ekonomisk politik håller allt fler zombieföretag vid liv? Fruktar du att zombieföretagens stapplande produktivitetstillväxt smittar och urholkar vårt gemensamma välstånd? Tillhör du dem som oroar sig för att pandemin är den perfekta grogrunden för dessa odöda företag? Lugn, forskningen säger att alltsammans är fantasier. Förmodligen.

Zombieföretag (zombier) blev ett fenomen i den stagnerande japanska ekonomin under 1990-talet. Zombierna ådrog sig sedan ett förnyat intresse mot bakgrund av den globala finanskrisen. En allmänt spridd teori är att zombieföretag är ett växande hot mot den globala produktivitetstillväxten och därigenom mot vårt gemensamma välstånd. Många fruktar att coronaviruspandemin kommer att förstärka zombieproblematiken så att allt fler företag haltar runt, knappt vid liv, och göds av en överdrivet givmild penning- och finanspolitik, pengar som hade kunnat satsats på hälsosammare och mer produktiva företag.



I den här artikeln ska vi titta närmare på vad ett "zombieföretag" egentligen är, vad som håller det vid liv och vad som skulle kunna lösa problemet – om det nu ens finns något. Forskningen tyder på att skrällen för zombier sannolikt är överdriven.

De levande döda

För att identifieras som en zombie måste ett företag i normalfallet ha uppvisat en brist på lönsamhet och en oförmåga att betala sina skulder över tid, men trots detta ha fortsatt med sin verksamhet. Men det är inte helt lätt att identifiera dessa företag med ledning av data. Den metod många forskare tar till är att undersöka företagets redovisningsrapporter. Ett företag betraktas som en zombie om dess räntetäckningsgrad, beräknad som intäkter före ränta och skatt delat med betald ränta, är lägre än ett. Dessutom måste företaget ha legat på den nivån under en viss tid. Ett vanligt antagande som även tillämpas i en ny studie från Riksbanken identifierar

en zombie som ett företag som har tio eller fler år på nacken och som under tre på varandra följande år inte har haft tillräckligt stora intäkter för att betala räntan på sina utestående skulder.¹

Zombier är alltså svaga företag som på något sätt lyckas fortsätta med sin verksamhet. Men varför är de så skrämmande? Enligt teorin tränger zombieföretagen ut mer hälsosamma investeringar och suger musten ur produktivitetstillväxten, vilket kan hota den finansiella stabiliteten. Forskare på Bank for International Settlements (BIS) drar slutsatsen från sin studie att det kan uppstå en negativ spiral där expansiv ekonomisk politik bidrar till att hålla en högre andel av zombieföretagen vid liv, vilket i sin tur håller nere produktivitetstillväxten och därmed bidrar till ännu lägre räntenivåer.² Om det stämmer borde det vara ett viktigt fokus för beslutsfattarna att dräpa zombieföretagen. Vissa kallar det "kreativ förstörelse", vilket innebär att det skapas utrymme för hälsosammare investeringar och att detta ger nytt liv åt produktivitetstillväxten. Det verkar dock inte möjligt att verifiera hypotesen om en ond cirkel, sprungen ur expansiv penningpolitik, i den samlade forskningen. Om beslutsfattarna skulle bestämma sig för att ta den vägen riskerar de att förstörelsen enbart blir destruktiv utan att något kreativt kommer ut av det hela.

"Kreativ förstörelse" risker att enbart bli destruktiv förstörelse

Vad håller dem vid liv?

Vad är det då som gör att zombieföretagen har väckts till liv och vad livnär de sig på? En teori som ligger i linje med den som BIS lanserar enligt ovan är att en expansiv ekonomisk politik har skapat och göder detta livsslukande anhang. Mer specifikt anses räntesänkningar ha lett till en minskad press på företagen att omstrukturera eller lämna marknaden. Den generella räntepolitiken med extremt låga räntor som finns kvar sedan den globala finanskrisen anses bidra till att hålla många

¹ Cella, Riksbank Staff Memo, september 2020

² Banerjee, Hofman, BIS Quarterly Review, september 2018

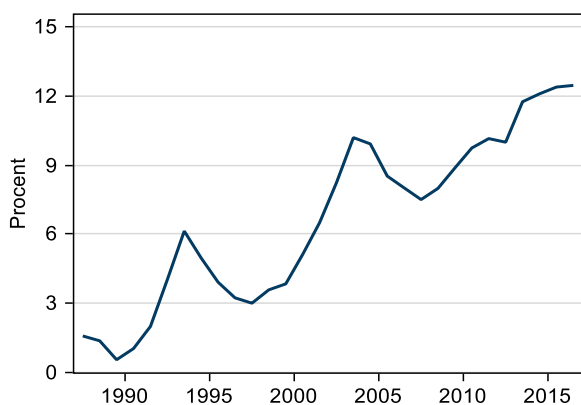
fler företag vid liv, företag som egentligen borde ha varit döda. Enligt denna hypotes dämpar den lätta penningpolitiken i själva verket den totala produktivitetstillväxten eftersom uppkomsten av zombier tränger ut hälsosammare investeringar.



Forskning vid centralbanker och OECD tyder dock på att denna slutsats är felaktig.

Forskningen på BIS visar visserligen att andelen zombieföretag har ökat i fjorton avancerade ekonomier sedan 80-talet. Dessutom har andelen zombieföretag växt sig ännu större sedan den globala finanskrisen samtidigt som de verkar överleva längre. De finner också ett visst samband med ränteläget.

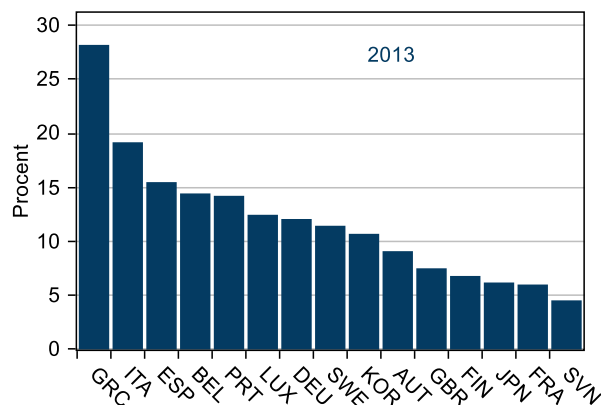
Andelen zombier har ökat



Anm.: Genomsnitt av börsnoterade bolag i 14 utvecklade länder.
Källa: Banerjee, Hofman, BIS Quarterly Review, September 2018

Men trots att det har förekommit penningpolitiska lättnader i de flesta utvecklade ekonomier sedan den globala finanskrisen finner OECD att andelen zombieföretag varierar stort mellan olika länder.

Andelen kapital som går till zombier varierar kraftigt mellan länder



Källa: OECD Economic Policy Paper, No 21 2017

Andelen kapital som investerades i zombieföretag i Japan var till exempel drygt 5 procent under 2013, medan motsvarande andel låg på närmare 20 procent i Italien.

När man tittar närmare på Europa finns det en stor variation när det gäller både nivån och utvecklingen av andelen zombier bland länderna i euroområdet, länder som har haft exakt samma penningpolitik. Detta resultat tyder på att penningpolitik sannolikt inte är den starkaste drivkraften bakom ökningen av zombier.

Forskning från Riksbanken³ visar till och med att andelen zombieföretag minskade stadigt under perioden 2011–2016 när den svenska reporäntan konsekvent sänktes och nådde negativa nivåer 2015. Det gjorde att endast 3 procent av det totala antalet svenska företag i Riksbankens stickprov kunde klassificeras som zombier. Dessa företag absorberade även mindre än 5 procent av finansinstitutens totala utlåning till alla icke-finansiella företag under 2016. Riksbanksstudien drar därför slutsatsen att zombieföretag på det hela taget inte verkar utgöra något hot mot varken den finansiella stabiliteten eller den ekonomiska tillväxten i Sverige.

Forskning från Finlands Bank⁴ tyder på att zombieföretag ofta inte är verkligt nödställda bolag utan snarare företag med tillfälligt låga intäkter i förhållande till sina räntebetalningar. Deras forskningsresultat visar att under de senaste 15 åren har omkring en tredjedel av dessa företag i själva verket varit tillväxtföretag och två tredjedelar har så småningom återhämtat sig från zombietillståndet

³ Cella, Riksbank Staff Memo, september 2020

⁴ Nurmi, Vanhala, Viren, Finlands Bank Research Discussion Paper, 8/20, maj 2020

och blivit hälsosamma företag. Forskning från Japan⁵ visar på samma sätt att de flesta zombieföretag som dök upp under det så kallade "förlorade årtiondet" hade återhämtat sig vid millennieskiftet.

*En expansiv centralbankspolitik
kan inte klandras för
zombiernas uppkomst*

Om det nu inte är den expansiva ekonomiska politiken som ska få skulden i första hand, vad är det då som skapar zombieföretagen och hur kommer det sig att de frodas på vissa platser men inte på andra? Forskningen pekar på ett antal förklaringar.

- En förklaring är svaga banker och att lån tillåts förlängas i all evighet. De banker, till exempel i Italien, som har svårt att uppfylla sina stipulerade kapitalkrav kommer oftare än andra banker att förlänga lån till svaga företag och ibland förbättra deras lånevillkor snarare än att realisera förlusterna i sin balansräkning. På så sätt bidrar svaga banker till att hålla företag vid liv, företag som borde ha dödförklarats och lämnat marknaden.⁶
- En ytterligare förklaring som forskningen pekar på är att ineffektiva insolvensförfaranden står i vägen för nedläggning av företag i vissa länder, vilket ger upphov till zombier.⁷
- Statligt stöd kan också vara en förklaringsfaktor, vilket syns i Kinas fall där de statligt ägda företagen utgörs av en stor andel zombier.⁸
- Dessutom tyder forskningen på att eget och lånat kapital ofta flödar till de solida och inte alltid de mest produktiva företagen efter en kris. Det skedde till exempel i södra Europa efter att realräntor föll som en konsekvens av ekonomisk nedgång och införandet av euron. Resurser allokerades då till företag som hade en högre nettoförmögenhet men som inte nödvändigtvis var mer produktiva.⁹ Den tidigare nämnda studien från Riksbanken visar att zombieföretagen i Sverige konsekvent minskade sin exponering mot finansinstituten

⁵ Fukuda and Nakamura, *The World Economy* 34(7), 2011

⁶ Arrowsmith et al., *Quarterly Bulletin*, Bank of England, 2013. Duval et al., *The Review of Financial Studies* 33(2), 2020.

under perioden 2011–2016 samtidigt som de fick stora tillskott från sina aktieägare.

De olika studierna indikerar att riskaversion i spåren av en ekonomisk kris kan dämpa produktivitetstillväxten, och hålla zombier vid liv.

Effekter av pandemin

Zombiediskussionen har blivit mer intensiv under 2020 eftersom många fruktar att pandemin kommer att utgöra en bördig mylla för företag som varken är levande eller döda. Självklart kommer fler företag att hamna i svårigheter ju längre pandemin varar, men de behöver inte förvandlas till zombier för det.



Först av allt slår pandemin mot företag, främst i tjänstesektorn, som i annat fall skulle ha varit hälsosamma och hållbara med en bred efterfrågan på sina produkter. De flesta av de här företagen kommer sannolikt att återhämta sig snabbt så fort samhällen öppnas upp efter nedstängningarna och efterfrågan återvänder.

Det var inte heller så att denna kris orsakades av överdrivet risktagande i företag eller hos finansinstituten. Tvärtom var det så att bankerna var mer solida än tidigare när de gick in i pandemin och borde därmed ha förmågan att absorbera kreditförluster i högre utsträckning. Det skulle minska risken för att bankerna förlänger det som brukar kallas för "osäkra fordringar" som skulle kunna hålla fler zombier vid liv.

