

**INNEHÅLL**

Sammanfattning.....	1
Global konjunktur	2
Investeringsvaror	20
Sveriges ekonomi	21

FÖRDJUPNINGAR

Är USA-börsen övervärderad?	30
Globala värdekedjor	33
Coronarestriktioner och tjänsteproduktion	35

TABELLER

Nyckeltal Sverige.....	36
Nyckeltal internationellt	37

Double-dip i Europa!

I Teknikföretagens konjunkturuppdatering i september noterade vi att världsekonomin hade studsat upp under sommaren, ungefär i linje med eller något starkare än vårt huvudscenario från i maj. Den främsta förklaringen var att de nedstängningar som genomfördes under våren gradvis hade lättats. Nyckelfaktorn för den ekonomiska utvecklingen framöver förblir Coronasituationen och framförallt de politiska åtgärderna för att hantera denna. Så länge som restriktioner bibehålls eller, som nyligen, till och med skärps, är en uthållig och stark återhämtning mycket osannolik. Förutom att restriktionerna direkt hämmar den ekonomiska aktiviteten lägger sig osäkerhet kring pandemin som en våt filt över investeringar och konsumtion.

En avveckling av restriktionerna kräver i sin tur att åtminstone något av följande inträffar:

- Ett omfattande och globalt vaccinationsprogram introduceras,
- smittspridningen avtar snabbt spontant eller
- det visar sig att belastningen på sjukvården avtar och dödsfallen inte ökar så kraftigt som befarat, trots kraftig smittspridning.

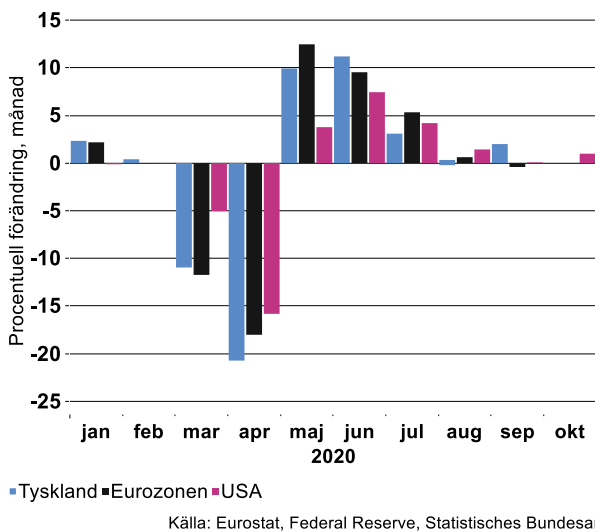
Eftersom utfallen för det tredje kvartalet i många ekonomier blev starkare än vad vi tidigare räknat med reviderar vi nu upp vår bedömning av global BNP-tillväxt något till -4,4 procent för 2020. På grund av de stramare restriktioner som nu återinförts faller Eurozonen och Storbritannien tillbaka i recession under slutet av 2020-början av 2021. Som en konsekvens reviderar vi istället ner vår bedömning till fyra procent för global tillväxt för 2021. Sammantaget betyder detta, i kombination med att återhämtningen i Kina varit betydligt starkare än förväntat, att global industriproduktion beräknas minska med fem procent i år och öka med fem procent nästa år. För global teknikindustri blir fallet djupare i år, men uppsvinget högre nästa år än för industrin sammantaget, främst som en följd av att fordonsindustrin i stort sett stod still i våras.

Även Sverige har drabbats av en andra våg av smittspridning och ännu stramare restriktioner. Därför räknar vi med att BNP kommer att falla under fjärde kvartalet, med något över två procent från föregående kvartal. Minskad konsumtion i kombination med ökad osäkerhet om smittspridningen framöver lägger dessutom sordin på investeringar och efterfrågan på industrivaror. Även exporten och industriproduktionen påverkas och väntas visa en allt svagare ökningstakt efter återhämtningen tredje kvartalet i år. Med både en upprevidering av tredje kvartalet och en betydlig nedrevidering av det fjärde landar vi på ett djupare fall för Sveriges BNP 2020 än vi räknade med i september, dvs. Sveriges BNP minskar med 4,4 procent i år. Dessutom reviderar vi ned nästa års BNP-tillväxt med en hel procentenhet, till 2,5 procent. Nivån på BNP kommer i slutet av nästa år understiga pre-Coronanivån med 0,8 procent. Jämfört med den nivå som BNP hade kunnat nå om krisen inte inträffat och Sveriges BNP ökat enligt en långsiktig trend kommer den faktiska nivån ligga 4,1 procent lägre.

Långt kvar till normaläge!

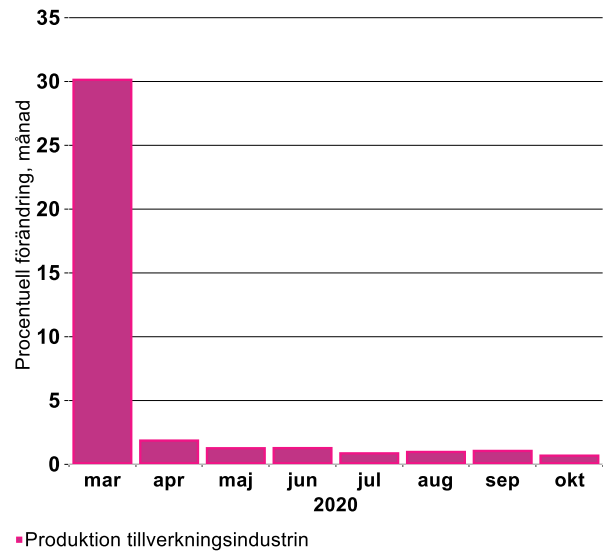
Efter den kraftiga rekylen under sommaren, när tidigare nedstängda ekonomier åter öppnade upp, har vi kunnat notera en tydlig avmattning de senaste månaderna. Ett talande exempel är utvecklingen i tillverkningsindustrin på ömse sidor av Atlanten. De avgrunds djupa rasen under tidig vår följdes av en kraftig rekyl under försommaren (se bilden nedan). Rekylen fick många analytiker att andas ut och att signalera "faran över", en förhastad slutsats skulle det visa sig.

Västvärlden: Tydlig avmattning sen i somras
Produktion tillverkningsindustrin



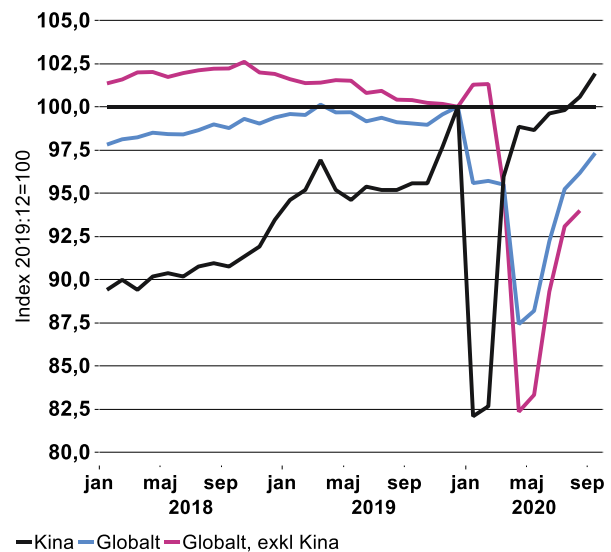
Redan i samband med att julidata publicerades stod det klart att försommarens studs i första hand speglade undertryckt efterfrågan och produktion som ställts in under den akuta krisen och nedstängningarna i våras. Den månatliga förändringstakten i industriproduktionen har redan bromsat betydligt i augusti-oktober från två-siffriga tal i somras. Visserligen har Kinas industriproduktion fortsatt att växa starkt men även här har tillväxten lämnat de astronomiska takterna från i våras. Här talar vi nu om en månadstakt som långsamt glidit ner under en procent (se bilden nedan).

Kina: Måttlig utveckling efter studs



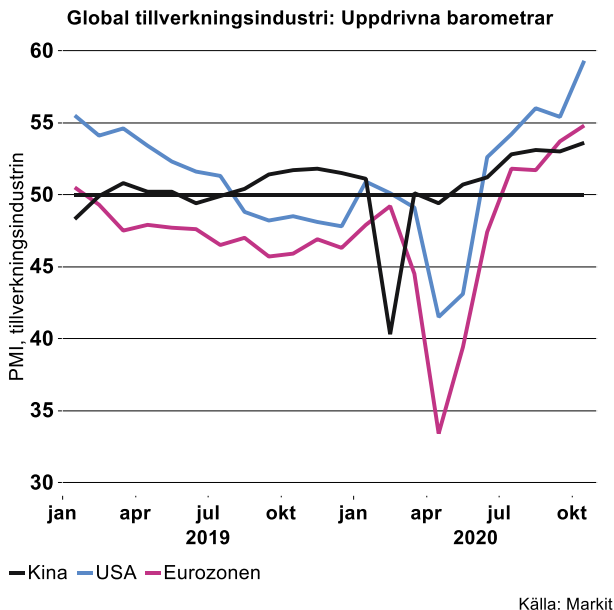
Så här långt har global industriproduktion hämtat tillbaka 3/4 av vårens ras. Exkluderar vi Kina, som klättrat över pre-Coronanivån, återstår fortfarande att hämta hem nästan hälften av raset (se bilden nedan).

Global industriproduktion: Långt kvar till ruta 1



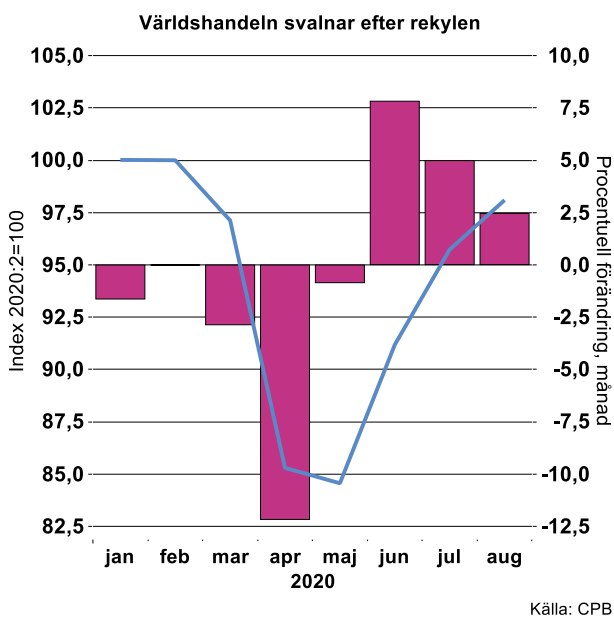
Slutsatsen är alltså att luften i återhämtningen för global industri håller på att pysa ut. Hur rimmar då detta med de fortsatt relativt högt uppdrivna "mjuka" konjunkturindikatorerna (se bilden nedan)? Svaret är att indikatorer som PMI inte kan tolkas på ett meningsfullt sätt, vare sig i termer av tillväxttakter eller nivåer. En rimligare tolkning är istället att läget nu är betydligt mindre allvarligt än vad det var i början av pandemin. Det är exempelvis noterbart att USA:s PMI ligger kvar långt in i "tillväxtzonen" trots att

produktionen tillverkningsindustrin växte måttligt mellan augusti och oktober, är fem procent lägre än i februari och fyra procent lägre än i oktober 2019. Ett analogt resonemang kan föras kring industrins situation i Eurozonen. För Kina verkar det finnas en något starkare samstämmighet mellan kartan och verkligheten: här har ju produktionen faktiskt utvecklats någorlunda starkt och mer i linje med PMI.



Världshandeln bromsar igen

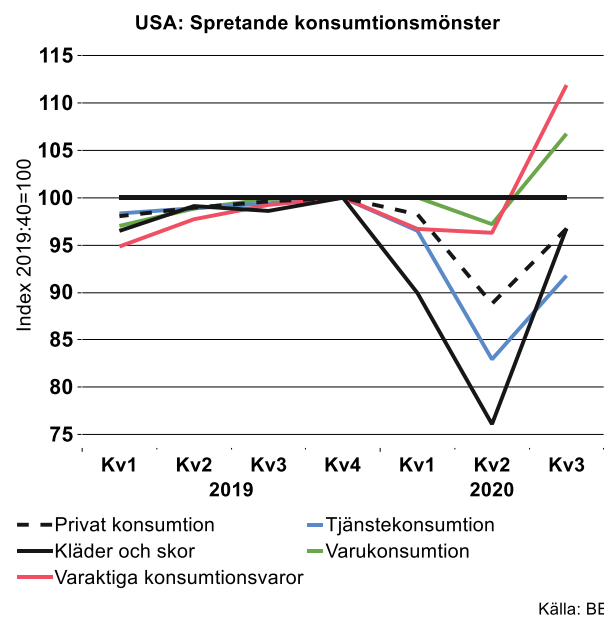
Ett liknande mönster som för industriproduktionen framträder för världshandeln.