Men det är ändå så att olika former av statligt stöd för närvarande bidrar till att många företag håller sig flytande, och det finns en risk att några av dessa företag inte kommer att vara livskraftiga i slutänden. Följaktligen är det viktigt att politiken är finkalibrerad och att stöden i så hög utsträckning som möjligt kanaliseras till företag som kommer att vara

⁷ McGowan et al., OECD Economics Department Working Papers no. 1399, 2017

⁸ Lam et al., IMF Working Paper WP/17/226, 2017

⁹ Gopinath et al., *The Quarterly Journal of Economics* 132(4), 2017

hälsosamma och hållbara när pandemin väl är över. Med det i åtanke är det också ytterst viktigt att stöden inte återkallas för tidigt då det kan leda till att normalt livskraftiga bolag går i konkurs.

I vissa länder har myndigheterna infört tillfälliga åtgärder i syfte att försvåra för företag att försättas i konkurs under pandemin. Om dessa pandemirelaterade åtgärder finns kvar längre än det ursprungligen var tänkt kan de komma att öka antalet zombieföretag. Dock skulle det troligen vara ett temporärt problem och inte någon långsiktig trend.

Det finns också en risk att företag med begränsade besparingar går i konkurs innan pandemin har kvävts, trots ekonomisk stimulans. Bland dessa penningstvaga företag kommer det normalt sett både finnas "gaseller" med hög produktivitetstillväxt och zombier. Om båda företagstyperna dör ökar inte zombieandelen, utan den kan till och med minska.

Zombier är inte så farliga

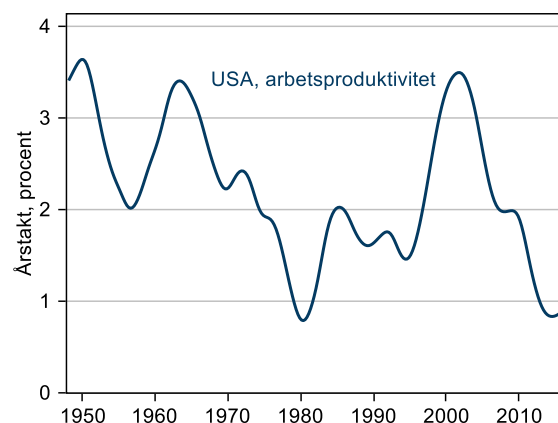
Det faktum att zombieföretagen existerar har sällan något att göra med andra sundare företag, vilket har diskuterats ovan. Forskning från Italiens centralbank visar exempelvis att uppkomsten av zombieföretag inte påverkade tillväxttakten i friskare företag i negativ riktning under och efter finanskrisen.¹⁰ Riksbanksstudien visar att närvaron av zombieföretag i Sverige under perioden 2011–2016 huvudsakligen saknade koppling till tillväxten i icke-zombieföretag.

Var lurar den verkliga faran?

Om en mindre stram penningpolitik och zombier inte är det som tar död på den övergripande produktivitetstillväxten, vad kan det då vara?

Betraktat på lite avstånd är inbromsningen av produktivitetstillväxten ett globalt fenomen som redan har pågått under ganska lång tid. Den genomsnittliga globala produktivitetssökningen har uppvisat en nedåtgående trend sedan början av 1970-talet. Sannolikt innebar perioden från andra världskriget fram till början av 1970-talet ovanliga produktivitetmöjligheter med många lågt hängande frukter efter kriget. Produktivitetstillväxten ökade tillfälligt i många utvecklade ekonomier från 1990-talet, vilket är ett fenomen som har kopplats till viktiga tekniska genombrott och det snabba prisfallet på halvledare. När effekten av denna uppgång var över fortsatte produktivitetstillväxten att sakta in.

Produktiviteten har saktat in sedan 70-talet



Källa: Macrobond

Det finns ett antal möjliga och delvis uttömmande förklaringar till inbromsningen i den globala produktivitetstillväxten. Ett lite oväntat forskningsresultat, som OECD har fokuserat mycket på den senaste tiden, är möjligheten att en långsammare produktivitetssökning inte är resultatet av en långsammare innovationstakt. Utan istället beror på en långsammare spridningstakt för innovationer från teknikledare till andra företag och länder. Det innebär att produktivetsfronten fortfarande verkar röra sig framåt, men med ett mindre antal företag som växer väsentligt snabbare än resten. Takten i vilken efterslänrarna hinner i kapp dem som har tagit täten har blivit långsammare sedan 1980-talet, både i utvecklade ekonomier och på tillväxtmarknader. Det har följaktligen skapat ett produktivitetsglapp mellan några få ledare och en bred svans av svagare företag. I Storbritannien har exempelvis runt 1 procent av företagen haft en genomsnittlig produktivitetstillväxt på omkring 6 procent per år sedan millennieskiftet medan en tredjedel av de brittiska företagen inte har haft någon produktivitetssökning alls.¹¹

Den långsammare spridningen av tekniska genombrott och det växande produktivitetsglappet mellan företag kan bidra till att förklara en stor del av minskningen i de totala nivåerna för produktivitetstillväxt.

Spridningen av tekniska genombrott och bästa praxis har börjat gå långsammare

¹⁰ Schivardi et al., Bank of Italy Working Paper no 1139, 2017

¹¹ Haldane, Bank of England speech, 2017

En förklaring till det växande produktivitetsslappet mellan några få ledare, så kallade superstjärnor och svansen av efterslänrare, verkar vara den ökande maktkoncentrationen i ett begränsat antal företag, vilket håller tillbaka framstegen för merparten av världens företag.

Våra slutsatser

Sammanfattningsvis är zombieföretag inte så läskiga. De anställer människor och tar vanligtvis inte dina pengar eller din hjärna. Forskning stöder inte hypotesen att det finns en ond cirkel där expansiv penningpolitik håller fler zombier vid liv, som sedan fortsätter att sänka produktivitetstillväxten. Andelen zombieföretag har inte stigit i alla OECD-länder där räntor har sänkts, och zombieandelen varierar kraftigt mellan länder som exponeras för exakt samma penningpolitik. Snarare pekar forskningen på att zombier håller sig vid liv på grund av svaga banker och ineffektiva insolvensförfaranden och ibland som ett resultat av riskaversion som härrör från tidigare kriser. Zombier tränger inte nödvändigtvis ut hälsosammare investeringar.

I stället för att vara orsaken bakom den avtagande globala produktivitetstillväxten är zombier antagligen ett symptom på det. När efterfrågetillväxten försvagas kommer fler företag att få det tufft, men kan ändå hålla sig flytande om omständigheterna är de rätta.

Som vi ser det är problemet inte zombies, utan den avtagande produktivitetstillväxten är orsakad av andra krafter som diskuterats ovan. Följaktligen skulle det vara ett mycket kostsamt misstag att döda zombier genom att höja räntor.

Politiska beslutsfattare bör komma ihåg att bland de mycket skuldsatta företagen finns inte bara zombier utan också "gaseller" med hög produktivitet. Högre räntor skulle drabba båda typerna av företag och begränsa den totala produktivitetens vinst. Om man antar att det verkligen skulle bli en produktivitetens vinst skulle det ske till ett smärtsamt högt pris för sysselsättningen. Självklart tar det tid att ersätta ett företag. Det är därför som eventuella produktivitetens vinster endast skulle uppstå på sikt. Kostnaden för arbetslösheten skulle däremot vara omedelbar. Att ta död på en zombie skulle göra fler människor arbetslösa och dämpa den ackumulerade efterfrågan ännu mer. Det skulle öka risken för att den nuvarande krisen förvärras, särskilt om man avsiktligt dödar zombieföretag nu under pandemin.

Kommer andelen zombier stiga till följd av pandemin? Vi tror inte det. För att zombieandelen

ska öka i kölvattnet av pandemin, måste efterfrågan förbli dämpad. Men det är inte vad vi förväntar oss. Tvärtom förväntar vi oss att den accelererar ganska markant i år och nästa år. Det är också så att denna kris inte orsakades av alltför stora risker från företag eller banker. Tvärtom, när man gick in i pandemin var bankerna mer solida än tidigare och borde kunna absorbera kreditförluster i större utsträckning. I stället för att frukta fler zombier ser vi en risk att om pandemistimulerande åtgärder rullas tillbaka för snabbt kan fler konkurser än nödvändigt bli resultatet.

Hur vi än ser det, skärpa politiken för att döda zombier är fel svar på fel fråga. För att blåsa nytt liv i produktivitetstillväxten och göra sig av med zombier behöver beslutsfattarna snarare fokusera på att öka spridningen av tekniska innovationer och vid behov skärpa de regulatoriska ramverk som håller olönsamma företag vid liv.

Grönt är det nya svarta

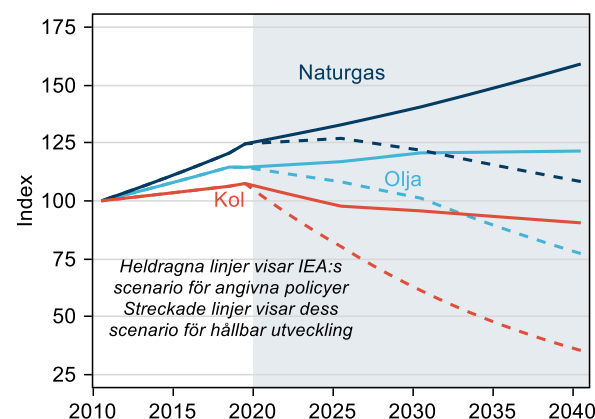
För att uppnå det temperaturmål som är överenskommet i Parisavtalet krävs en snabb uppgradering av energisektorn och enorma investeringar. Denna omvandling har omfamnats från investerare på finansiella marknader. Förankring hos allmänheten, regeringars politik och teknologiska framsteg är ytterligare kraftfulla drivkrafter bakom dessa kapitalflöden till nya energitillgångar. Det offentliga stödet för fler klimatåtgärder är stabilt och vi kommer sannolikt att se fortsatta investeringar i företag som erbjuder lösningar på klimatutmaningen. Men det finns också risker då omställningen i energisektorn riskerar dock att leda till högre energikostnader vilket i sin tur skulle kunna minska allmänhetens stöd för klimatpolitiken.

Den gröna omställningen överlever pandemin

Allt oftare hör vi löften från ett land eller ett större företag om att bli koldioxidneutral inom några decennier. Pandemin ser ut att ha förstärkt denna trend. Många har oroat sig för att kortsiktiga tillväxtöverväganden skulle ha företräde i förhållande till klimatmål under årets djupa ekonomiska konjunkturedgång, men i stället har vissa stater kopplat ekonomisk stimulans till långsiktiga klimatmål för att skapa en klimatomfattig bättre återhämtning.¹²

Parisavtalet har som mål att begränsa ökningen av den globala genomsnittstemperaturen till väsentligt mindre än två grader Celsius jämfört med den förindustriella nivån. Avtalet trädde i kraft i slutet av 2016 och har skrivits under av nära 190 länder. Även om Parisavtalet inte erbjuder någon förutbestämd plan på hur temperaturmålet ska uppnås är det tydligt att det krävs en omställning av energiproduktionen utan motstycke för att lyckas. Energisektorn bidrar med mer än 70 procent av de totala utsläppen av växthusgaser.¹³ Att uppnå ett nollnettoutsläpp av växthusgaser är en enorm utmaning och kräver en omfattande minskning av användningen av fossila bränslen i elektricitet, kraftproduktion och transport.