Visserligen har en stor del av kollapsen återhämtats, men avmattningen i termer av månatlig tillväxt är tydlig (se bilden ovan).

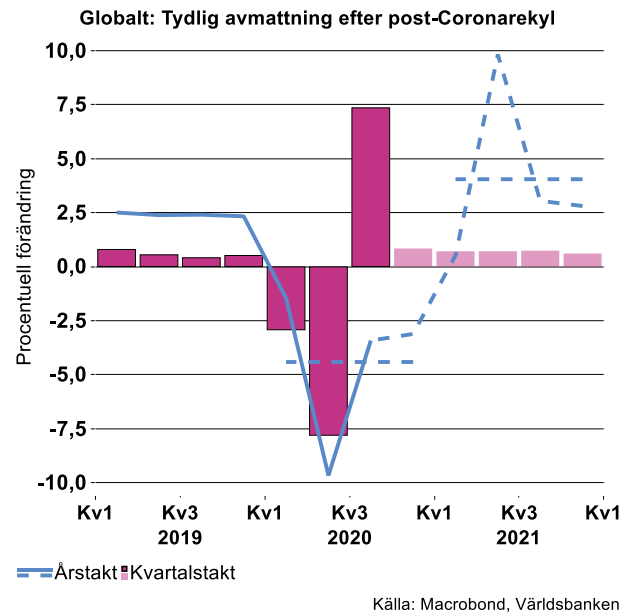
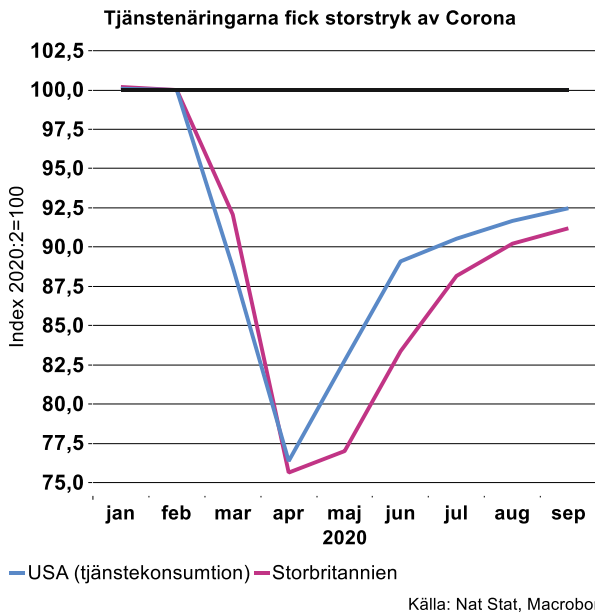
Hemmaekonomierna bågner under Corona

Den initiala Corona-chocken och nedstängningarna i dess spår påverkade främst hemmaekonomierna; när dessa stängde var det delar av handeln samt besöks- och transportnäringarna som fick ta den första och största smällen. Aktuell statistik över privat konsumtion finns inte för alla länder, dock för USA. Bilden nedan visar tydligt vårens kraftiga ras i USA:s konsumtion och i synnerhet tjänstekonsumtionen. Trots en återhämtning under kvartal tre är privat konsumtion drygt tre procent lägre och tjänstekonsumtionen cirka nio procent lägre än under första kvartalet.



Däremot har delar av varukonsumtionen utvecklats mycket starkt, också detta ett globalt mönster. Låter vi USA fungera som talande exempel, visar bilden ovan att varukonsumtionen under tredje kvartalet översteg pre-Coronanivån med sju procent. Bilden är dock splittrad även mellan olika varusegment: medan sällanköpshandeln tagit ett rejält språng och ökat 12 procent relativt första kvartalet, är konsumtionen av kläder och skor fortfarande en bra bit under pre-Coronanivån.

Utvecklingen för Storbritanniens tjänstekonsumtion är närmast en kopia av USA:s med ett initialt ras på 25 procent och en påföljande måttlig återhämtning (se bilden nedan).

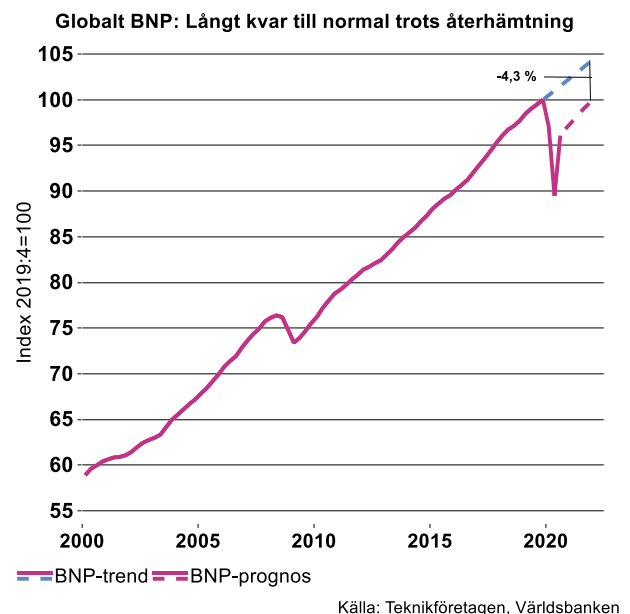


Liknande konsumtionsmönster noteras i flertalet länder och speglar säkerligen det faktum att många människor valt/tvingats att arbeta hemma under pandemin och dessutom ägnat sommaren åt "hemester". Förutom att jobba hemma verkar det som om mycket tid och resurser lagts på att renovera sina hem, spika tralldäck med mera. I takt med att husen piffats upp har den typen av konsumtion tappat farten på sistone.

Däremot har man satsat betydligt mindre på nöjen, restaurangbesök, etcetera och det lär vara fortsatt trögt inom stora delar av besöksnäringarna så länge Coronasmittan och restriktionerna är det dominerande temat. Det betyder sammantaget bleka utsikter för hushållens konsumtion i många länder framöver, trots de rejäla finanspolitiska stimulanser som genomförts. Så länge människor inte vill/törs/får ge sig ut på gator och torg hjälper det inte hur mycket kulor man än stoppar i folks bakfickor. I Sverigeavsnittet återkommer vi till detta tema.

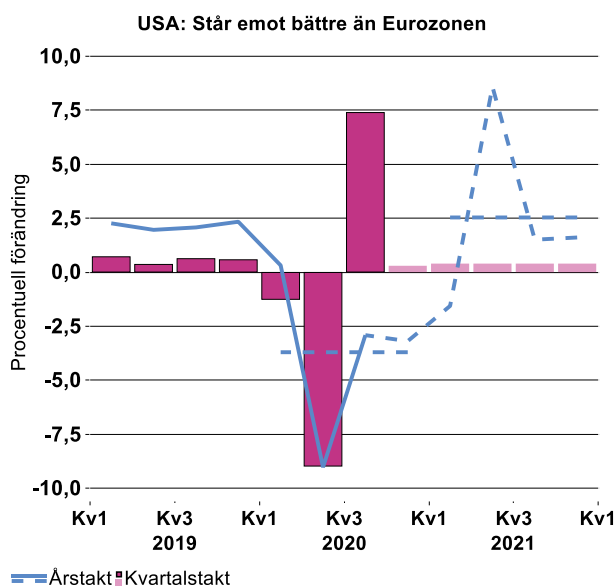
Sammantaget talar mycket för att luften fortsätter att gå ur den globala konjunkturballongen de närmaste kvartalen, i takt med att den uppdämda efterfrågan tillgodoses efter vårens tvärstopp. Teknikföretagen räknar med att global BNP faller 4,4 procent under 2020. Visserligen får vi räkna med en betydande BNP-tillväxt för 2021 på 4 procent, men detta speglar i första hand ett kraftigt överhång kopplat till raset under första halvåret 2020. Vi räknar således med måttliga kvartalsökningar under slutet av 2020 och nästa år (se bilden nedan).

I samband med vår prognos i september konstaterade vi att global BNP fortfarande i slutet av 2021 inte har återvänt till pre-Coronanivån och att gapet till en tänkt jämviktsbana kommer att vara stort. Denna bedömning kvarstår (se bilden nedan).



USA: Skarp inbromsning efter post-Coronastuds

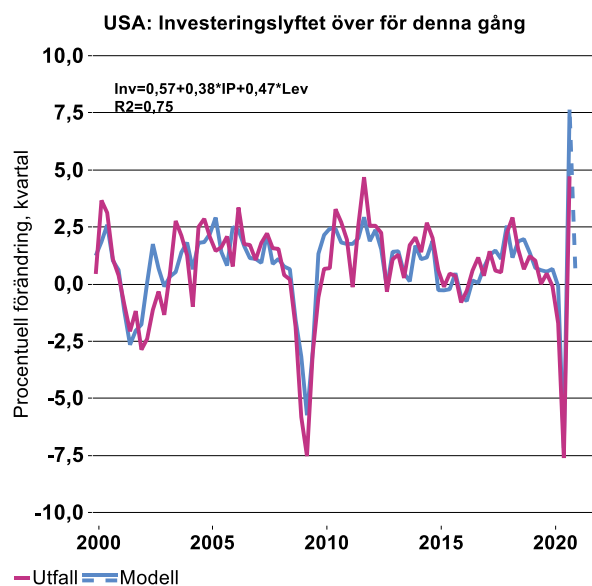
USA:s ekonomi har åkt berg- och dalbana de senaste kvartalen och upplevt såväl det största raset som den största ökningen i BNP som någonsin registrerats (se bilden nedan).



Källa: BEA, Teknikföretagen

Tillverkningsindustrin stod för en del av raketbränslet under tredje kvartalet, efter kollapsen under våren. Näringslivets investeringar speglar i sin tur till stor del utvecklingen för tillverkningsindustrin. Med tanke på den betydande avmattningen inom industrin de senaste månaderna får vi dock räkna med en rejäl inbromsning även i investeringarna. I bilden nedan visar den blå kurvan de kvartalsvisa förändringarna i investeringarna som varit förenliga med utvecklingen för produktion och leveranser inom industri.¹ Den röda kurvan visar hur investeringarna *de facto* har utvecklats. Utgår vi ifrån att leveranser och produktion kvarstår på septembers nivåer indikerar vår modell att tillväxttakten i näringslivets investeringar bromsar från knappt fem procent till cirka en procent fjärde kvartalet. Även om industrin skulle växa måttligt under kommande månader, lär investeringarna ändå mattas av ordentligt under fjärde kvartalet.

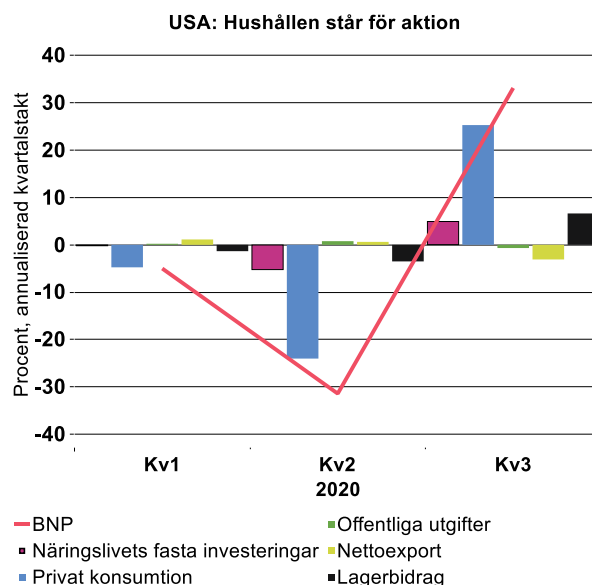
¹ USA:s statistikmyndighet (BEA) använder produktion och leveransen i industri för att beräkna näringslivets investeringar. En enkel regression visar att kvartalsvisa



Källa: BEA, Federal Reserve, Teknikföretagen

Privat konsumtion åker jojo

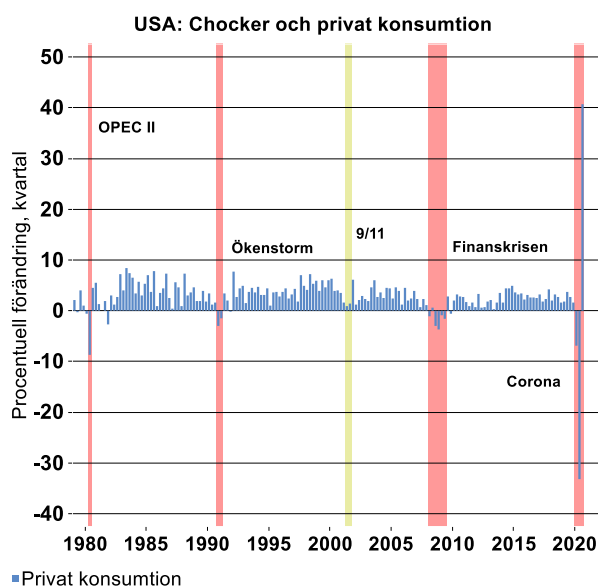
Visserligen har näringslivets investeringar hoppat omkring en hel del men det är en krusning jämfört med de vilda svängningarna i privat konsumtion. Överhuvudtaget är Coronakrisen unik i så måtto att det är hushållens konsumtion som varit den drivande faktorn, det normala är annars att näringslivets investeringar är *primus motor* i konjunkturen.



Källa: Nat Stat, Macrobond

förändringen i leveranser och produktion förklarar 75 procent av förändringarna i investeringarna.

Som beskrivs ovan föll hushållens (tjänste)konsumtion som en sten i samband med att USA införde hårda restriktioner i våras; privat konsumtion bidrog med -20 procentenheter till BNP (annualiserad årstakt). När sedan ekonomin öppnade upp studsade konsumtionen tillbaka och bidrog med ett lika stort positivt bidrag (se bilden ovan).

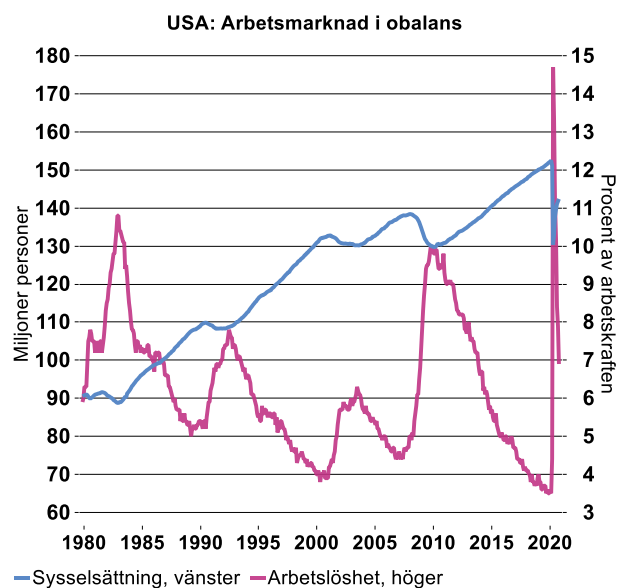


Mönstret i samband med Coronakrisen påminner visserligen om det från tidigare episoder - hushållen håller hårt i plånboken i samband med den akuta krisen – för att släppa loss uppdämd efterfrågan när krisen är över. Denna gång blev dock svängningarna enormt mycket kraftigare. Nu finns det anledning att räkna med att konsumtionen bromsar rejält framöver: dels har effekterna av uppdämd efterfrågan ebbat ut, dels klingar de gigantiska finanspolitiska stimulanserna av.²

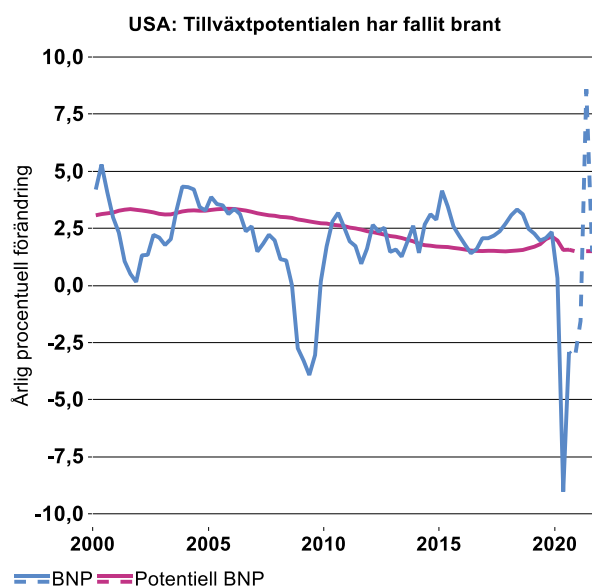
Långt kvar till normal arbetsmarknad

Aldrig tidigare har USA:s arbetsmarknad genomgått så dramatiska svängningar som det senaste halvåret. Nu har visserligen mer än hälften av uppgången i arbetslösheten reverserats liksom nästan hälften av det 15-procentiga raset i sysselsättningen.

² Enligt CNBC (28/9-20) uppgår USA:s finanspolitiska stimulanser till 2,5 biljoner USD vilket motsvarar 13% av



Mycket tyder dock på att förbättringen på arbetsmarknaden kommer att gå mycket långsammare nästa år. Vi räknar med att ekonomin kommer att växa ungefär i linje med potentiell tillväxt (cirka 1,5 procent) under andra halvåret 2021.



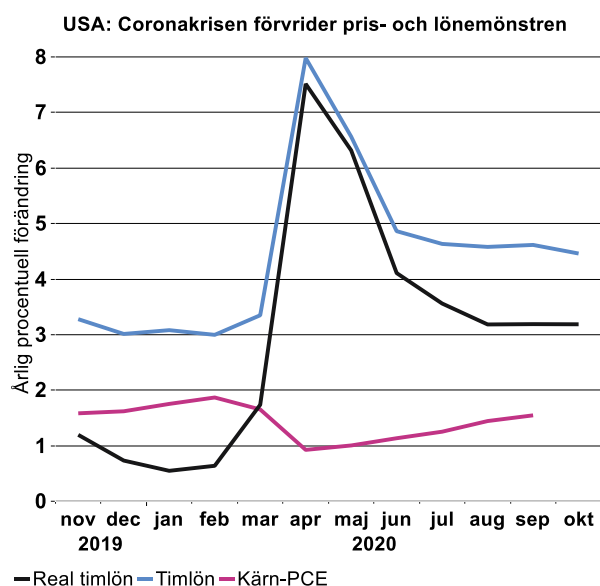
Notabelt är också att den lilla puckel som uppstod i den potentiella tillväxtbanan nu har sjunkit ihop (se bilden ovan). Vår tidigare slutsats står sig alltså att USA:s tillväxtpotential har halverats under de senaste cirka 15

BNP. Motsvarande siffror för andra större ekonomier är ännu större: Japan 42%, Tyskland 33% och Frankrike 21%.

åren. Dessutom innebär efterverkningarna av Coronakrisen förmodligen ytterligare lägre tillväxtpotential. I Teknikföretagens septemberprognos diskuteras möjliga långsiktiga effekter av Coronakrisen. Där lyfter vi fram risken för ytterligare "zombiefiering" som en konsekvens av de omfattande stödåtgärderna och fortsatt ultralåga räntorna. Den risken ökar ju längre stödåtgärderna är i bruk.

Perversa pris- och löneeffekter av Corona

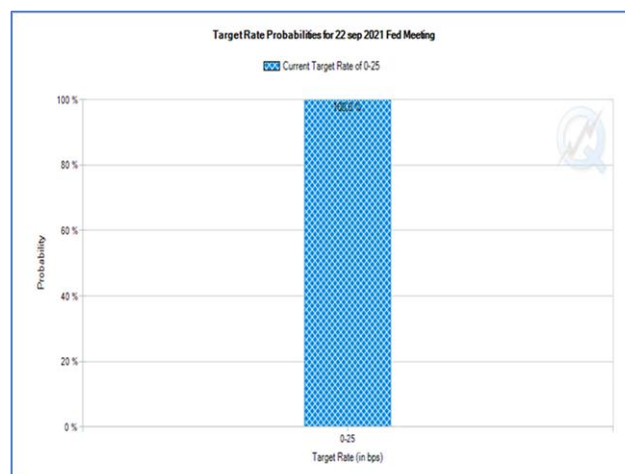
Liksom i andra länder har krisen fått perversa effekter på priser och löner (se bilden nedan). Efterfrågan har mer eller mindre försvunnit på tjänster som hotell och restaurang, flyg- och taxiresor, evenemang med mera. Andra produkter har visat en efterfrågeuppgång utan like. Sammantaget har detta även orsakat stora mätproblem.



Källa: BEA, BLS

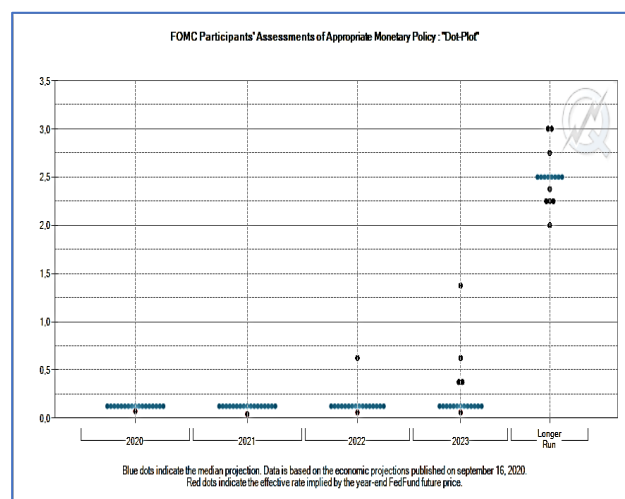
Krisen slog olika hårt på sysselsättningen i olika branscher. Generellt är det rimligt att anta att det främst var jobb inom yrken med relativt låga löner som försvann. Konsekvensen blev att såväl de genomsnittliga nominella som reala lönerna tog ett rejält skutt under våren.

Bästa gissningen är att såväl pris- som löneinflation blir mycket låg under lång tid framöver, med tanke på den svaga arbetsmarknaden och låga resursutnyttjandet, i USA och globalt. Detta betyder i sin tur att Federal Reserve knappast kommer att röra styrräntan på länge. Räntemarknaden räknar inte heller med någon ränteförändring den närmaste åren (se bilden nedan).



Källa: CME Group

Federal Reserves egen bedömning (16 september) är att det inte blir tal om någon höjning innan 2023 och att jämviktsräntan är i intervallet 2-3 procent med mittpunkt 2,5 procent (se bilden nedan).



Källa: CME Group

Tillverkningsindustrin tappar tempo

Amerikansk tillverkningsindustri har tillfälligtvis kvicknat till efter ett bedrövt första halvår i år. Mellan februari och april minskade industriproduktionen (gruvor+tillverkning) med 17 procent för att därefter, till och med oktober i år, ökat med 13 procent. Således är produktionen inte riktigt tillbaka på samma nivå som i februari. Industriproduktionen minskade något i september jämfört med augusti, men återhämtade sig i oktober. Att industriproduktionen är volatil från en månad till en annan är inget nytt. Den kraftiga återhämtningen sedan i våras håller ändå på att avta i styrka. Uppgången sedan april för industrin har i hög grad varit ett resultat av

en omfattande tillväxt i hushållens konsumtion av främst varaktiga varor som möbler, vitvaror, IT-hårdvara, husbilar, husvagnar och personbilar. Efter denna mini-boom förväntas tillväxten i konsumtion av varaktiga varor att avta framöver. All varukonsumtion är naturligtvis inte amerikanska varor, men icke desto mindre är tillväxtbanan för varukonsumtionen vi hittills sett en bidragande orsak för tillväxten i amerikansk industriproduktion det senaste halvåret.

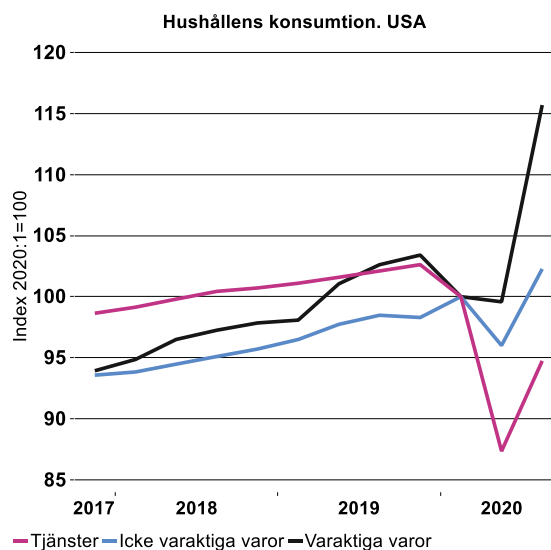
Då konsumtionen av tjänster utgör hälften av BNP beror utvecklingen framöver på i vilken grad tjänstekonsumtionen kan tillta. Här har återhämtningen inte varit fullt lika stark som för varukonsumtionen sedan botten i april. Tilltagande virusproblem gör att det inte heller ser ljusst ut på tjänstefronten, i vart fall på kort sikt.

Förväntningarna rörande industrins tillväxt framöver är för närvarande högt uppskruvade. Personbilsförsäljningen förväntas öka med 1,5 miljoner enheter nästa år jämfört med i år eller till 15,5 miljoner. En ökning ligger naturligtvis i korten efter årets ras, men det är tveksamt om lyftet blir så pass omfattande.