Fall i produktionen av fossila bränslen



Anm.: Siffror interpoleras där årssiffror inte finns tillgängliga
Källor: Macrobond, IEA World Energy Outlook 2020

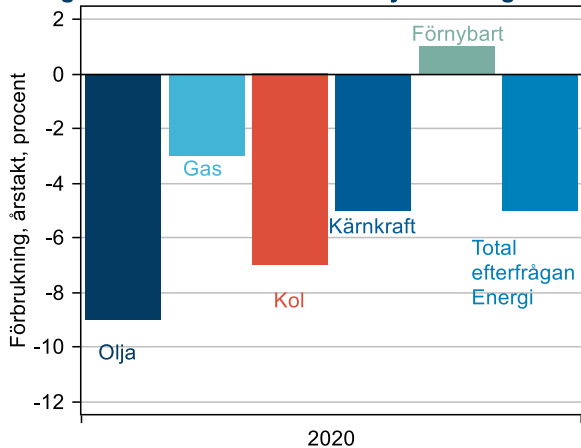
På senare tid har fokus på detta ökat, även om utmaningen har varit känd under många år, eftersom många länder nu planerar för hur de ska klara av sina nationella bidrag till 2030. Den ekonomiska konjunkturedgången under 2020 har lett till en beräknad minskning av energiförbrukningen med omkring 5 procent.¹⁴ Minskningen har dock begränsats till sektorn för icke-förnybar energi samtidigt som den förnybara energiförbrukningen har ökat.

¹² Exempelvis är EU:s återhämtningsplan efter pandemin knuten till hållbarhetsmål

¹³ Enligt OurWorldinData.org

¹⁴ IEA World Energy Outlook 2020

Energibehovet minskar men förnybar energi växer



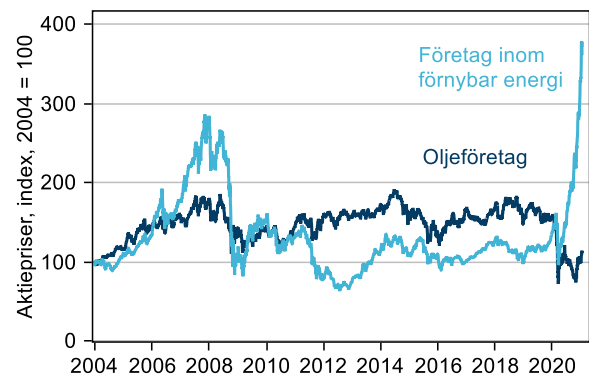
Källor: Macrobond, IEA World Energy Outlook 2020

Den övergripande minskningen i energiförbrukning och omställningen till förnybara energikällor kommer att leda till en sju procentig minskning av de globala koldioxidutsläppen under 2020 enligt IEA. Större delen av denna minskning är dock en följd av den konjunkturedgång som världen går igenom på grund av pandemin och kommer sannolikt att visa sig vara tillfällig när världsekonomin återhämtar sig. För att uppnå målen i Parisavtalet behöver världens länder öka takten i övergången från fossila bränslen till energiproduktion med låga koldioxidutsläpp.

Investerarna är med på tåget

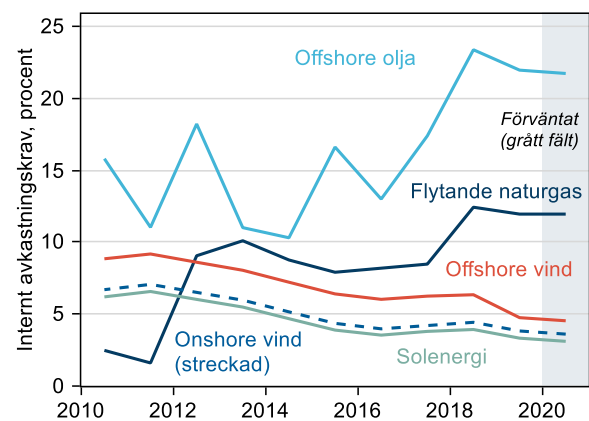
Stater fortsätter skärpa sina utsläppsmål och förverkligar, åtminstone i viss mån, en politik som är utformad för att påskynda energiomställningen och investerarna bevakar utvecklingen noga. Klimatrelaterade mål är inget nytt, men investerarnas intresse för energitillgångar med låga utsläpp har ökat kraftigt de senaste åren. På aktiemarknaden har traditionella olje- och gasproducenter fått sig en törn av raset i produktpriser som har orsakats av pandemin. Lägre priser på fossila bränslen har tidigare lett till svagare kursutveckling även för företag inom alternativ energi. Det senaste årets utveckling verkar ha brutit detta samband. De stora oljeproducenternas aktiekurser har rasat de senaste åren samtidigt som aktiekurserna för energiföretag med låga koldioxidutsläpp har gått upp.

Stigande aktiepriser för företag inom förnybart



Anm.: Oljeföretag utgörs av Eni, Equinor, Total, Chevron, BP och Exxon Mobil. Indexet viktas efter börsvärde. Förnybara företag motsvaras av WilderHill New Energy Global Innovation Index. Källor: Macrobond och Bloomberg

Ökade avkastningskrav för fossila projekt



Anm.: Topprojekt efter år med projektsanktion. Källor: Macrobond, Goldman Sachs Global Investment Research

Oljejättarna står nu inför ökade finansieringskostnader för sina projekt, både på grund av lägre aktiekurser och högre räntekostnader på upplåningsmarknaden. Motsatsen gäller för förnybara projekt. Investerare både i aktier och obligationer lägger ökad vikt vid klimatrelaterade risker i sina investeringsbeslut. Det omfattar anseenderisker, liksom rent finansiella risker kopplade till en större osäkerhet kring framtida priser på fossila bränslen och risken för icke-återvinningsbara tillgångar/obsoleta tillgångar givet det regleringsmässiga trycket för att uppnå en koldioxidfri energiproduktion.

Investerare styr kapital mot grön energi

Krafftfulla drivkrafter styr finansiella flöden

Den gröna trenden på de finansiella marknaderna drivs enligt vår uppfattning av tre övergripande krafter:

- Statliga regleringar
- Tekniska innovationer
- Folkligt stöd

Dessa drivkrafter är inte fristående utan förstärker varandra. Det regleringsmässiga trycket mot energiproduktion med låga koldioxidutsläpp framkommer av det globala stödet för Parisavtalet. Så här långt är inte den nuvarande globala politiken tillräcklig för att uppfylla temperaturmålet, men ett antal länder har skärpt sina utsläppsmål på kortare och längre sikt inför den 26:e FN-konferensen om klimatförändringar som ska hållas senare i år. EU:s gröna giv, Green Deal, har sannolikt varit en stark drivkraft bakom investeringarna sedan förra hösten. EU har i denna giv angett huvuddragen för ett antal politiska initiativ med det övergripande målet att göra Europa klimatsmart till 2050.

Det regleringsmässiga trycket på en utfasning av koldioxid i energiproduktionen omfattar ett antal mekanismer för finansiellt stöd till förnybar energi. Detta har möjliggjort projekt inom forskning och utveckling för storskalig spridning av energilösningar med låga koldioxidutsläpp. Under förra seklet föll kostnaden för produktion av både vind- och solenergi betydligt. På vissa ställen är kostnaden per MWh nu lägre än för konkurrerande energislag från fossila bränslen. Denna utveckling har varit en drivkraft bakom en förändring på de finansiella marknaderna eftersom lönsamheten inte längre är helt baserad på subventioner.

Det folkliga stödet för klimatpolitiken har ökat i USA och Europa under den senaste tioårsperioden. I en undersökning genomförd av Pew Research Center under 2019 ansåg 67 procent av de vuxna amerikanerna enligt uppgift att den federala regeringen gjorde för lite för att minska effekterna av klimatförändringarna. Nästan 80 procent instämmer i att den viktigaste prioriteten för det amerikanska energiutbudet bör vara att utveckla alternativa metoder för energiproduktion. Enligt en undersökning gjord av EU-kommissionen instämmer 92 procent av européerna i att utsläpp av växthusgaser ska minska för att göra EU:s ekonomi klimatsmart till 2050. Det folkliga stödet för klimatåtgärder har därför blivit en viktig politisk fråga och har bidragit till fler klimatförordningar. En ökad

klimatmedvetenhet har också satt kapitalförvaltare under lupp när det gäller klimatpåverkan kopplad till deras aktie- och obligationsinnehav. På senare år har också kampanjer som propagerar för avyttring av tillgångar av fossilt bränsle fått större genomslagskraft.

Utfasning av koldioxid är inte gratis

När allmänheten, politiker och investerare tycks göra enad sak för att stötta utfasningen av koldioxid i ekonomin ter sig den gröna trenden på de finansiella marknaderna stabil. Om framtiden för energiproduktion enbart handlar om förnybar energi är det tydligt att det kommer att krävas betydligt större investeringar. Även om det offentliga stödet för klimatpolitik är högt i den utvecklade världen verkar viljan att betala för minskade utsläpp av växthusgaser däremot vara ganska låg. Det kan till exempel nämnas att mer än två tredjedelar av amerikanerna var tveksamma till att betala 20 dollar i månaden för att bekämpa klimatförändringarna enligt uppgifter från senare delen av 2018. Denna typ av undersökningar tyder på att stödet för klimatpolitiken är villkorat av att kostnaderna hålls i schack.

Det är uppenbart att det finns kostnader kopplat till att bygga om infrastrukturen för vår energiproduktion. Skillnaden mellan kostnader för förnybar energi och fossila bränslen verkar dock vara mindre vid en jämförelse av energikostnader per enhet. Å andra sidan pekar forskning på potentiella dolda kostnader hos förnybar energi som inte fångas upp av standardiserade beräkningar av totala utjämnade kostnader (LCOE) för att producera energi. En färsk OECD-rapport drar slutsatsen att systemkostnaden per MWh ökar med andelen förnybar energi i elnätet.¹⁵ OECD-resultaten visar att en andel förnybar energi på 75 procent kan fördubbla priset på el jämfört med en basnivå med låg penetration av förnybara energikällor. Större delen av kostnadsökningarna är kopplade till att tillhandahålla restbelastning i systemet. De periodiska egenskaperna hos de flesta förnybara energikällor gör att andra energikällor måste tillhandahålla uppbackning när solen inte skiner eller när vinden inte blåser. Kostnaden per kWh för att tillhandahålla denna uppbackning ökar med andelen periodiskt fungerande förnybara energikällor.

Mot bakgrund av den kostnad som förknippas med att fasa ut koldioxid i energiproduktionen finns det en risk att det folkliga stödet kan vändas mot den politik som höjer kostnaden för energi för mycket för att

¹⁵The Cost of Decarbonisation: System Costs with High Shares of Nuclear and Renewables”, OECD 2019

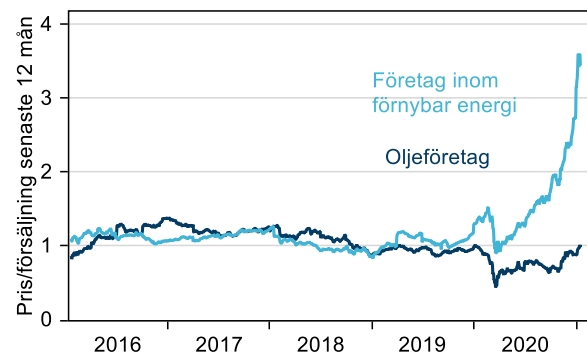
påskynda framstegen i klimatfrågan. Dessa kostnader är sannolikt inte störande under de tidiga faserna av energiomställningen, men kan leda till ett fall i populariteten i takt med att andelen förnybara energikällor ökar i energiproduktionen. Om det folkliga stödet för klimatpolitiken avtar finns det en risk att klimatomställningen bromsar in. Med tanke på kostnadsutmaningarna för förnybara energikällor kan det leda till omvända kapitalflöden på energiområdet.

Den instabila karaktären hos vissa förnybara energikällor kan avsevärt öka kostnaderna för systemet som helhet

Prissättning av grön energi ökar sårbarhet

Klimatpolitikens genomslagskraft i västvärlden går hand i hand med åtgärder för att förebygga global uppvärmning. Pandemin verkar ha förstärkt politikernas beslutsamhet i att investera för att uppnå Parisavtalets temperaturmål.