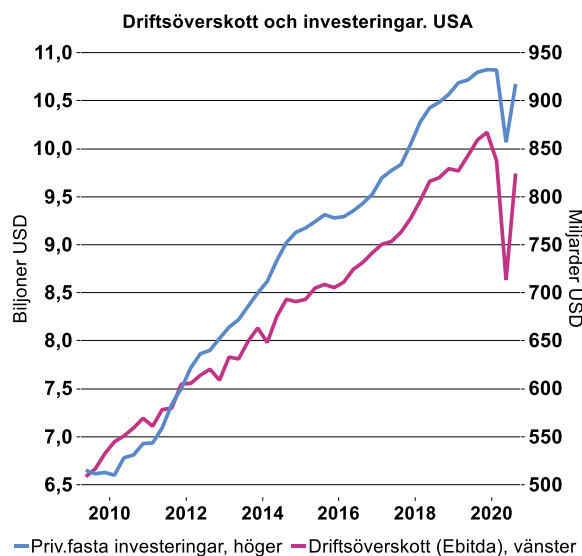
Privata näringslivets investeringar förväntas dock inte kvickna till speciellt mycket efter uppstudsens mellan andra och tredje kvartalet i år. Industrins kapacitetsutnyttjande är lägre än normalt om än på uppgång sedan i våras. Visserligen har vinsterna (driftsöverskottet /EBITDA) börjat återställas under tredje kvartalet, men knappast i önskad omfattning. Investeringar har följt med BNP-tillväxten upp men har en bit kvar till tidigare nivåer och vi räknar med att det tar ett tag innan vi är tillbaka till gamla goda investeringstider.

Vi räknar med att amerikansk tillverknings- och teknikindustri möter en inhemsk efterfrågan som gradvis klingar av efter det starka tredje kvartalet. Detta medför att industriproduktionen förväntas öka med tre procent och teknikproduktionen med 4,5 procent nästa år. Detta följer på årets mörka utveckling där industriproduktionen förväntas minska med sex procent och för teknikindustrin med 8,5 procent i genomsnitt.

Det amerikanska presidentvalet har analyserats på atomnivå och även den förväntade ekonomiska politiken på kort sikt. Något som bidrar till att sänka den potentiella framtida tillväxten är den sammantagna statsskulden på 244 650 679 232 529 kronor. Dags att börja hantera denna trots låga räntor. Varför inte i en allians med Japan, Grekland och Italien?



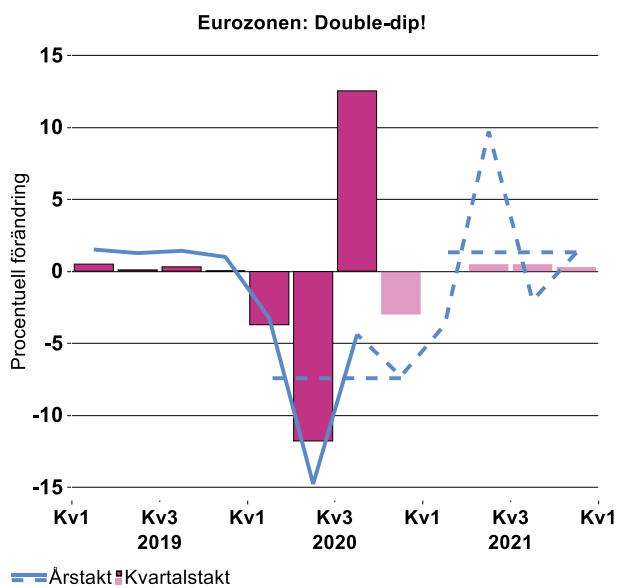
Källa: BEA



Källa: BEA

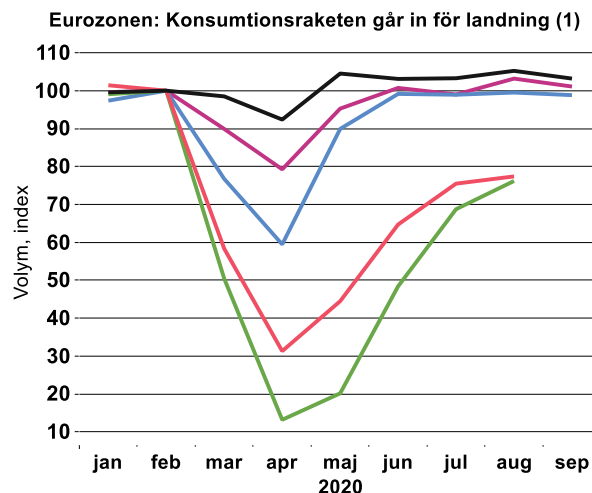
Double-dip för Eurozonen!

Studsens i Eurozonens BNP under tredje kvartalet, liksom raset under andra kvartalet, blev ännu större än motsvarande för USA (se bilden nedan). Detta är helt naturligt med tanke på att flertalet euroländer genomförde en betydligt mer långtgående lock-down än USA under våren. Det innebar i sin tur att den uppdämda efterfrågan som släpptes loss under sommaren, var ännu större i Europa.



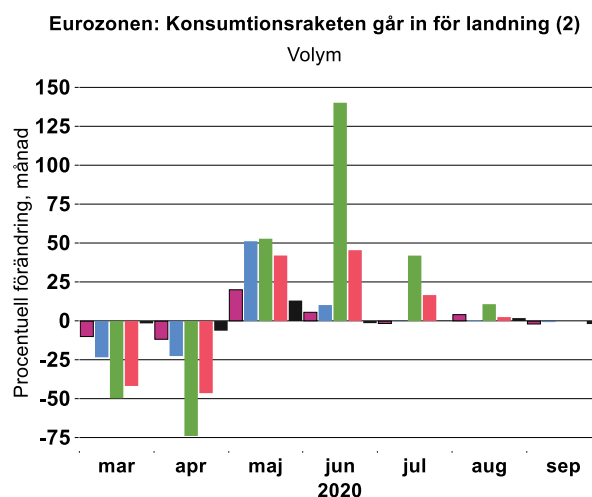
Källa: Eurostat, Teknikföretagen

Tyvärr förebådar inte det starka tredje kvartalet början på en utdragen period med hög tillväxt i Eurozonen. Vi har redan konstaterat ovan att tillverkningsindustrin bromsat rejält de senaste månaderna även om produktionen fortfarande växer. Än värre är att de återinförda, tuffare restriktionerna kommer att lägga en våt filt över ekonomin de kommande månaderna. Dessvärre finns ingen fullständig månadsstatistik för privat konsumtion. Bilderna nedan visar ändå att det kraftiga uppsvinget för privat konsumtion under försommaren med all sannolikhet har tappat farten de senaste månaderna. Detaljhandeln återtog förlorad mark under maj-juni men har sedan stagnerat. Konsumtionen inom besöksnäringarna, som studsade upp rejält i samband med öppnandet på försommaren, tappade farten i juli i såväl Frankrike som Tyskland. Med tanke på de nyintroducerade restriktionerna lär dessa branscher dyka ner rejält under slutet av året, från redan nedpressade nivåer.



— Tyskland, detaljhandel exkl bilar — Frankrike, detaljhandel
 — Tyskland, restaurangtjänster — Eurozonen, detaljhandel
 — Tyskland, hotelltjänster

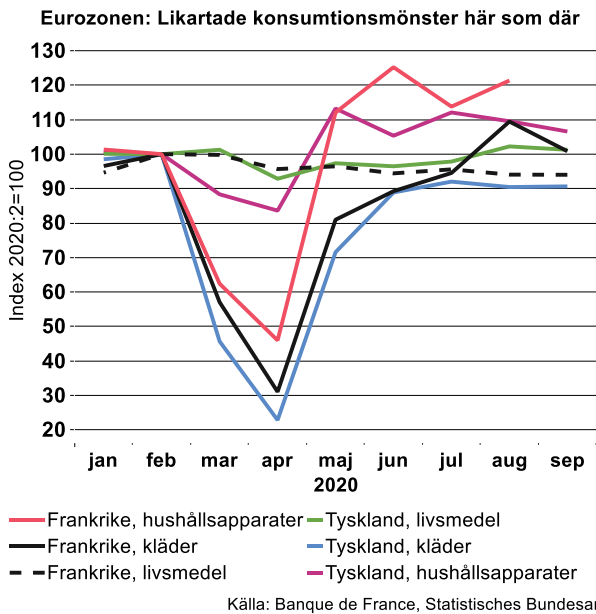
Källa: Banque de France, Eurostat, Statistisches Bundesamt



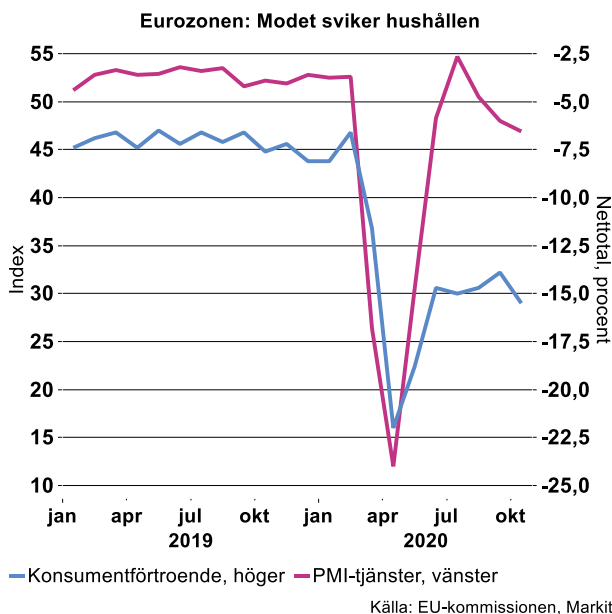
■ Eurozonen, detaljhandel ■ Tyskland, restaurangtjänster
 ■ Frankrike, detaljhandel ■ Tyskland, detaljhandel exkl bilar
 ■ Tyskland, hotelltjänster

Källa: Banque de France, Eurostat, Statistisches Bundesamt

Det är också slående hur likartat konsumtionsmönstren utvecklats i olika länder. Konsumtionen av livets nödtröft har varit mycket stabil i såväl Frankrike som Tyskland under hela krisen. Det man skurit ner på i bägge länderna liksom i USA har exempelvis varit kläder: "varför svida upp sig om man ändå inte får visa upp sig?" På samma sätt som i andra länder har man istället satsat på att piffa till hemmet, spika trall och rusta upp köksutrustningen när man ändå håller på.



Ett tecken på en förestående avmattning på hemmaplan, som man normalt måste ta med en rejäl nypa salt, är att tjänste-PMI fallit tillbaka rejält.



Nu mår dock EU- Kommissionens barometer för konsumenternas stämningssläge upp en likartad bild vilket ger visst stöd till hypotesen om avmattning (se bilden ovan).

Med tanke på de skärpningar av restriktioner som införts i flertalet euroländer på sistone talar det mesta för fortsatta ras i dessa indikatorer under årets sista månader.

³ Här har vi antagit att industriproduktionen stannar på september månads nivå resten av året.

Investeringarna bromsar även här

Eurostat har ännu inte publicerat detaljerade nationalräkenskaper för tredje kvartalet, endast BNP. Vi vet således inte hur näringslivets investeringar utvecklades. Liksom i USA är dock investeringarna relativt nära kopplade till industriproduktionen, även om samstämmigheten långt ifrån är total. Använder vi Tyskland som riktkarl tyder mycket på att investeringarna hoppade upp rejält under tredje kvartalet. Vår enkla modell antyder att investeringarna återhämtade sig i årstakt till cirka -5 procent, från -8,6 procent i kvartal 2. Dessutom pekar modellen, givet konstant industriproduktion resten av året, på en marginell förbättring till -3,5 procent i kvartal fyra (se bilden nedan).³



Tyskland: Tillfällig andhämtning

Viruskrisen har kostat en slant i Tyskland och det politiska systemet har tvingats använda sig av undantagsregler för att kunna underbalansera statsbudgeten ordentligt. Inte minst har så kallat korttidsarbete använts flitigt, som dessutom förlängts och omfattar också nästa år. Därutöver har momsens reducerats och företagen har generösa avskrivningsregler i år och nästa år, regler som i stort sett är tradition i förbundsrepubliken under tider av ekonomiskt elände. Då det är valår nästa år i Tyskland handlar det kanske mest om respekten för

budgetsanering framöver från kommande politiker. Efter finanskrisen för tio år sedan togs saneringen på allvar och Tyskland lyckades reducera sin offentliga statsskuld till cirka 60 procent av BNP innan virusproblemen slog till.

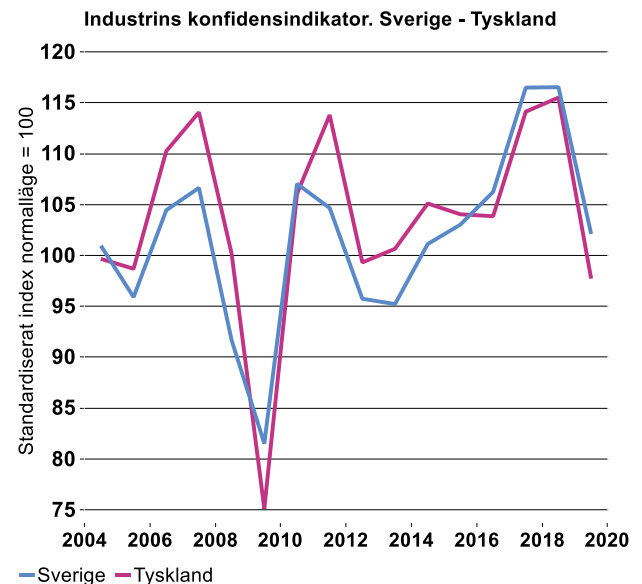
Kollektivavtal inom teknikindustrins område skulle ha genomförts i våras men frystes. Teknikindustrin har nu startat upp på regional nivå med sedvanlig avtalsretorik mellan avtalsparterna. Andra industriavtal, främst kemiavtalet, var klart innan viruset bröt ut och gav begränsade löneökningar i år och nästa år. Vi räknar med att ett avtal i Tysklands teknikindustri kan hålla sig lägre än två procent i årstakt. Kvarstår gör lönebikostnader, avtalets längd och det vanliga intresset för arbetstidsförkortning.

Det ekonomiska uppsving vi sett under tredje kvartalet i år i Tyskland är tillfälligt och är i hög grad ett resultat av efterfrågan som inte blev tillgodosedd under andra kvartalet i år. Vi noterar att smekmånaderna från i somras, när industriproduktionen återhämtade sig, är över och produktionsnivån under loppet av tredje kvartalet var i det närmaste oförändrad. Under fjärde kvartalet räknar vi alltså med att BNP återigen minskar jämfört med tredje kvartalet både i Tyskland och i EMU, om än i mindre omfattning än mellan första och andra kvartalet i år. Avtar virusproblemen i Tyskland och i övriga Europa kommer BNP-tillväxten tillta under nästa år i begränsad omfattning. Det exportberoende Tyskland bedöms därmed inte få någon exceptionellt stark draghjälp från sina Eurovänner eller Europa i sin helhet (38 respektive 68 procent av total export).

Tyskland tillsammans med Norge utgör de två enskilt största exportmarknaderna för Sverige. För industrins del går affärsaktiviteten i Sverige och Tyskland hand i hand. Att så är fallet beror bland annat på att Tyskland är en stor exportmarknad för Sverige, att företag i Tyskland med svenskklingande namn har omfattande verksamhet där och vice versa, flöden av insatsvaror mellan Sverige och Tyskland är omfattande samt att vi kämpar om kundernas gunst på en global marknad. Samtidigt betyder detta att produktions-tillväxten nödvändigtvis inte är likartad mellan länderna. De senaste tjugo åren har Tyskland slagit Sverige rätt så rejält vad gäller tillväxt i industriproduktion, även om vi tagit tillbaka lite sedan år 2015.

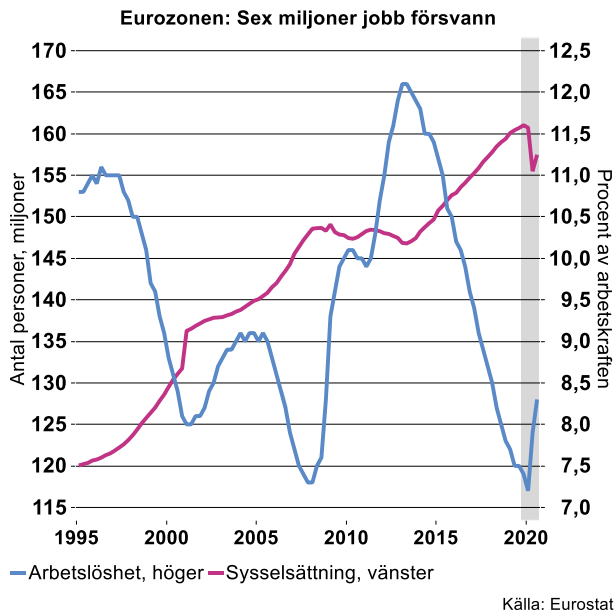
Teknikindustrins produktion i Tyskland minskar med hela 15 procent i genomsnitt i år, främst som en följd av det hemska andra kvartalet då fordonsindustrin i det närmaste stod still.

Vi räknar med att produktionen i teknikindustri ökar med nio procent nästa år. För industrin sammantaget är motsvarande siffror minus 12 procent i år, följt av en ökning med sex procent nästa år.



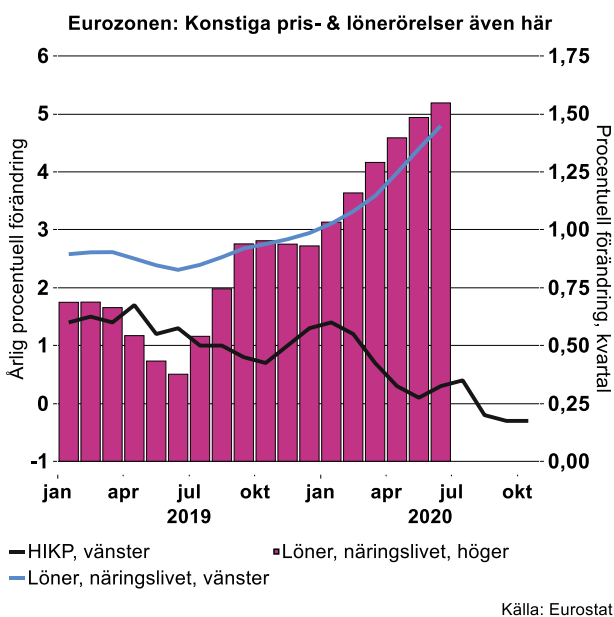
Double-dip även på arbetsmarknaden

Arbetsmarknaden i Eurozonen är inte lika flexibel som exempelvis i USA, där företagen mycket snabbare anpassar arbetsstyrkan till rådande efterfrågeläge. I Europa infördes dessutom i mycket större utsträckning olika typer av stöd för att förhindra massuppsägningar i samband med vårens kris. Detta till trots föll sysselsättningen med sex miljoner personer medan arbetslösheten steg med drygt en procentenhet under första halvåret 2020 (se bilden nedan).

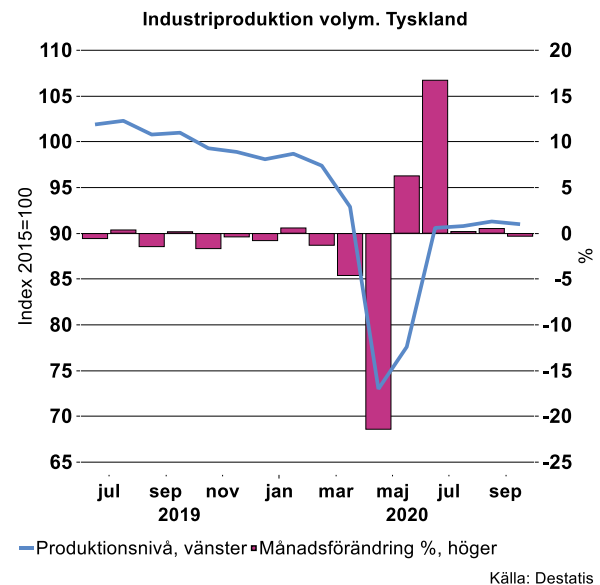


Sysselsättningsdata för Eurozonen finns endast till och med andra kvartalet. Emellertid har sysselsättningen stigit något och arbetslösheten fallit något de senaste månaderna i länder som Italien, Spanien och Tyskland, så det mesta tyder på att botten är nådd för den här gången. Risken för en ny smäll på arbetsmarknaden under hösten och vintern är dock påtaglig med tanke på de skärpta restriktionerna.

Även i Eurozonen, och av liknande skäl som på andra håll, har i synnerhet löneutvecklingen betett sig konstigt i samband med Corona-krisen. Däremot är det uppenbart att krisen ytterligare bidragit till det redan låga inflationstrycket (se bilden nedan).



Det är svårt att tänka sig annat än att inflationen under överskådlig tid kommer att kraftigt understiga ECB:s inflationsmål. I kombination med risken för en ny recession, kommer det låga inflationstrycket med största sannolikhet att provocera fram nya stimulanser. Detta var även det tydliga budskapet från ECB-chefen Christine Lagarde i slutet av oktober.



Norge: Delvis lukket

Norges ekonomi har klarat sig relativt lindrigt undan jämfört med många andra länder. BNP beräknas minska med två procent i år. Högre tillväxt i offentlig konsumtion än normalt genom diverse stimulanser samt bra tillväxt i olje- och gasexport, bidrar till att BNP-fallet blir begränsat. Vid tidigare ekonomiska chocker, eller vid tidigare traditionell lågkonjunktur i Norge, har hushållens konsumtion av varor minskat medan dess konsumtion av tjänster aldrig minskat sedan jämförbar statistik startade 1979. Virusproblem med nedstängning av verksamheter samt reserestriktioner har denna gång i stället inneburit att inhemsk varukonsumtion nådde all-time high andra kvartalet i år. Hushållens konsumtion av tjänster minskade däremot i stor omfattning, med 13 procent under andra kvartalet i år jämfört med sista kvartalet i fjol. Hushållens konsumtion sammantaget förväntas minska med sex procent i år i genomsnitt trots ett förväntat bättre andra halvår.

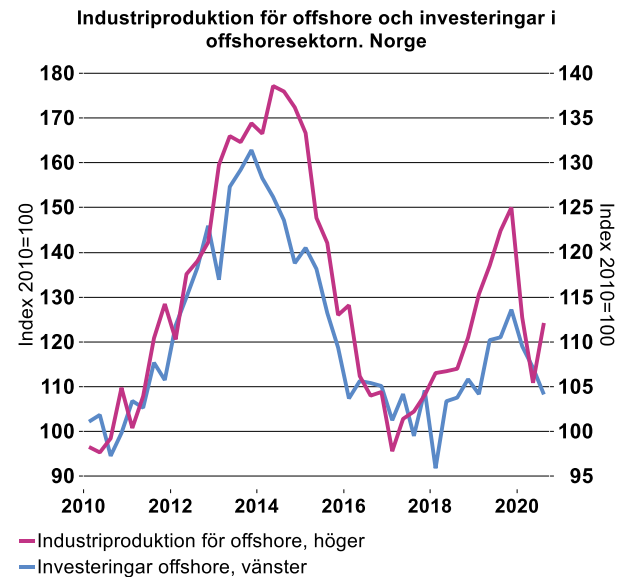
Industriproduktionen som är beroende av offshore-sektorn (45 procent av industrin) minskade med hela 20

procent i maj jämfört med januari i år. I övriga del-branscher i tillverkningsindustrin var tillbakagången be-gränsad, minus fem procent för samma period. Nedgången i offshoreberoende industri sammanföll, förutom med virus-problem och dess "smitteverner", med minskade offshoreinvesteringar, vilket inte gjorde saken bättre. Sedan maj har industriproduktionen ökat i icke-offshoreberoende industri som en följd av tilltagande tillväxt i omvärlden samt bra fart i inhemsk varukonsumtion. Offshorerelaterad industri har däremot fortfarande en bit kvar till produktionsnivån i januari i år trots en uppstuds de senaste månaderna.

Industrin och offshoresektorn är naturligtvis inte på investeringshumör för närvarande. Enligt de investeringsplaner som föreligger bedöms industriinvesteringarna och investeringar i offshore minska med bortemot 20 procent vardera nästa år. Offshoreinvesteringar skulle antagligen minska än mer nästa år om det inte vore för ett "tilltagspakke" för att hålla investeringarna uppe. Det förefaller samtidigt troligt att stimulanserna från denna "pakke" först slår igenom nästnästa år. Skulle tillbakagången nästa år ändå bara bli hälften av det företagen planerar i dagsläget är det illa nog, inte minst för Sveriges export av investeringsvaror till Norge (näst största exportmarknad av dessa produkter efter USA). Vi räknar med att Norges ekonomi har chans att återhämta sig något under nästa år även om restriktioner för tillfället håller tillbaka efterfrågan. Men efterverkningarna av tidigare men också nuvarande restriktioner, lågt oljepris och begränsad tillväxt i internationell varuhandel av traditionella varor medför en lägre tillväxt än normalt i flera år framöver. Penningpolitiken med nollränta verkar i någon mån stimulerande, men med den bittra eftersmaken av främst stigande bostadspriser. Vid Centralbankens senaste penningpolitiska möte konstaterades att "renten holdes i ro" till dess att förhållandena i ekonomin normaliseras. BNP förväntas öka med 2,5 procent nästa år under förutsättning att man fått bukt med pandemin.

Norges industri och dess teknikindustri, som i hög grad är beroende av offshore, får det svårt även nästa år. Industriproduktionen förväntas öka med tre procent nästa år efter ett fall på fyra procent i år. Sveriges export följer tillväxten i inhemsk efterfrågan i Norge mycket väl exklusive slumpstörningar. I år minskar inhemsk efterfrågan i Norge med omkring fyra procent för att öka ungefär lika mycket nästa år i frånvaro av viruschocker. Vår export till Norge följer med ner

i år, men förväntas följa med upp nästa år. Det är bra för Sveriges del, men det blir ingen boom för exporten till Norge likt den vi såg 2017- 2018.