Pris på företag inom olja och förnybart går isär



Anm.: Oljeföretag inkluderar Eni, Equinor, Total, Chevron, BP och Exxon Mobil. Indexet är ihopvikttat efter marknadsvärde. Förnybara energiföretag motsvaras av WilderHill New Energy Global Innovation Index.

Källor: Macrobond, Bloomberg och Handelsbanken

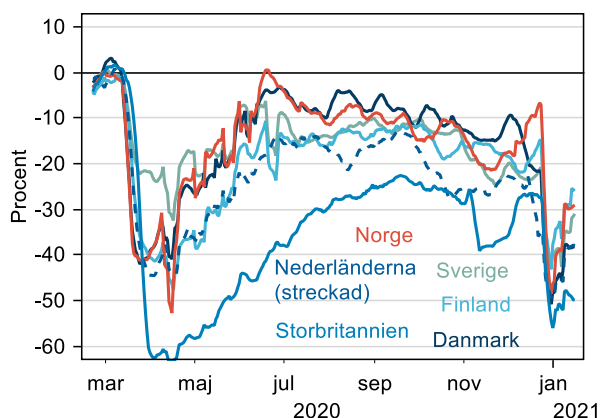
Företag i den nya energisektorn är relativt högt värderade på börsen, vilket avspeglar investerarnas tilltro till deras långsiktiga intjäningspotential. Den höga värderingen ökar sårbarheten för svängningar i det politiska stödet och omvända trender i kapitalflöden. Å andra sidan är medvetenheten om att klimatförstörelsen medför stora kostnader hög. Och så länge det offentliga stödet för fler klimatåtgärder är stabilt kommer vi sannolikt att se fortsatta investeringar i företag som erbjuder lösningar på klimatutmaningen.

Gemensamma drag i återhämtningen

Shoppingsstopp i Danmark och Storbritannien

Den andra vågen av pandemin har lett till att restriktionerna återigen har stramats åt i samtliga våra hemmamarknadsländer (Sverige, Norge, Finland, Danmark, Nederländerna och Storbritannien). Till skillnad från våren 2020 visar Google-data en förhållandevis likartad inbromsning i rörelseaktivitet i de nordiska länderna under den andra pandemivågen.

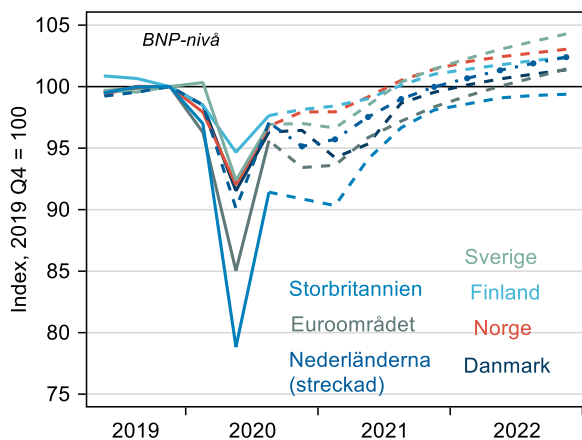
Rörelseaktivitet exkl. parker och bostäder



Anm.: 1 veckas glidande medelvärde, jämförelse med före pandemin
Källor: Macrobond och Google Mobility Data

Den minskade rörligheten i butiker och transportnav talar för ytterligare en tydlig inbromsning i hushållens konsumtion under vintern. I Danmark och Storbritannien har all icke-nödvändig butikshandel stängts och vår prognos är att dessa två länder därmed drabbas särskilt hårt (se vår BNP-prognos i graf).

Andra vågen, mild effekt på Finland och Norge?



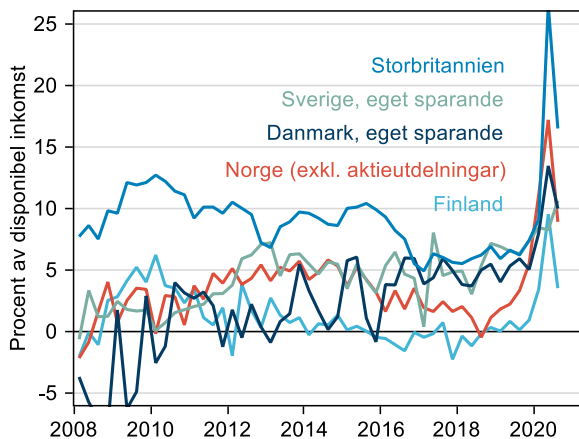
Källor: Macrobond och Handelsbanken

Industri- och byggföretag ser dock fortsatt ut att klara sig från skärpta restriktioner och produktionsstopp, även om vi noterar vissa utbudsbegränsningar på vissa håll, såsom brist på containrar och fullastade containerfartyg. Att den globala industriproduktionen fortsatt går starkt är viktigt för samtliga våra hemmamarknader, men inte minst för Finland och Sverige som i hög grad exporterar insats- och investeringsvaror. Danmark gynnas under våren av att läkemedelsindustrin utvecklades starkt under pandemin men efter att företagens lager fyllts upp har utvecklingen varit lite mer dämpad under hösten. Vår bedömning är att Finlands ekonomi klarar sig förhållandevis lindrigt undan även denna andra pandemivåg, men att återhämtningen därför också blir något långsammare. I Norge frodas också mer optimism och Norges Bank signalerar nu två räntehöjningar under 2022, vilket också är vår prognos.

Vaccin, ökad konsumtion och fallande sparkvot

Vi räknar med att gradvisa vaccinframgångar och lättnader av restriktioner under första halvåret leder till att hushållens konsumtion tar tydlig fart i andra och tredje kvartalet. Utöver skäl som att restriktioner lättas och osäkerhet avtar har hushållens sparande ökat kraftigt under pandemin i samtliga hemmamarknadsländer och kan bidra till ytterligare stöd i återhämtningen. Exempelvis har den danska centralbanken uppskattat att försiktighetssparandet endast uppgick till 5 procent av ökningen av sparkvoten, medan 85 procent av ökningen drevs av "bristande utgiftsmöjligheter". Det talar för att hushållen relativt snabbt kan återgå till en mer normal konsumtionsnivå i förhållande till inkomsten. I Sverige har dock inte sparkvoten ökat i samma grad som i de övriga nordiska länderna.

Hushållens sparkvot har ökat mindre i Sverige

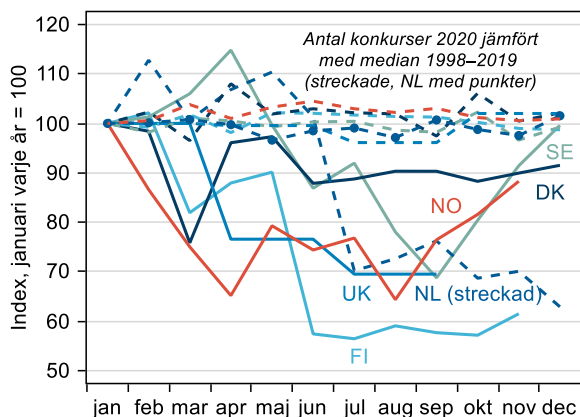


Källor: Macrobond och nationella källor

Många permitterade, förvånansvärt få konkurser

Arbetsmarknaden har utvecklats starkare än vi och många andra förväntat sig under året och arbetslösheten har redan börjat falla tillbaka i flera länder sedan mitten av 2020. I de flesta av våra hemmamarknadsländer är det fortfarande ett stort antal personer med permitteringsstöd. Men Storbritannien sticker ut, med omkring 14 procent av arbetskraften permitterad i slutet av 2020. I Sverige var den siffran 1,6 procent i november. Vinterns pandemiska och ekonomiska bakslag bidrar till att nyanställningar skjuts på framtiden och att hålla uppe såväl arbetslösheten som antal permitterade i närtid. Dessutom ökar risken för konkurser. I åtminstone Danmark och Sverige ökade konkurserna något i december. Men bortsett från det har antal företagskonkurser minskat efter pandemins första våg och varit lägre än normalt under andra halvåret i samtliga våra hemmamarknadsländer.

Förvånansvärt få konkurser andra halvåret 2020



Anm.: Danmark avser "aktiva företag", statistik endast fr o m 2009.
Källor: Macrobond och nationella källor

Våra hemmamarknader i siffror

Storbritannien

	2019	2020	2021p	2022p
BNP	1,4	-10,1	5,8	4,4
Arbetslöshet*	3,8	4,5	6,5	5,5
Inflation	1,8	1,2	1,5	2,0
Styrränta, procent**	0,75	0,10	0,10	0,10
Växelkurs, EUR/GBP**	0,85	0,90	0,86	0,86

Källor: ONS, Macrobond och Handelsbanken

* Procent av arbetskraften **Vid årets slut

Sverige

	2019	2020	2021p	2022p
BNP*	1,4	-3,1	2,7	4,1
BNP, faktisk	1,3	-2,9	2,8	4,1
Hushållens konsumtion*	1,3	-5,0	2,6	5,8
Fasta investeringar*	-1,2	-1,9	1,1	4,0
Nettoexport, BNP-bidrag*	1,1	0,3	0,5	0,0
Arbetslöshet**	6,8	8,4	8,7	7,6
Sysselsättning	0,7	-1,4	-0,3	1,7
Inflation, KPIF	1,7	0,5	1,3	1,1
Styrränta, procent***	0,00	0,00	0,00	0,00
Växelkurs, EUR/SEK***	10,43	10,04	9,95	9,80
Offentligt finansiellt sparande****	0,6	-3,3	-2,5	-1,0
Bruttoskuld, offentlig sektor****	35,1	39,6	39,5	36,8

Källor: Macrobond och Handelsbanken

*Kalenderkorrigerad **Procent av arbetskraften ***Vid årets slut **** Procent av BNP

Norge

	2019	2020	2021p	2022p
BNP, fastland	2,3	-3,4	3,7	2,8
Hushållens konsumtion	1,4	-8,1	6,2	6,7
Petroleuminvesteringar	12,6	-4,5	-5,0	-5,0
Arbetslöshet*	2,3	5,0	3,3	2,7
Inflation, kärn	2,2	3,0	2,1	1,4
Styrränta, procent**	1,50	0,00	0,00	0,50
Växelkurs, EUR/NOK**	9,86	10,47	10,30	10,20

Källor: Macrobond och Handelsbanken

*Procent av arbetskraften **Vid årets slut

Finland

	2019	2020	2021p	2022p
BNP	1,1	-3,1	2,5	2,3
Hushållens konsumtion	0,8	-3,7	2,5	2,0
Fasta investeringar	-1,1	-2,0	0,7	1,6
Nettoexport, BNP-bidrag	1,7	-0,8	0,6	0,6
Arbetslöshet*	6,7	7,7	7,5	7,2
Inflation	1,0	0,3	0,9	1,3
Budgetsaldo**	-1,0	-5,3	-4,5	-2,4
EMU-skuld**	59,3	68,4	70,3	70,0

Källor: Macrobond and Handelsbanken

*Procent av arbetskraften **Procent av BNP

Danmark

	2019	2020	2021p	2022p
BNP	2,8	-3,8	1,3	4,0
Hushållens konsumtion	1,4	-3,7	1,5	5,1
Offentlig konsumtion	1,2	-1,2	2,1	-0,1
Fasta investeringar	2,8	-0,1	0,8	4,0
Export	5,0	-8,9	1,9	7,1
Import	2,4	-7,0	2,6	6,9
Arbetslöshet**	5,1	5,8	6,4	5,5
Inflation	0,8	0,4	1,2	1,4
Styrränta (dep. rate), procent**	-0,75	-0,60	-0,60	-0,60

Källor: Macrobond and Handelsbanken

*Procent av arbetskraften **Vid årets slut

Nederländerna

	2019	2020	2021p	2022p
BNP	1,6	-4,2	3,0	3,6
Arbetslöshet*	3,4	4,1	6,0	5,3
Inflation	2,7	1,1	1,3	1,5

Källor: Macrobond och Handelsbanken

*Procent av arbetskraften

Storbritannien

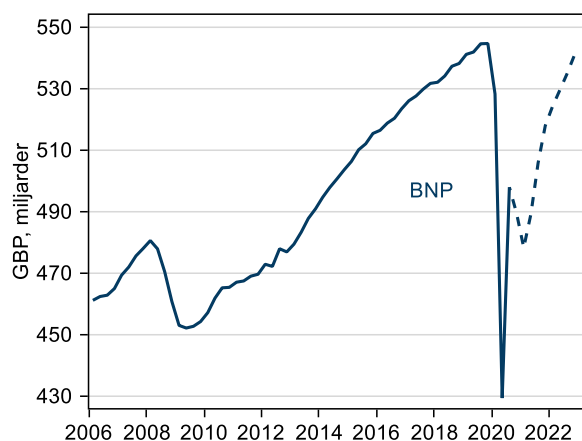
Hopp om bättring

Inledningen på 2021 för med sig två mycket välkomna nyheter och en som inte är lika önskvärd. Överenskommelsen på julafton om ett frihandelsavtal mellan EU och Storbritannien och, lika viktigt, början på massvaccinationsprogrammet mot Covid-19 hör till de positiva nyheterna. Mindre välkommen var den förnyade nedstängningen av hela landet som varar minst fram till mitten av februari. Återhämtningen under förra sommaren visade att efterfrågan fanns där, men en mer uthållig återhämtning dröjer tills vaccinet distribueras brett, och därför är vår bedömning att en mer varaktig tillväxt kommer under andra halvåret.

Det blir värre innan det blir bättre

Det gångna året var chockartat för Storbritannien. Inte nog med att man måste försöka hantera Covid-19-pandemin, det pågick också förhandlingar om brexit och det fanns en mycket reell risk för en avtalslös sådan. Detta påverkade alla aspekter av den ekonomiska tillväxten, från konsumtion till företagens investeringar, handelsbalansen och offentliga utgifter. Den goda nyheten är att det finns ett relativt starkt ljus i slutet av tunneln. Först av allt är det vaccinet, och åtminstone i Storbritannien pågår ett snabbt vaccinationsprogram. Sedan kom, på julafton, med offentliggörandet av ett frihandelsavtal mellan Storbritannien och EU. En ljus framtid väntar, men först måste man ta sig igenom en förnyad nationell nedstängning.

BNP närmar sig nivån före pandemin

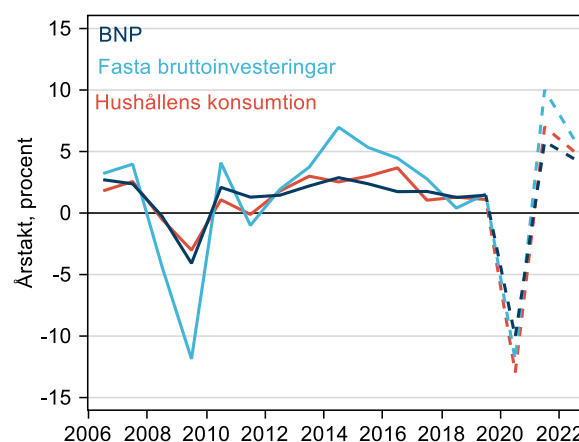


Källor: Macrobond, ONS och Handelsbanken

Månatliga BNP-data visar att den första nedstängningen ledde till en nedgång om 25,6 procent i BNP. Vad som är märkbart under de nya nedstängningarna är att människor har blivit vana att fortsätta med sitt arbete, samt att handla på nätet. I juni redovisade 64,7 procent av företagen en

minskad omsättning men i december hade det sjunkit till 42,7 procent.¹⁶ Liksom tidigare märks effekten mest inom områden där nedstängningen slår som hårdast – bland restauranger, i resebranschen, inom kulturen och butikerna på de stora shoppingstråken. Vår prognos är att Storbritanniens BNP sjunker med 10,1 procent under 2020, för att sedan öka med 5,8 procent under 2021 och 4,4 procent 2022.

Både investeringar och konsumtion lyfter BNP



Källor: Macrobond, ONS och Handelsbanken

Arbetslösheten i Storbritannien nådde den lägsta nivån på 45 år med 3,8 procent i december 2019 och den ligger officiellt kvar på 4,9 procent, men 14 procent av arbetsstyrkan förblev i mitten av december tillfälligt permitterad och många av de personerna blir sannolikt uppsagda längre fram. Regeringens permitteringsstöd, som nu är förlängt till slutet av april, syftar till att bevara de jobb som bedöms vara livskraftiga på lång sikt. Det målet kommer bara delvis att uppnås och vår prognos är att arbetslösheten stiger till 6,5 procent under 2021 när företagen anpassar storleken på sin arbetsstyrka för att tillgodose efterfrågan på varor och tjänster.

¹⁶ ONS; "Business insights and impact on the UK economy: 7 January 2021"

Äntligen ett brexit-avtal

Frihandelsavtalet mellan EU och Storbritannien som offentliggjordes på julafton omfattar handel med varor, (vissa) tjänster, energi, transporter, säkerhet och det så omdebatterade fisket. Avtalet anger tariffer och kvoter, även om det tillkommer en del extra pappersarbete för att säkerställa att handeln kvalificerar sig för nolltariffer.

Men även om tarifferna inte längre är något bekymmer innebär det ändå att företagen kommer att behöva hantera andra hinder med omfattande regler kring hur många varor som kan köpas in utanför EU och ändå kvalificera sig för nolltariffer eller -kvoter. För industrier med komplexa leverantörskedjor, som biltillverkning, har de potentiella kostnaderna för denna typ av hinder beräknats att bli så höga som 26 procent om man planerar att sälja till USA.¹⁷

Gällande finansiella tjänster har den stora påverkan varit att det inte längre finns möjlighet till "passportering". Alltså att ett brittiskregistrerat företag kunde tillhandahålla finansiella tjänster i EU under förutsättning att man uppfyllde myndighetskraven i Storbritannien. Den slutliga utformningen av vad brittiska företag inom den finansiella tjänstesektorn ska kunna erbjuda är föremål för pågående förhandlingar som enligt plan ska avslutas i mars 2021.

Flyg till och från Storbritannien ska fortsätta utan störningar, även om brittiska flygbolag har förlorat rätten att flyga mellan olika destinationer inom EU. Transportföretagen kommer att åtnjuta begränsade rättigheter som gör det möjligt för dem att lämna av varor på ett flertal platser inom EU. Den stora utmaningen blir tullkontrollerna, där högteknologiska lösningar så småningom borde göra det möjligt att bedriva en sömlös fysisk handel. Den förnyade nedstängningen kommer åtminstone att säkerställa att det inte blir alltför trångt i hamnarna. Samtidigt hade Storbritannien, som en del av planeringen inför en avtalslös brexit, gett instruktioner till tulltjänstemän att bara "vinka igenom" transporter för att förhindra eftersläpningar och varubrist.

Nyckeln till konsumtion: ett vaccin

Även om konsumentförtroendet, och därmed konsumtionen, kommer att gynnas av brexitavtalet är ett effektivt vaccin, som ska distribueras i landet under första kvartalet, en ännu större drivkraft. Vår prognos är att konsumtionen stiger med 7 procent under 2021, även om det framför allt kommer att vara under årets senare del.

Företagens investeringar, som föll med 12 procent under 2020, beräknas nu öka med 10 procent under 2021. Det innebär att företagen kommer att investera upp till hälften av de besparingar som har följt av coronakrisen under det kommande året, det vill säga omkring 30 miljarder GBP. Vi räknar med relativt stabila offentliga utgifter framöver då landets regering anstränger sig för att hålla budgetunderskottet under kontroll och samtidigt vill undvika anklagelser om "åtstramningar". Vi bedömer att handelsunderskott mot EU förblir oförändrat till följd av brexitavtalet på kort sikt.

Pundet visar på styrka

Utöver brexitavtalet har Storbritannien förhandlat fram över 60 internationella frihandelsavtal. Det handlar till stor del om "övergångsavtal" för fördrag som redan tidigare hade överenskommit med EU. Det finns ambitioner att fördjupa de här relationerna. För pundet kan en ökad handel minska handelsobalanserna och i slutänden stärka pundet. På kortare sikt förväntar vi oss att brexitavtalet och konjunkturåterhämtningen stärker pundet.

Finansministerns dilemma

I budgeten som ska läggas fram den 4 mars ska finansministern staka ut en hållbar väg framåt för att hjälpa upp ekonomin från det största BNP-fallet på trettio år. Den kommande budgeten kommer med all säkerhet trappa ner de omfattande statliga stödprogrammen och återinföra skatter för att stärka balansen i statsfinanserna och få ner skuldsättningen. Det finns en oro att en alltför snabb utfasning av de statliga stöden kommer leda till en större våg av konkurser och en stigande arbetslöshet. Men denna åtstramning ska ställas mot regeringens önskan att begränsa skattehöjningar, som skulle kunna kyla av, eller till och med ta död på, en återhämtning.

Något som kan vara till hjälp i att uppnå denna balans i statsfinanserna är att Bank of England har indikerat att de inte ser något behov av att höja räntan över den rekordlåga nivån på 0,1 procent under den närmaste tiden, och även om inflationen faktiskt skulle börja närma sig målet på 2 procent verkar de beredda att titta på mer långsiktiga genomsnittliga siffror i ett försök att säkerställa att en återhämtning är väletablerad innan man överväger att höja räntan.

¹⁷ Institute for Government; Non Tariff Barriers explainer; 2020

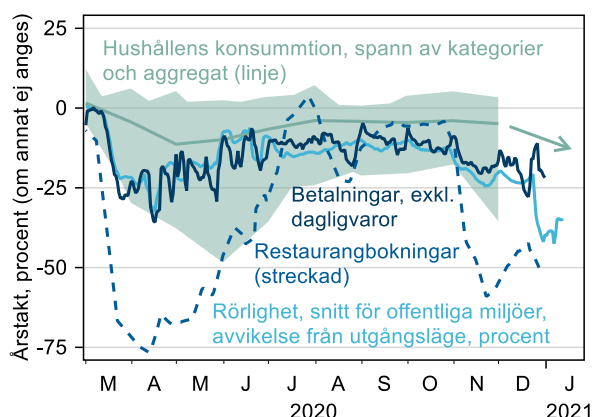
Konsumtionen tillfälligt på fall, industrin står pall

Svensk ekonomi står mitt i en andra BNP-dämpning på mindre än ett år. Men medan konsumtionen åter är på fall, så står industrin pall tack vare stryktålig exportefterfrågan. Vi räknar med en snabb uppryckning när restriktionerna väl lättar och hushållen återgår till att konsumera en mer normal andel av sina inkomster. Arbetsmarknaden försämras nu på nytt, så den definitiva vändningen i arbetslösheten dröjer till senare delen av 2021. En inflationsspike i vår döljer att den underliggande inflationen drivs ned av lågkonjunkturen. Riksbanken tvekar, men vi bedömer att den avstår från minusränta.

Sämre nuläge, men bättre tillväxtutsikter

Andra vågen har slagit hårt mot svensk ekonomi. Enligt Oxforduniversitetets mätningar är restriktionerna i Sverige nu de stramaste hittills. Resultatet är kraftigt ökad social distansering sedan november månad och till skillnad från förra våren ser svenskarnas rörlighet i offentliga miljöer ut att ha varit lägre än motsvarande i våra nordiska grannländer. Parallellt med att människor rör sig mindre ute har hushållens konsumtion börjat falla igen.