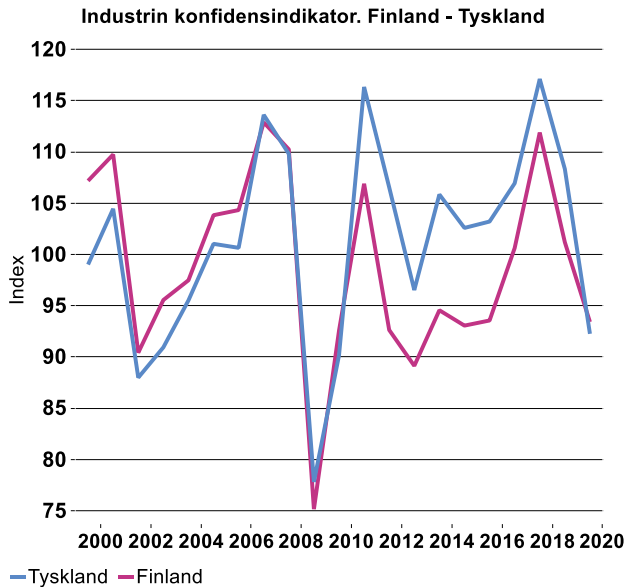
Finland: Bättre än för många andra

BNP i Finland bedöms minska med fyra procent i år för att enligt vårt scenario öka med två procent nästa år. Siffrorna för både i år och nästa år förväntas därmed bli bättre än i Euroområdet i sin helhet.

Finland är precis som Sverige en liten öppen ekonomi med högt exportberoende, särskilt till övriga EU-länder. Exporten till EU är exempelvis 5 gånger högre till EU än till Kina och USA tillsammans. Utfallet för den samlade BNP-tillväxten nästa år är beroende av att efterfrågan i Europa verkligen tilltar och att hushållens konsumtion av tjänster ökar efter årets kollaps. Uppdämt konsumtionsbehov medför att hushållens konsumtion sammantaget förväntas öka med tre procent nästa år givet att Finland inte faller tillbaka i viruselände. Finland hade femtusent åskådare på läktaren i början av november vid en hockeylandskamp mot Sverige. Vi får se om de kan upp-repa dylika publiksuccéer även framöver. "Get together" sektorer i Finland kan komma att klara sig bättre än i andra länder, i vart fall på kort sikt.

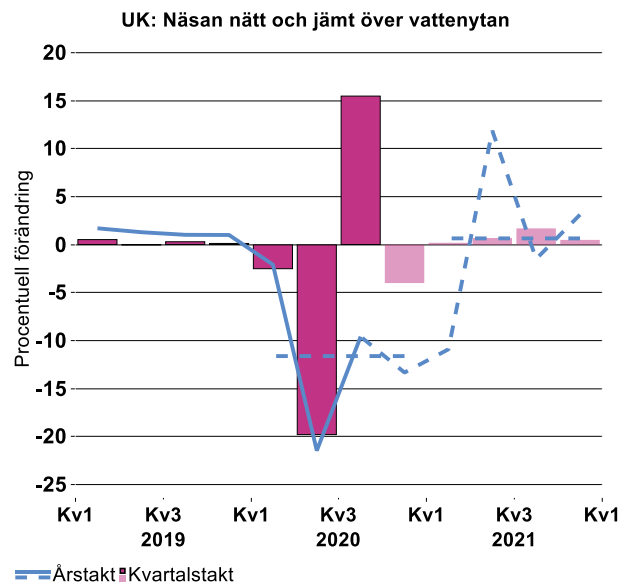
Affärsaktiviteten i industrin går precis som för Sverige hand i hand med Tyskland och därmed euroområdet sammantaget. Den tillväxtprofil vi har för Europa sammantaget nästa år och även för sista kvartalet i år

innebär att tillväxten i Finlands industriproduktion minskar med tre procent i år och ökar i begränsad omfattning nästa år, med två procent.



Storbritannien: Jolly bad

Storbritannien införde hårda restriktioner i våras som följd av Sars-Cov2. Under hösten har virusproblem blossat upp ånyo och en kombination av nationella och regionala restriktioner har införts. Det tidigare Furlough Scheme skulle avslutas i oktober men förlängs till våren som följd av att virusproblemen alltså inte är ett avslutat kapitel. Under andra kvartalet i år nära nog kollapsade hushållens konsumtion, som minskade med nära 25 procent jämfört med första kvartalet. Såväl konsumtion som BNP sammantaget ökade kraftigt under tredje kvartalet jämfört med föregående kvartal. Något annat var knappast heller förväntat. Månadsindikatorn visar dock att ekonomin tappade tempo i september efter lyftet under sommarmånaderna. Med fortsatta restriktioner går Storbritannien en grym vinter till mötes.

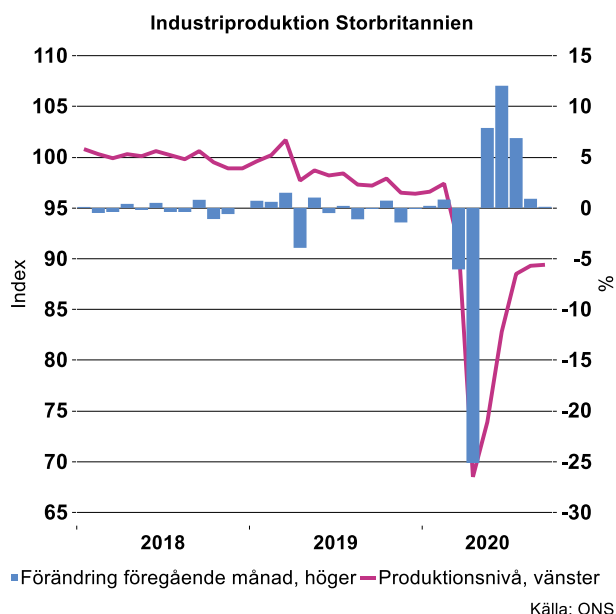


Därutöver brottas Storbritannien med handelsförhandlingar med EU. Det återstår att se hur utfallet blir. Skulle det bli en hård krasch gäller vanligtvis WTO-regler. Oavsett utfallet för skilsmässoavtalet mellan EU och Storbritannien hamnar Storbritannien utanför den inre marknaden med alla de negativa effekter som följer i form av administrativa handelsrutiner, tekniska handelshinder, certifiering och provning med mera. Med ljus och lykta söker nu Storbritannien bilaterala handelsavtal där ett avtal med Japan nyligen tecknades. Detta avtal kommer inte få några exceptionellt stora effekter, men är naturligtvis bättre än inget avtal alls. Handeln med Japan utgör begränsade två procent av den totala handeln medan handeln med EU utgör 46 procent.

Trots ökad industriproduktion med 30 procent från botten i april till september i år minskar den med elva procent i genomsnitt i år. Brittisk teknikindustri har blivit mest negativt påverkad bland industrins delbranscher. Produktionen bedöms minska med 18 procent i genomsnitt i år. Exceptionellt stor produktionsminskning förväntas för fordonsindustrin, med 35 procent i år, trots en rejäl återhämtning tredje kvartalet.

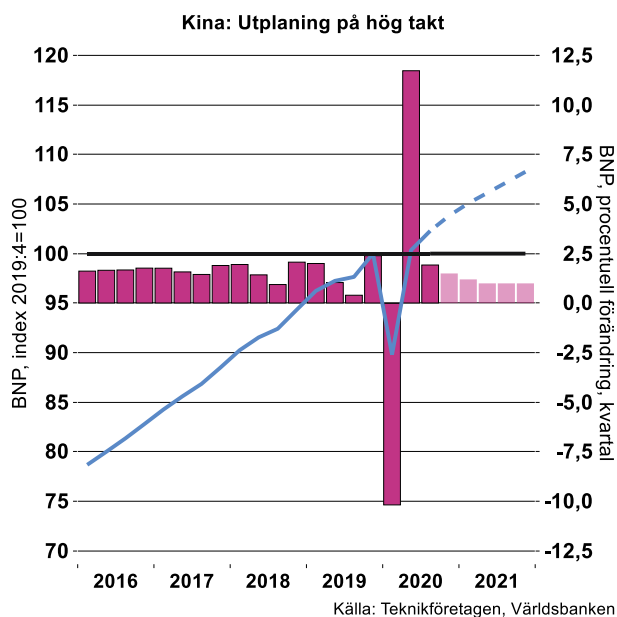
Här ser det inte ljust ut inför nästa år heller då Honda förväntas lägga ner sin verksamhet i Swindon vid halvårsskiftet. Detta får naturligtvis också en negativ inverkan på underleverantörsleden och därmed på hela teknik- och tillverkningsindustrin, trots att global efterfrågan på

personbilar inte förväntas bli sämre nästa år jämfört med i år. BNP minskar med hela 11 procent i år, men orkar bara lyfta med i genomsnitt knappt en procent nästa år, enligt vår bedömning. Även om världen och UK skulle gå mot normala virusfria tider ser det inte speciellt ljusst ut för brittisk industri inför nästa år. Den har därutöver långsiktiga tillväxtproblem. På basis av BNP-prognosen för global ekonomi och för UK nästa år räknar vi ändå med att industriproduktionen ökar med en procent nästa år, men att teknikindustrin visar nolltillväxt.

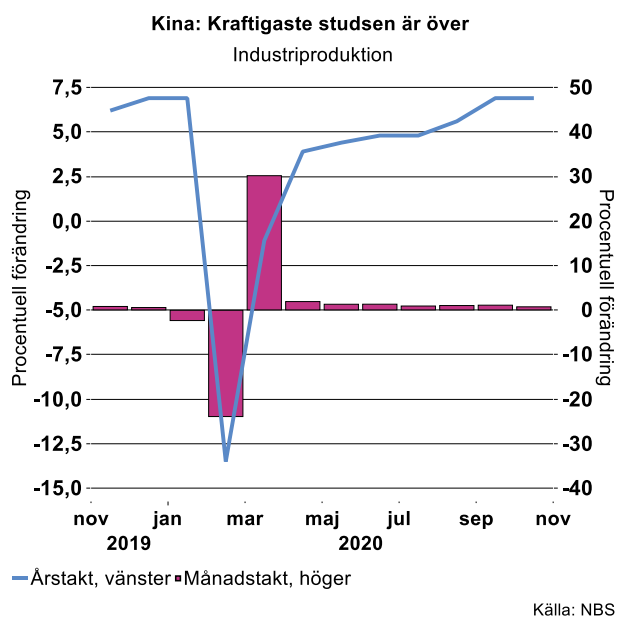


Kina ångar på – i avtagande takt

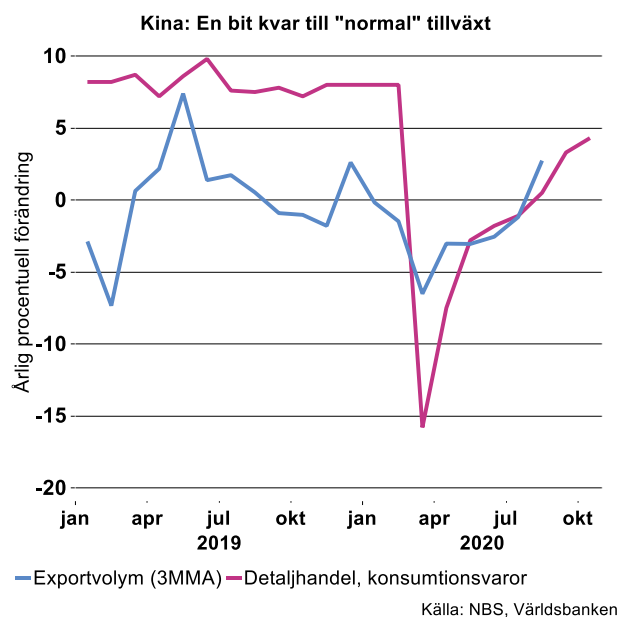
Kina har tagit sig snabbare upp ur vårens avgrund än någon annan ekonomi. Redan tredje kvartalet var BNP drygt två procent över pre-Coronavån (se bilden nedan). Samtidigt är det uppenbart att även Kinas tillväxttakt har dämpats efter det explosiva andra kvartalet, liksom i andra länder speglade studsens i Kina till stor del en uppdämd efterfrågan efter tidigare lock-down.