Hushållen har återigen dragit ned sin konsumtion



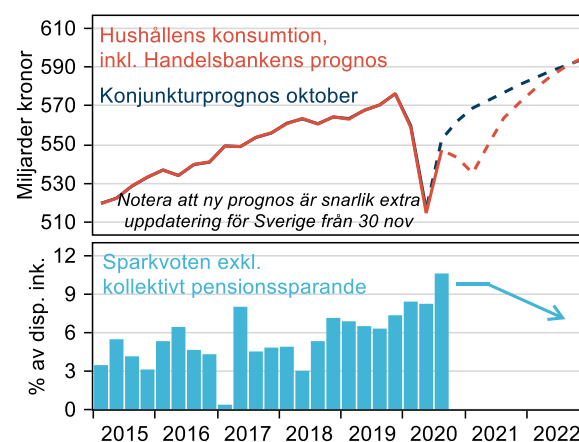
Källor: Macrobond, Google, Statistiska centralbyrån, Swedbank, BokaBord och Handelsbanken

Den sjunkande konsumtionen drabbar framförallt tjänstebranscherna som återigen upplever ett omsättningsras, på vissa håll väl så kraftigt som kollapsen i våras. De negativa effekterna har hittills varit koncentrerade till vissa branscher, såsom hotell-, restaurang- och resebranscherna. Och det finns även vinnare på den förändrade efterfrågan, bland annat inom delar av detaljhandeln. Sammantaget klarar sig ekonomin klart bättre nu, än under pandemins första våg. Industrins orderingång stiger med exportefterfrågan och byggbranschen gynnas av låga räntor och bättre tillväxtutsikter.

Snabb uppryckning för konsumtionen när restriktionerna lättas

Hushållens konsumtion kan förefalla ha en lång väg tillbaka, med tanke på att den i november stod 5 procent lägre än ett år tidigare och säkerligen klart lägre i december. Vi räknar dock med en snabb uppryckning när restriktionerna lättas, framförallt eftersom hushållen återgår till att konsumera en mer normal andel av sina inkomster. Vidare har sparandet varit rekordhøgt under pandemin. Och eftersom det till stor del bedöms ha varit påtvingat när restriktioner och social distansering hindrat vissa typer av konsumtion, så räknar vi med att de sparade inkomsterna börjar användas till den uppdämda efterfrågan som sannolikt finns på tjänster såsom resor och evenemang. Sammantaget drivs en kraftig rekyl fram andra och tredje kvartalet 2021. Vartefter den allmänna osäkerheten lättar och fler återgår till jobb från permitteringar och arbetslöshet, så fortsätter konsumtionen återhämta sig när sparandet dras ned samtidigt som inkomsterna stiger.

Konsumtionen återhämtar sig efter andra raset



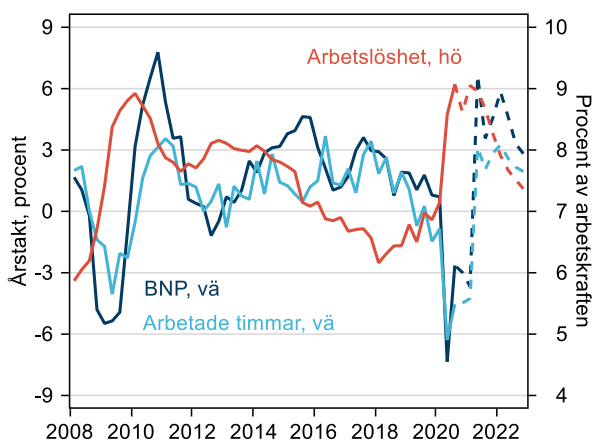
Källor: Statistiska centralbyrån, Handelsbanken och Macrobond

Vi har sedan tidigare räknat med en trevande återhämtning – två steg framåt, ett steg tillbaka – men nuvarande bakslag ser inte ut att vara bara ett jack i kurvan utan snarare en försening av den fortsatta återhämtningen. BNP-tillväxten 2021 har reviderats ned sedan oktoberprognosen, från 4 till 2,7 procent. När den väl tar fart igen i vår är det dock med besked och tillväxttakten därifrån är uppreviderad mot bakgrund av vaccinframgångarna och en överraskande styrka i den exportledda industriuppgången, vilken borgar för att även investeringarna börjar öka snabbare.

Ekonomiska politiken stöttar ekonomin

Den ekonomiska politiken stöttar återhämtningen och dämpar riskerna för en sämre ekonomisk utveckling 2021. Flera av regeringens krisstöd, såsom programmet för korttidsarbete och omställningsstödet, bidrar till att dämpa uppgången i arbetslöshet och konkurser. Det är därför centralt att stimulanserna inte fasas ut för tidigt. Vi räknar med att finanspolitiken ger drygt en procent högre BNP 2021 än vad som annars vore fallet. Riksbankens krisåtgärder motverkade en spridning av coronarelaterade negativa effekter till fler lager av ekonomin och en möjlig finanskris undveks i fjol. Nu gör Riksbanken penningpolitiken mer expansiv, vilket stödjer återhämtningen 2021–2022.

Arbetslösheten vänder ned när BNP tar fart



Källor: Macrobond, Statistiska centralbyrån och Handelsbanken

Definitiva arbetslöshetsvändningen dröjer

Dramatiska intäktsbortfall under 2020 har följts av personalminskningar och arbetslösheten har ökat kraftigt. Detta trots att många företag valt att i första hand permittera sin personal. Stabiliseringen kom snabbare än vi hade räknat med och under slutet av fjolåret föreföll arbetslösheten passera toppen. Nu från och med januari 2021 medför dock en statistikomläggning att färre svenskar kommer räknas som sysselsatta och fler som arbetslösa (se

fördjupningsruta nedan). Ändringen kommer samtidigt som vi väntar oss även ett verkligt bakslag på arbetsmarknaden till följd av sättningen i BNP. Oavsett statistikproblemet dröjer alltså den definitiva vändningen på arbetsmarknaden enligt vår bedömning till senare under 2021, när återanställningar kan ta fart i branscher som gynnas av ett återöppnande av samhället. Successivt stiger sedan arbetskraftsefterfrågan i takt med den ekonomiska återhämtningen och arbetslösheten sjunker ytterligare 2022.

Statistikändringar: Färre sysselsatta, högre KPI

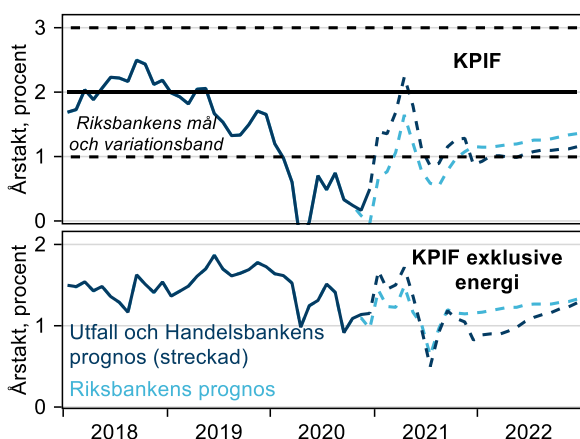
På grund av ny EU-lag på statistikområdet, läggs Arbetskraftsundersökningarna (AKU) – som innehåller de officiella arbetslöshetssiffrorna – om i alla EU-länder, med start 2021. I Sverige kommer ändringen i ett slag innebära ungefär 30 000 färre sysselsatta, statistiskt sett, men den siffran kommer från en första analys från SCB och är osäker. I själva verket är effekten oklar under en tid framöver och inte slutgiltig förrän efter årets slut, eftersom AKU ändras både vad gäller definitioner och tillvägagångssätt. I skrivande stund är det okänt om AKU kommer att visa högre arbetslöshet på grund av omläggningen, men vi antar en viss sådan effekt, 0,1 procentenhet. SCB kommer i framtiden att ta fram länkade tidsserier för att överbrygga tidseriebrotten i AKU, så att arbetslöshetsstatistiken är jämförbar över tid. Mitt i dessa svårbedömda kristider, understryker AKU-omläggningen vikten av att använda en bred ansats för att analysera utvecklingen på arbetsmarknaden och andra statistikällor kommer att vara extra betydelsefulla, inte minst för policymakare.

SCB ändrar även i KPI-beräkningarna, men här handlar det om en tillfällig avvikelser. Bakgrunden är att COVID-19-pandemin förändrat konsumtionsmönstren kraftigt och i linje med riktlinjer på EU-nivå så beaktas det särskilt när SCB gör den årliga förändringen av KPI-korgens vikter. I normala fall ändras sammansättningen med två års fördröjning, så det handlar om att effekten av 2020 års beteende tidigareläggs ett år. Resultatet blir, allt annat lika, att inflationen 2021 blir något högre än vad som annars vore fallet, men det omvända 2022. Men en indirekt effekt i motsatt riktning kan bli verklighet under årets lopp, eftersom varor och tjänster som pressats hårt av coronakrisen och kan komma att stiga snabbt i pris när pandemin avtar nu tillmäts en lägre vikt i KPI-korgen. Se även Ekonomisk kommentar, Förändrad konsumtion under pandemin påverkar inflationen, Riksbanken, 2020-12-18.

Inflationsspik döljer underliggande svaghet

Det svaga efterfrågeläget har en framträdande roll i att dämpa löne- och inflationsutvecklingen framöver. Redan under 2020 var inflationen mycket låg, men det berodde delvis på tillfälligheter såsom rese- och energipriser som dämpades av coronakrisen och vädret. Tillfälligheterna slår delvis tillbaka 2021 och skapar bland annat en inflationsspik i vår. Men bakom de snabba svängningarna sjunker i själva verket den underliggande inflationen successivt, till följd av lågkonjunkturen. Inte förrän 2022 räknar vi med att en varaktig uppgång i inflationen inleds.

Efter inflationstopp, väntar fler svaga år



Källor: Handelsbanken, SCB, Riksbanken och Macrobond

Bakom den svaga inflationen ligger dels att det nya treåriga löneavtalet landade på en måttlig nivå och att lågkonjunkturen samtidigt håller tillbaka löneglidningen. Därtill utvecklas omvärldsinflationen svagt samtidigt som kronan har stärkts. Allt detta dämpar företagens marginalkostnader och därmed den underliggande inflationen.

Riksbanken tvekar, men avstår minusränta

Trots den långsamma vändningen i den redan låga inflationen bedömer vi att Riksbanken sitter still i båten de närmaste åren. Vi räknar visserligen med att Riksbanken även under 2022 expanderar balansräkningen, men i avtagande takt. Vidare står vi fast vid att reporäntan hålls kvar på noll procent under överskådlig framtid, trots att flera direktionsledamöter tvekar och har öppnat för en sänkning. Även finanspolitiken är expansiv och för närvarande råder ingen stark press på Riksbanken att agera ytterligare.

Kraftig kronförstärkning kan utlösa räntesänkning

Men en räntesänkning kan inte uteslutas om Riksbankens utsikter att nå inflationsmålet försämras dramatiskt – något som kan utlösas av fortsatt kraftig förstärkning av kronan. Visserligen har kronan stärkts mer än väntat 2020, men trenden ser ut att ha brutits och vi förutspår en stabil eller marginellt svagare EUR/SEK närmaste tiden. Inte minst bedömer vi att det apprecieringstryck som följde på Riksbankens tidigare skifte till mindre duvaktigt policyinriktning vis-à-vis ECB, nu är inprisat i kronan.

Vi räknar dock med viss förnyad kronförstärkning från andra halvåret 2021, när fokus skiftar från pandemin till den ekonomiska återhämtning som ska följa därefter. För att den ska fortlöpa även i euroområdet, räknar vi med att ECB behöver stimulera mer än Riksbanken, vilket talar i kronans favör.

Nyckeltal

BNP-prognoser

	Årligt genomsnitt			
	2019	2020p	2021p	2022p
Sverige*	1,4	-3,1 (-3,4)	2,7 (4,0)	4,1 (2,7)
Danmark	2,8	-3,8 (-4,4)	1,3 (2,2)	4,0 (2,8)
Finland	1,1	-3,1 (-3,5)	2,5 (2,5)	2,3 (1,7)
Norge, fastlandet	2,3	-3,4 (-3,5)	3,7 (3,6)	2,8 (2,0)
Euroområdet	1,3	-7,2 (-8,4)	4,0 (4,4)	4,3 (2,4)
Nederländerna	1,6	-4,2 (-4,5)	3,0 (4,0)	3,6 (2,1)
Storbritannien	1,4	-10,1 (-8,6)	5,8 (3,9)	4,4 (1,7)
USA*	2,2	-3,6 (-4,0)	4,1 (3,8)	3,6 (2,9)
Kina	6,1	2,4 (2,8)	8,2 (8,0)	5,3 (5,0)

*Kalenderjusterat

Inflationsprognoser

	Årligt genomsnitt			
	2019	2020	2021p	2022p
Sverige, KPI	1,8	0,5 (0,6)	1,2 (1,4)	1,1 (1,4)
Sverige, KPIF	1,7	0,5 (0,5)	1,3 (1,3)	1,1 (1,3)
Danmark	0,8	0,4 (0,5)	1,2 (1,1)	1,4 (0,9)
Finland	1,0	0,3 (0,4)	0,9 (1,1)	1,3 (1,4)
Norge, KPI	2,2	1,3 (1,5)	2,2 (3,0)	1,9 (1,5)
Norge, kärn	2,2	3,0 (3,1)	2,1 (2,2)	1,4 (1,5)
Euroområdet	1,2	0,3 (0,2)	0,9 (0,8)	1,2 (1,2)
Nederländerna	2,7	1,1 (1,1)	1,3 (1,6)	1,5 (1,4)
Storbritannien	1,8	1,2 (1,2)	1,5 (1,5)	2,0 (2,0)
USA, kärn	1,7	1,4 (1,3)	1,7 (1,6)	1,9 (1,7)

Arbetslöshetsprognoser

	Årligt genomsnitt			
	2019	2020p	2021p	2022p
Sverige	6,8	8,4 (8,6)	8,7 (8,9)	7,6 (7,9)
Danmark	5,1	5,8 (5,8)	6,4 (6,6)	5,5 (6,1)
Finland	6,7	7,7 (8,0)	7,5 (8,2)	7,2 (7,6)
Norge*	2,3	5,0 (5,0)	3,3 (3,3)	2,7 (3,0)
Euroområdet	7,6	8,0 (7,8)	9,3 (9,3)	8,6 (9,3)
Nederländerna	3,4	4,1 (3,9)	6,0 (5,6)	5,3 (5,0)
Storbritannien	3,8	4,5 (6,0)	6,5 (6,5)	5,5 (5,5)
USA	3,7	8,1 (8,3)	6,1 (6,3)	5,5 (5,7)

Källa: Handelsbanken

Inom parentes: Handelsbanken Konjunkturprognos 7 oktober 2020

*Registrerad arbetslöshet NAV

Ränteprognoser	Årets slut			
	2019	2020	2021p	2022p
Styrränta				
USA	1,625	0,125 (0,125)	0,125 (0,125)	0,125 (0,125)
Euroområdet	-0,50	-0,50 (-0,50)	-0,50 (-0,50)	-0,50 (-0,50)
Sverige	0,00	0,00 (0,00)	0,00 (0,00)	0,00 (0,00)
Danmark	-0,75	-0,60 (-0,60)	-0,60 (-0,60)	-0,60 (-0,60)
Storbritannien	0,75	0,10 (0,10)	0,10 (0,10)	0,10 (0,10)
Norge	1,50	0,00 (0,00)	0,00 (0,00)	0,50 (0,25)
3-månader interbankränta				
USA, LIBOR	1,91	0,24 (0,25)	0,25 (0,25)	0,25 (0,25)
Sverige, STIBOR	0,15	-0,05 (0,00)	-0,05 (0,05)	-0,05 (0,10)
Euro Area, EURIBOR	-0,38	-0,55 (-0,40)	-0,40 (-0,40)	-0,40 (-0,40)
Danmark, CIBOR	-0,40	-0,23 (-0,20)	-0,15 (-0,15)	-0,15 (-0,15)
Norge, NIBOR	1,84	0,49 (0,30)	0,40 (0,30)	0,90 (0,55)
2-årig statsobligationsränta				
USA	1,57	0,13 (0,15)	0,25 (0,20)	0,45 (0,35)
Euroområdet (Tyskland)	-0,62	-0,71 (-0,70)	-0,60 (-0,60)	-0,60 (-0,60)
Sverige	-0,32	-0,34 (-0,30)	-0,20 (-0,20)	-0,20 (-0,20)
Danmark	-0,66	-0,63 (-0,65)	-0,55 (-0,55)	-0,50 (-0,50)
Finland	-0,57	-0,74 (-0,63)	-0,55 (-0,50)	-0,55 (-0,50)
Storbritannien	0,52	-0,07 (-0,02)	0,10 (0,10)	0,10 (0,10)
Norge	1,34	0,23 (0,15)	0,50 (0,25)	0,70 (0,45)
5-årig statsobligationsränta				
USA	1,69	0,36 (0,30)	0,85 (0,50)	1,00 (0,75)
Euroområdet (Tyskland)	-0,49	-0,73 (-0,60)	-0,60 (-0,50)	-0,30 (-0,40)
Sverige	-0,21	-0,30 (-0,25)	-0,15 (-0,15)	0,10 (-0,05)
Danmark	-0,48	-0,60 (-0,60)	-0,40 (-0,40)	-0,15 (-0,20)
Finland	-0,35	-0,70 (-0,45)	-0,45 (-0,35)	-0,20 (-0,25)
Storbritannien	0,60	-0,12 (0,00)	0,25 (0,25)	0,35 (0,35)
Norge	1,38	0,40 (0,40)	0,90 (0,60)	1,10 (0,75)
10-årig statsobligationsränta				
USA	1,92	0,93 (0,65)	1,60 (1,20)	1,75 (1,40)
Euroområdet (Tyskland)	-0,21	-0,56 (-0,50)	-0,30 (-0,30)	0,00 (-0,10)
Sverige	0,14	0,03 (0,00)	0,25 (0,15)	0,50 (0,30)
Danmark	-0,17	-0,46 (-0,40)	-0,15 (-0,15)	0,10 (0,05)
Finland	0,05	-0,40 (-0,30)	-0,10 (-0,15)	0,20 (0,10)
Storbritannien	0,74	0,19 (0,35)	0,50 (0,50)	0,65 (0,65)
Norge	1,55	0,70 (0,70)	1,35 (1,05)	1,55 (1,25)
2-årig swap				
USA	1,66	0,20 (0,30)	0,40 (0,35)	0,60 (0,50)
Euroområdet	-0,29	-0,52 (-0,45)	-0,40 (-0,45)	-0,40 (-0,40)
Sverige	0,24	-0,02 (0,00)	0,10 (0,10)	0,10 (0,10)
Danmark	-0,17	-0,18 (-0,20)	-0,05 (-0,05)	0,00 (0,00)
Storbritannien	0,80	0,03 (0,10)	0,15 (0,15)	0,25 (0,25)
Norge	1,99	0,45 (0,45)	0,80 (0,55)	1,00 (0,75)
5-årig swap				
USA	1,70	0,42 (0,35)	0,90 (0,55)	1,05 (0,80)
Euroområdet	-0,13	-0,46 (-0,40)	-0,35 (-0,30)	-0,05 (-0,20)
Sverige	0,39	0,13 (0,10)	0,20 (0,20)	0,45 (0,30)
Danmark	0,01	-0,17 (-0,20)	0,05 (0,03)	0,30 (0,20)
Storbritannien	0,88	0,19 (0,23)	0,33 (0,33)	0,40 (0,40)
Norge	2,01	0,75 (0,75)	1,25 (0,95)	1,45 (1,10)
10-årig swap				
USA	1,86	0,91 (0,65)	1,60 (1,20)	1,75 (1,40)
Euroområdet	0,19	-0,26 (-0,25)	0,00 (-0,05)	0,30 (0,15)
Sverige	0,69	0,39 (0,30)	0,65 (0,45)	0,90 (0,60)
Danmark	0,33	-0,03 (0,00)	0,30 (0,15)	0,55 (0,35)
Storbritannien	1,02	0,40 (0,45)	0,65 (0,65)	0,80 (0,80)
Norge	2,08	1,05 (1,05)	1,70 (1,40)	1,95 (1,65)

Källa: Handelsbanken

Inom parentes: Handelsbanken Konjunkturprognos 7 oktober 2020

Valutaprognoser

Årets slut

	2019	2020	2021p	2022p
EUR/SEK	10,43	10,04 (10,35)	9,95 (10,20)	9,80 (10,00)
USD/SEK	9,29	8,20 (8,92)	8,43 (8,95)	8,31 (8,77)
GBP/SEK	12,31	11,15 (11,13)	11,57 (11,33)	11,40 (11,63)
NOK/SEK	1,06	0,96 (0,94)	0,97 (0,94)	0,96 (0,95)
DKK/SEK	1,40	1,35 (1,39)	1,34 (1,37)	1,31 (1,34)
CHF/SEK	9,61	9,29 (9,58)	9,39 (9,62)	9,25 (9,43)
JPY/SEK	8,55	7,95 (8,50)	7,81 (8,36)	7,62 (8,12)
CNY/SEK	1,33	1,26 (1,30)	1,26 (1,30)	1,24 (1,27)
	2019	2020	2021p	2022p
EUR/USD	1,12	1,22 (1,16)	1,18 (1,14)	1,18 (1,14)
USD/JPY	108,68	103,22 (105,00)	108,00 (107,00)	109,00 (108,00)
EUR/GBP	0,848	0,900 (0,930)	0,860 (0,900)	0,860 (0,860)
GBP/USD	1,33	1,36 (1,25)	1,37 (1,27)	1,37 (1,33)
EUR/CHF	1,09	1,08 (1,08)	1,06 (1,06)	1,06 (1,06)
USD/CNY	6,96	6,53 (6,85)	6,70 (6,90)	6,70 (6,90)
	2019	2020	2021p	2022p
EUR/DKK	7,47	7,44 (7,44)	7,45 (7,45)	7,46 (7,46)
SEK/DKK	0,72	0,74 (0,72)	0,75 (0,73)	0,76 (0,75)
USD/DKK	6,65	6,08 (6,41)	6,31 (6,54)	6,32 (6,54)
GBP/DKK	8,81	8,27 (8,00)	8,66 (8,28)	8,67 (8,67)
CHF/DKK	6,88	6,89 (6,89)	7,03 (7,03)	7,04 (7,04)
JPY/DKK	6,12	5,89 (6,11)	5,85 (6,11)	5,80 (6,06)
	2019	2020	2021p	2022p
EUR/NOK	9,86	10,47 (11,00)	10,30 (10,90)	10,20 (10,50)
SEK/NOK	0,95	1,04 (1,06)	1,04 (1,07)	1,04 (1,05)
USD/NOK	8,78	8,56 (9,48)	8,73 (9,56)	8,64 (9,21)
GBP/NOK	11,64	11,63 (11,83)	11,98 (12,11)	11,86 (12,21)
CHF/NOK	9,09	9,69 (10,19)	9,72 (10,28)	9,62 (9,91)
JPY/NOK	8,08	8,29 (9,03)	8,08 (8,94)	7,93 (8,53)

Källa: Handelsbanken

Inom parentes: Handelsbanken Konjunkturprognos 7 oktober 2020

Ansvarsbegränsning och särskilda upplysningar

Varningar för risker

Alla placeringar innebär risker och investeraren uppmanas att fatta egna beslut om lämpligheten att placera i något av de värdepapper som omnämns i rapporten, mot bakgrund av egna mål med placeringen, ekonomisk ställning och riskvillighet. Ett finansiellt instruments historiska avkastning är inte en garanti för framtida avkastning. Värdet på finansiella instrument kan både öka och minska och det är inte säkert att du får tillbaka hela det investerade kapitalet.