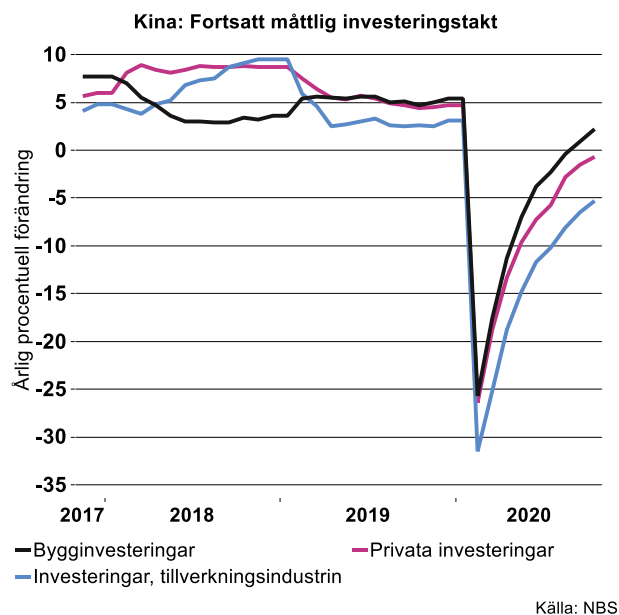
Kinas industriproduktion växer på men accelerationen verkar i stort sett vara över, även om årstakten ökade något i september (se bilden nedan).



Månadsökningarna ligger nu stadigt kring en procent. Även om Kinas ekonomi drivs alltmer av inhemsk efterfrågan snarare än export, är det osannolikt att industriproduktionen kommer ta ytterligare fart. Stora delar av Västvärlden har redan bromsat påtaglig och vi utgår ifrån att avmattningen kommer att förstärkas rejält de kommande månaderna. Vi räknar därför med att de senaste månadernas acceleration i exporten kommer att avta mot slutet av 2020.

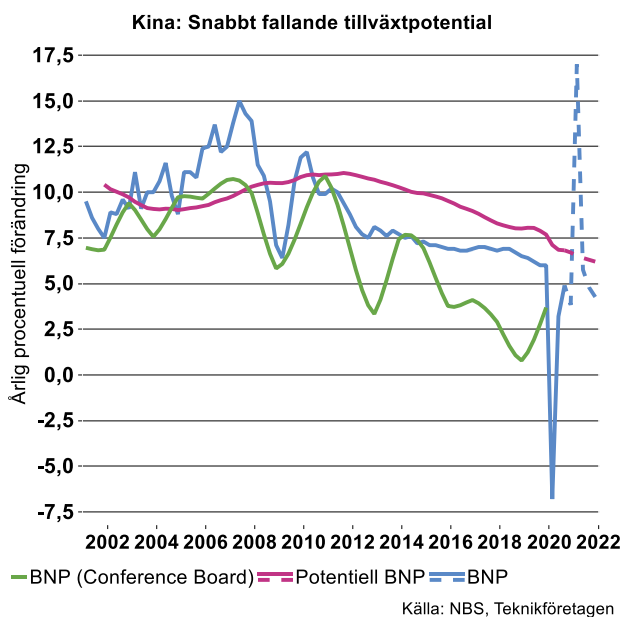


På hemmaplan har visserligen detaljhandeln tagit fart sedan bottenkänningen i våras, men vi talar fortfarande om betydligt lägre tillväxttakt än under tidigare år (se bilden ovan).



Inte heller investeringarna har på långt när nått upp till tidigare starka ökningstakter. Hittills har endast bygginvesteringarna studsat tillbaka över fjolårstakten medan investeringar inom tillverkningsindustrin fortfarande faller med fem procent i årstakt (se bilden ovan).

Även om Kinas tillväxtförmåga fortfarande imponerar – åtminstone om man ska tro den officiella statistiken, exempelvis Conference Board bedömer att tillväxten varit betydligt lägre under lång tid – så har kraften avtagit snabbt. Teknikföretagens beräkningar visar att potentiell tillväxt fallit från cirka 11 procent till cirka sex procent det senaste decenniet (se bilden nedan). Förmodligen är potentiell tillväxt *de facto* betydligt lägre än så, vår mätmetod innebär att en fallande trend endast med fördröjning påverkar estimatet. Skulle vi istället utgå ifrån Conference Boards BNP-estimat talar vi snarare om cirka tre procents potentiell tillväxt.



Teknikföretagens prognos innebär att tillväxten tillfälligt stiger kraftigt över potentiell i början av nästa år, som en ren baseffekt efter kollapsen i början av 2020. För resten av perioden kommer BNP att växa betydligt långsammare än potentiell tillväxt: Kinas tillväxtmirakel närmar sig obevekligen slutet, vi räknar med drygt en procents tillväxt 2020 och cirka åtta procent 2021.

Kinas tillverkningsindustri

Det gick snabbt utför för industrin i Kina under inledningen av 2020. Det gick också snabbt uppåt, och betydligt snabbare än förväntat. För teknikindustri blev inledningen av 2020 smärtsam. Produktionen minskade här med 20 procent första

kvartalet jämfört med sista kvartalet i fjol. I hög grad var detta ett resultat av nära kollaps i fordonsindustrin. Därefter har efterfrågan på fordon ökat i Kina och produktionsnivån under tredje kvartalet i år ligger till och med över motsvarande kvartal i fjol. Samtidigt har global efterfrågan på IT-hårdvara från Kina varit hög, trots pandemi eller rättare sagt tack vare denna. Även efterfrågan på investeringsvaror från Kina har varit hög under tredje kvartalet i år när tillväxten i globala investeringar återhämtade sig efter den djupa nedgången under andra kvartalet. Efterfrågan på investeringsvaror från hemmamarknaden är som sagt låg.

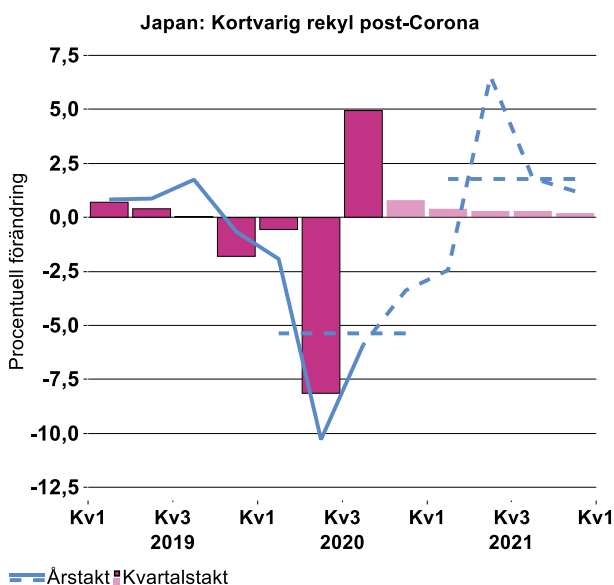
Tillväxttakten för industrin under tredje kvartalet har ändå tappat tempo efter återhämtningen under andra kvartalet. Kinas industri ramlar nu in i gamla rutiner med en årlig tillväxttakt på mellan fyra och fem procent. Nostalgiker får drömma tillbaka till den årliga tvåsiffriga tillväxten 2000-2012. Dessa tvåsiffriga tal kommer inte tillbaka annat än för någon enskild industrigren.

Ekonomiskstatistiska effekter skapar lite speciella genomsnittssiffror för 2020-2021 vilket inte bara gäller Kina. Industriproduktionen bedöms öka med en procent i år men med sju procent nästa år i genomsnitt. För teknikindustri är motsvarande siffror tre procent i år och 10 procent nästa år.

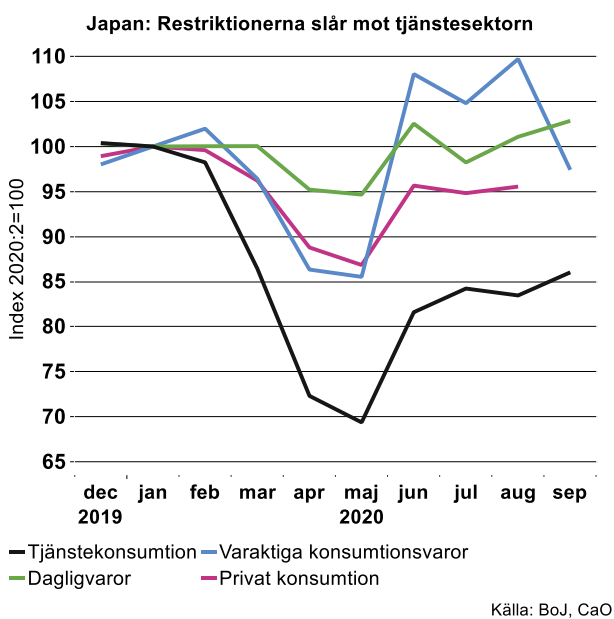
Kina hade som mål att fördubbla ekonomins storlek 2010-2020. Det gick nästan. Ska man göra om detta reptrick till 2030 måste tillväxten uppgå till över sju procent per år, vilket knappast kommer att ske. De senaste signalerna från makteliten är dock att Kina vill dubbla BNP per invånare till år 2035. Då befolkningsframskrivningar visar en i stort sett oförändrad befolkning fram till 2035 innebär detta en årlig BNP-tillväxt på cirka 4,8 procent per år. Utan att elda på med nedsmutsande fossila bränslen vore det ett mirakel om så blir fallet. Politiska mål är en sak, faktisk utveckling är en annan, där Kina har ett track-record av att inte våga avvika från målen i ekonomisk statistik.

Japan: Rekyl men fortsatt svagt

Japans ekonomi har uppvisat samma mönster som andra under Coronakrisen även om slagen inte blev riktigt lika våldsamma som exempelvis i Eurozonen och Kina. Det som kännetecknar Japan är dock att ekonomin hade stagnerat och börjat krympa redan från mitten till slutet av 2019 (se bilden nedan). Sammantaget föll BNP med tio procent under perioden 2019:kv 3-2020:kv 2.

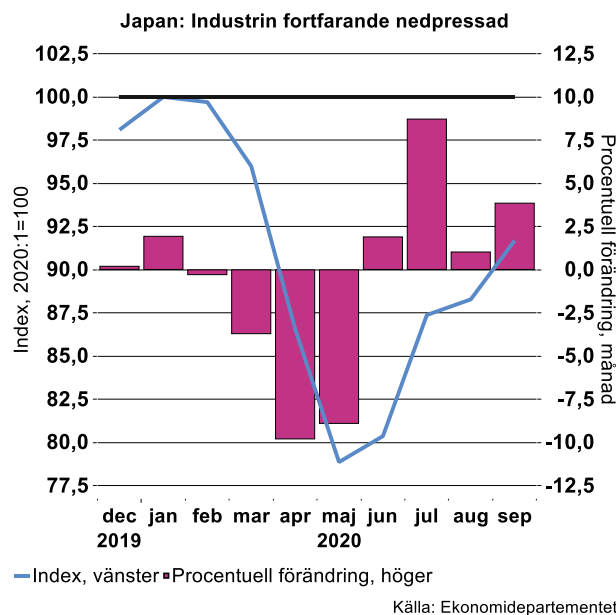


Visserligen studsade BNP upp igen under sommaren men vi räknar med en betydande avmattning under slutet av 2020-2021.

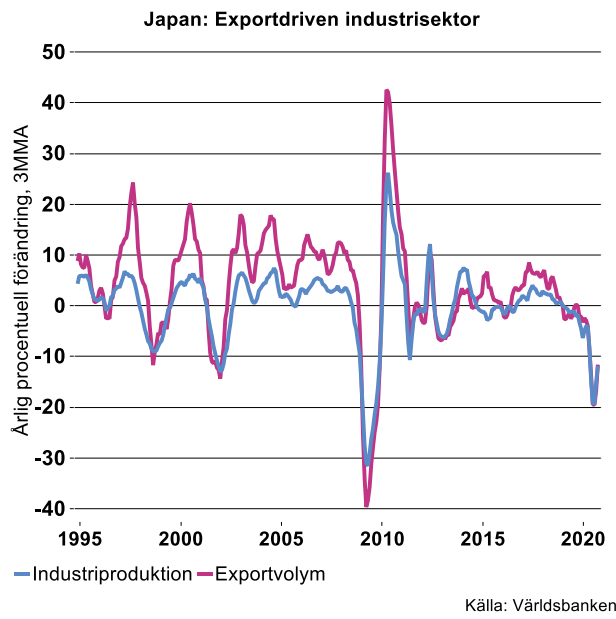


Privat konsumtion som återhämtade sig under maj-juni, stagnerade i juli-augusti och gav knappast något betydande positivt bidrag till BNP under tredje kvartalet. Liksom i andra länder har utvecklingen varit katastrofal för tjänstenäringarna medan det gått bättre för delar av varukonsumtionen (se bilden ovan).

Återhämtningen har varit mer uthållig i tillverkningsindustrin, med ett ordentligt lyft i september. Trots detta är produktionen fortfarande åtta procent lägre än nivån pre-Corona (se bilden nedan).