Ansvarsbegränsningar

Handelsbanken Capital Markets, som är en division inom Svenska Handelsbanken AB (publ) (i fortsättningen kallad "SHB"), är ansvarig för sammanställningen av analysrapporter. I Sverige står SHB under tillsyn av Finansinspektionen, i Norge av norska Finansinspektionen, i Finland av finska Finansinspektionen och i Danmark av danska Finansinspektionen. Alla analysrapporter bygger på information från handels- och statistiktjänster och annan information som SHB bedömt vara tillförlitlig. SHB har emellertid inte själv verifierat informationen och kan inte garantera att informationen är sann, korrekt eller fullständig.

SHB eller någon av dess närstående företag, tjänstemän, styrelseledamöter eller medarbetare åtar sig inget som helst ansvar gentemot en person för direkta, indirekta eller särskilda skador eller följdskador som uppstår efter användning av information i analysrapporter, inklusive eventuell utebliven vinst, utan begränsning. Detta gäller även om SHB uttryckligen har informerats om möjligheten eller sannolikheten för sådana skador.

Åsikterna i SHB:s analysrapporter är SHB:s och dess dotterbolags medarbetares uppfattningar och avspeglar respektive analytikers personliga uppfattning vid nuvarande tidpunkt och kan förändras. Det finns inga garantier för att framtida händelser ligger i linje med dessa uppfattningar. Varje analytiker som identifierats i rapporten intygar också att de uppfattningar som uttrycks här och som tillhör analytikern korrekt avspeglar hans eller hennes personliga uppfattningar om de företag eller värdepapper som diskuteras i analysrapporten.

Syftet med SHB:s analysrapporter är endast att ge information. Informationen i analysrapporterna utgör ingen personlig rekommendation eller personligt investeringsråd, och analysrapporterna eller uppfattningarna bör inte utgöra underlag för investeringsbeslut eller strategiska beslut. Detta dokument utgör inte eller är inte del av ett erbjudande om försäljning eller tecknande av eller inbjudan till ett erbjudande om att köpa eller teckna värdepapper, och det ska heller inte, helt eller delvis, utgöra underlag för eller användas i samband med eventuellt avtal eller åtagande i någon form. Det är inte säkert att tidigare utveckling upprepas och tidigare utveckling ska inte tas som en indikation på framtida utveckling. Värdet på investeringarna och avkastningen från dem kan gå såväl ned som upp och investeraren riskerar att förlora hela sitt investerade innehav. Investeraren garanteras inga vinster på investeringar och kan förlora pengar. Förändringar i valutakurser kan förorsaka att värdet på investeringar gjorda i andra länder och vinster från dessa stiger eller faller. Denna analysprodukt uppdateras regelbundet.

Ingen del av SHB:s analysrapporter får reproduceras eller spridas till någon annan person utan att SHB dessförinnan lämnat sitt skriftliga medgivande därtill. Spridningen av detta dokument kan i vissa jurisdiktioner vara förbjuden i lag och personer som på något sätt mottar dokumentet måste själva förvissa sig om, och iaktta, eventuella restriktioner.

Rapporten innefattar inga legala eller skatterelaterade aspekter kopplade till emittentens planerade eller befintliga emissioner av skuldebrev. Innehållet är uteslutande avsett för kunder i Sverige.

Viktiga upplysningar om analyser

SHB:s medarbetare, inklusive analytiker, får ersättning som genereras av företagets totala lönsamhet. Ersättningen till analytiker baseras inte på specifika corporate finance- eller obligationsmarknadstjänster. Ingen del av analytikerns ersättning har kopplats, eller kommer att kopplas, direkt eller indirekt till specifika rekommendationer eller uppfattningar som uttrycks i analysrapporterna.

SHB och/eller dess dotterbolag kan erbjuda investmentbank-tjänster och andra tjänster, inklusive corporate banking-tjänster och värdepappersrådgivning, åt företagen som omnämns i vår analys.

Vi kan agera rådgivare och/eller mäklare åt de företag som omnämns i vår analys. SHB kan också ansöka om corporate finance-uppdrag hos dessa företag.

Vi köper och säljer värdepapper som omnämns i vår analys från kunder i eget namn. Vi kan därför vid olika tidpunkter ha en lång eller kort position i sådana värdepapper. Vi kan också fungera som marknadsгарant för värdepapper avseende alla företag som omnämns i analysrapporten.

SHB, dess närstående företag, kunder, tjänstemän, styrelseledamöter eller medarbetare kan äga eller inneha positioner i värdepapper som omnämns i analysrapporterna.

Under vissa förutsättningar får banken i samband med tjänster avseende finansiella instrument betala eller ta emot incitament, t.ex. avgifter och kommission från andra än kunden. Incitament kan bestå av såväl monetära som icke-monetära förmåner. Om incitament utges till eller tas emot av tredje part krävs att ersättningen ska syfta till att höja kvaliteten på tjänsten och att den inte hindrar banken från att tillvarata kundens intressen. Kunden ska informeras om de ersättningar som banken tar emot. När banken tillhandahåller investeringsanalys tar banken emot och behåller ersättningar och förmåner som utgör mindre icke-monetära förmåner från tredje part. Mindre icke-monetära förmåner består av något av följande.

- Uppgifter eller dokumentation om ett finansiellt instrument eller en investeringstjänst, som är av allmän karaktär.
- Skriftligt material som framställts av en tredjepart som är emittent för att marknadsföra en nyemission.
- Deltagande i konferenser och seminarier som gäller ett visst instrument eller en viss investeringstjänst
- Representation upp till ett rimligt värde.

Banken har riktlinjer för analys, vilka ska säkerställa analytikers och analysavdelningens integritet och oberoende samt identifiera faktiska eller potentiella intressekonflikter som berör analytiker eller banken, samt att lösa sådana eventuella konflikter genom att eliminera eller minska dem och/eller offentliggöra dem om lämpligt. Som ett led i kontrollen av intressekonflikter har Handelsbanken infört restriktioner ("informationshinder") i kommunikationen mellan analysavdelningen och andra avdelningar inom Handelsbanken. Analysavdelningen är organisatoriskt åtskild från corporate finance-avdelningen och andra avdelningar med liknande arbetsuppgifter. I riktlinjerna för analysavdelningen finns regler för hur ersättningar, bonus och lön får betalas ut till analytiker, vilka marknadsföringsaktiviteter en analytiker får delta i, hur analytiker ska hantera sina egna och närståendes värdepappersaffärer m.m. Vidare finns också inskränkningar i kommunikationen mellan analytikern och det analyserade bolaget.

Enligt bankens Etiska riktlinjer i Handelsbankenkoncernen ska styrelsen och samtliga anställda inom Handelsbanken i sin verksamhet i banken och vid andra uppdrag iaktta hög etisk standard. Anställda i banken ska uppträda så att förtroendet för banken upprätthålls. All verksamhet i koncernen ska präglas av hög etisk standard. Intressekonflikter ska identifieras och handläggas på ett för berörda parter rimligt sätt. Policyn för etik beskriver, utöver detta, även hur anställda som misstänker oegentligheter eller andra missförhållanden ska förfara, exempelvis med hjälp av SHB:s visseblåsarsystem (whistleblowing). I SHBs policy för korruption fastslås vikten av att förebygga och aldrig acceptera korruption, samt att alltid agera vid misstanke om korruption. För fullständig information om Handelsbankens Policyer hänvisas till Handelsbankens hemsida www.handelsbanken.se / Om banken / Hållbarhet / Policyer och riktlinjer.

Macro Research and Trading Strategy

Macro Research

Lena Fahlén	Head of Global Research	+46 8 701 83 29	Denmark		
Christina Nyman	Head of Macro Research and Chief Economist	+46 8 701 51 58	Jes Asmussen	Head, Macro Research, Denmark	+45 46 79 12 03
			Rasmus Gudum-Sessingø	Senior Economist, Denmark	+45 46 79 16 19
Web			Norway		
Terese Loon		+46 8 701 28 72	Kari Due-Andresen	Head, Macro Research, Norway	+47 22 39 70 07
			Nils Kristian Knudsen	Senior Strategist FX/FI	+47 22 82 30 10
Sweden			Marius Gonsholt Hov	Senior Economist, Norway	+47 22 39 73 40
Helena Bornevall	Senior Economist, Sweden	+46 8 701 1859	Halfdan Grangård	Senior Economist, Norway	+47 22 39 71 81
Johan Löf	Senior Economist, Sweden	+46 8 701 5093			
Anders Bergvall	Senior Economist, Sweden	+46 8 701 8378	UK		
			James Sproule	Chief Economist, UK	+44 7812 4861 87
Erik Meyersson	Senior Economist, Eurozone	+46 8 701 1412	Trading Strategy		
Johanna Högfeldt	Senior Economist, US	+46 8 701 1711	Claes Måhlén	Chief Strategist	+46 8 463 45 35
			Nils Kristian Knudsen	Senior Strategist FX/FI	+47 22 82 30 10
Finland			Lars Henriksson	Senior Strategist FX	+46 8 463 45 18
Timo Hirvonen	Chief Economist, Finland	+358 10 444 2404	Kiran Sakira	Senior Strategist FX	+46 8 701 46 14
Janne Ronkanen	Senior Economist, Finland	+358 10 444 2403	Johanna Högfeldt	Fixed Income Strategist	+46 8 701 17 11

Debt Capital Markets

Tony Lindlöf	Head of Debt Capital Markets	+46 8 701 25 10
Per Eldestrand	Head of Debt Capital Markets Sweden	+46 8 701 22 03
Måns Niklasson	Head of Corporate Loans and Acquisition Finance	+46 8 701 52 84
Thomas Grandin	Head of Corporate Bonds	+46 8 463 45 83

Sales

Fixed Income Sales

Henrik Franzén +46 8 701 11 41

Corporate Sales

Bo Fredriksson +46 8 701 345 31

FX Sales

Linnea Lindström +46 8 463 48 97

Syndication

Thomas Grandin +46 8 701 345 83

Regional sales

Amsterdam

Annelies Pruik +31 204 127 668

Copenhagen

Kristian Nielsen +45 46 79 12 69

Gothenburg

Björn Torsteinsrud +46 31 774 83 39

Gävle

Petter Holm +46 26 172 103

Helsinki

Mika Rämänen +358 10 444 62 20

Linköping

Fredrik Lundgren +46 13 28 91 10

London

Chris Yoxall +44 207 578 86 20

Luleå/Umeå

Ove Larsson +46 90 154 719

Malmö

Fredrik Lundgren +46 40 243 900

Oslo

Petter Fjellheim +47 22 82 30 29

Stockholm

Malin Nilén +46 8 701 27 70

Toll-free numbers

From Sweden to N.Y. & Singapore
020-58 64 46

From Norway to N.Y. & Singapore
800 40 333

From Denmark to N.Y. & Singapore
8001 72 02

From Finland to N.Y. & Singapore
0800 91 11 00

Within the US
1-800 396-2758

Svenska Handelsbanken AB (publ)

Stockholm
Blasieholmstorg 11
SE-106 70 Stockholm
Tel. +46 8 701 10 00
Fax. +46 8 611 11 80

Copenhagen
Havneholmen 29
DK-1561 Copenhagen V
Tel. +45 46 79 12 00
Fax. +45 46 79 15 52

Helsinki
Itämerenkatu 11-13
FI-00180 Helsinki
Tel. +358 10 444 11
Fax. +358 10 444 2578

Oslo
Tjuvholmen allé 11
Postboks 1249 Vika
NO-0110 Oslo
Tel. +47 22 39 70 00
Fax. +47 22 39 71 60

London
Handelsbanken Plc
3 Thomas More Square
London GB-E1W 1WY
Tel. +44 207 578 8000
Fax. +44 207 578 8300

New York
Handelsbanken Markets Securities, Inc.
875 Third Avenue, 4th Floor
New York, NY 10022-7218
Tel. +1 212 326 5153
Fax. +1 212 326 2730
FINRA, SIPC