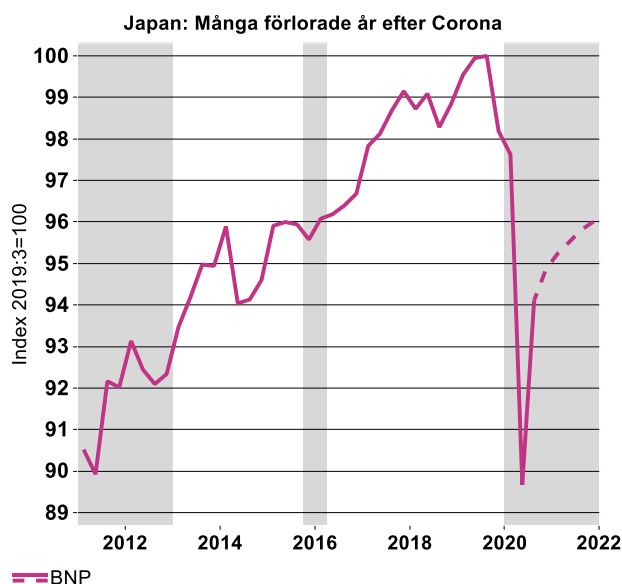
Utsikterna för industrin är ganska bleka. Japans industri är extremt exportberoende (se bilden nedan).



I takt med att världsekonomin tappar farten kommer detta att slå mot export och industriproduktion.

Det som ändå ger en viss styrfart för Japans industri i år och nästa år är att handelsberoendet av Asien, inte minst Kina, är högre än för Europa och USA. I Asien och Kina bedöms tillväxten bli högre än i övriga världen. Industriproduktionen i Japan minskar ändå med hela 11 procent i år för att öka med två procent nästa år.

Sammantaget befinner sig Japan i ännu en mörk era. Givet Teknikföretagens prognos kommer BNP - som rasade till 2011 års nivå under våren - att falla med 5,5 procent i år, växa med 1,5 procent 2021 och inte nå högre än till 2015 års nivå i slutet av 2021 (se bilden nedan).



Källa: CaO, Teknikföretagen

Investeringsvaror

Oroliga tider samt kapacitetsutnyttjande och vinster som, trots ett uppsving under tredje kvartalet, är långt ifrån normala, gör att efterfrågan på investeringsvaror är låg. Därutöver gick världen igenom en investeringsboom för bara några år sedan, dvs. under 2017-2018. En hel del av kapitalstocken är därmed uppgraderad. Världsekonomin har naturligtvis inte slutat att investera. Men enligt våra bedömningar minskar globala fasta investeringar med sju procent i volym i år. Samtidigt ligger teknisk utveckling och bubblar i bakgrunden och utgör alltid en grund för ny maskinutrustning. Detta fenomen går naturligtvis i vågor. Just nu är det till viss del betingat av elektricitet för drivning av fordon och maskiner, effektivare additiv eller subtraktiv maskinteknik, ny teknik för radiotelefoni eller annan elektronik.

Tillväxten i globala fasta investeringar är vanligtvis mer volatil än BNP. I tider av låg eller minskad BNP-tillväxt är tillväxten i investeringar lägre eller minskar mer än BNP och vice versa. Över tid växer dock investeringar och BNP i samma takt. Globala fasta investeringar bedöms följa vår tillväxtbana för global BNP under innevarande halvår i år och under nästa år. Det betyder att globala fasta investeringar bedöms öka med 5,5 procent nästa år. Global världshandel av maskiner samt Sveriges export och produktion av maskinutrustning följer den globala tillväxten i fasta investeringar väldigt väl.

Global fordonsindustri

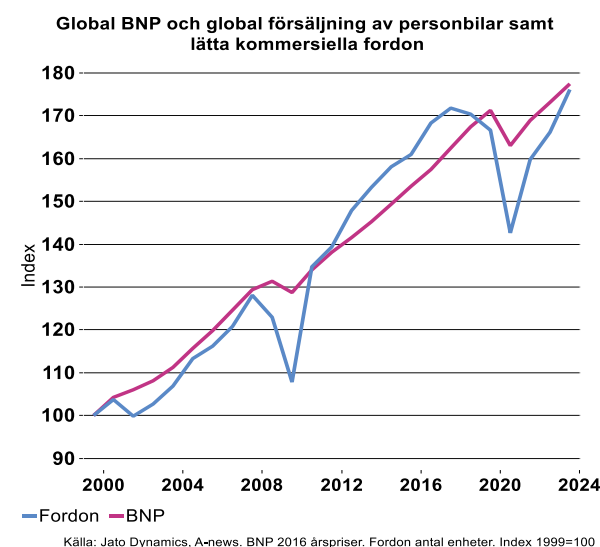
Det blir naturligtvis en relativt omfattande minskning i försäljning och produktion av personbilar och lätta kommersiella fordon i år som följd av ett bedrövligt första halvår. Under andra halvåret i år har efterfrågan på och produktion av fordon återigen ökat när flertalet ekonomier införde inte fullt så omfattande restriktioner. Under sista kvartalet i år och en bit in på nästa år dämpas global återhämtning för fordonsindustrin när en tidigare uppdämd efterfrågan blivit tillfredsställd och då Europa återigen går in i "sparlåga". Visserligen löper ett och annat subventionsprogram i en del länder året ut eller en bit in på nästa år, men merparten av effekterna av dessa är tagna. Blir restriktionerna tillfälliga studsar naturligtvis efterfrågan upp successivt under loppet av nästa år. För att efterfrågan på

fordon ska hålla i sig krävs dock att arbetsmarknaden återhämtar sig, inte minst i Europa och USA.

Global fordonsförsäljning av personbilar och lätta kommersiella fordon följer den sammantagna BNP-tillväxten över tid om än med viss variation. Trots att optimismen i någon mån flödar i fordonsindustrin och att nästa år ser ut att bli ett bättre år än i år, kommer försäljningen ändå inte vara tillbaka på 2019 års nivå förrän bortemot 2022-2023, se bild nedan. Har vi tur kanske produktionen i Sverige lyckas växa snabbare än den förväntade globala tillväxten.

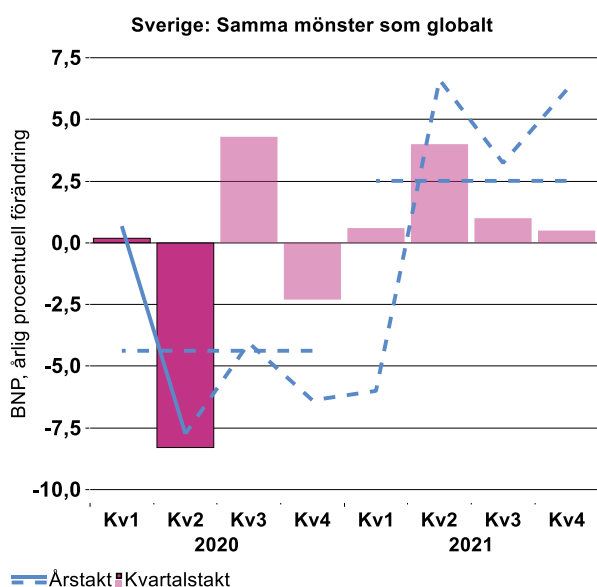
240

Ser vi till s.k. batterifordon av olika slag, är tillväxten hög från låga nivåer. För Sveriges del är dock merparten av efterfrågan av denna typ av fordon, och även i många andra länder, driven av "iögonfallande" konsumtion av höginkomsthushåll samt av företagsbilar som också främst framförs av dylika hushåll. Det dröjer ett tag till innan en massmarknad för batterifordon har etablerats. Bland annat är relativpriserna inte riktigt på plats för batterifordon. 1989 kostade en Volvo 240 GL en årslön för en metallarbetare i Sverige. I dagsläget är relativpriset mellan en batteribil och metallarbetarlön betydligt större. Även "total cost of ownership" är fortfarande högre för många batteribilar jämfört med motsvarande fossilbilar.



Bakslag för Sveriges ekonomi

Coronapandemin drabbade svensk ekonomi under årets andra kvartal då Sveriges totala produktion, BNP, föll historiskt djupt, med 8,3 procent från första till andra kvartalet, säsongrensats. Kraftiga ras för både hushållens konsumtion och exporten bidrog i hög grad till nedgången. Exportindustrin drabbades både av snabbt minskad efterfrågan samt leveransstörningar, särskilt från länder som närmast stängde ned för att motverka smittspridningen av covid-19.



Källa: SCB, Macrobond, Teknikföretagen

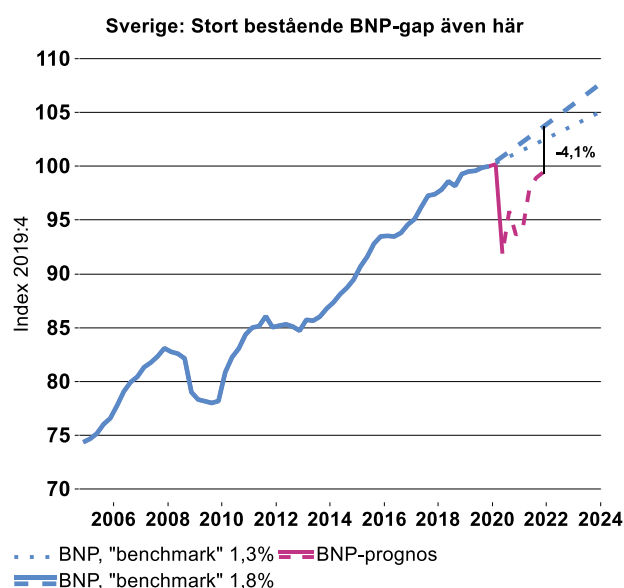
Årets ekonomiska kris är unik då den startades av pandemin och en rad hinder för att motverka smittspridningen. Med den andra vågen av eskalerande virus spridning under hösten räknar vi med ett bakslag för BNP under vintern. Förutom industrin har tjänstesektorn drabbats hårt. Endast ett fåtal branscher har gynnats av hur pandemin påverkat konsumtionsmönster, som exempelvis läkemedelsindustrin, handel över internet och med varor kopplade till egna hem. Däremot har tungt vägande företagstjänster drabbats då efterfrågan fallit från tillverknings- och byggindustrin, från större delen av tjänstesektorn och även från exportmarknader. Det gäller alltså efterfrågan på tjänster exempelvis inom bemanning, teknik, arkitektur och IT.

Efter vår prognos i september har månadsdata och indikatorer kompletterat bilden av en rejäl återhämtning av BNP under tredje kvartalet, som preliminärt visar en uppgång med lite drygt fyra procent från andra kvartalet,

säsongrensats. Som följd av återinförda, tuffare restriktioner kring pandemin under hösten, och särskilt om att begränsa sammankomster till max åtta personer från den 24 november, räknar vi med att BNP åter kommer att falla, med något över två procent fjärde kvartalet i år från det föregående, se diagram ovan. Det är framför allt konsumtionen av tjänster som åter väntas dra ned BNP. Minskad konsumtion i kombination med ökad osäkerhet om smittspridningens och restriktionernas fortsättning lägger dessutom sordin på investeringar och efterfrågan på industrins produkter.

Uppsvinget under tredje kvartalet enligt SCB:s BNP-indikator blev något starkare än vi räknade med i september, men vi reviderar ned BNP-prognosen för fjärde kvartalet rejält och landar på ett djupare fall för BNP för helåret jämfört med vår septemberprognos: BNP minskar i år med 4,4 procent. Dessutom reviderar vi ned prognosen för nästa års BNP-tillväxt till 2,5 procent.

Nivån på BNP kommer i slutet av nästa år enligt vår bedömning ännu understiga pre-Coronanivån med 0,8 procent, se diagram nedan. Sveriges BNP kommer då ligga 4,1 procent under den nivå som hade kunnat nås om krisen inte inträffat och om BNP fortsatt att växa enligt Teknikföretagens uppskattning av potentiell tillväxt på 1,8 procent per år, se diagram nedan. Mycket talar emellertid för att Sveriges potentiella tillväxt blir lägre i krisens spår, möjligen 1,3 procent.

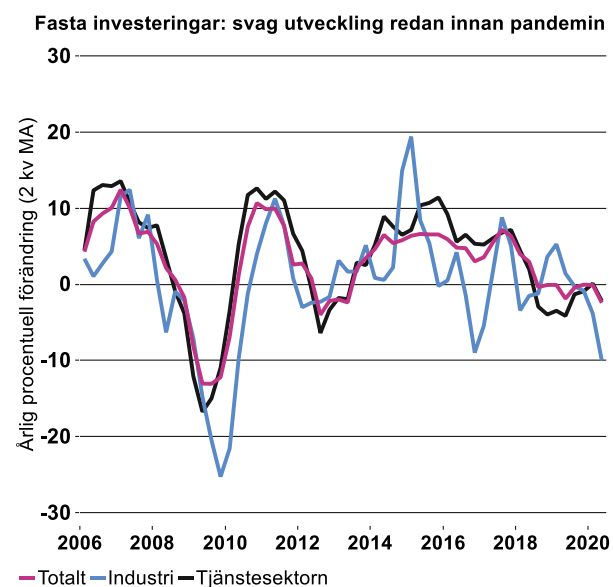


Källa: SCB, Teknikföretagen

Investeringar – främst på byggsidan

– håller emot

Covid19-krisen är ovanlig på så sätt att den i första hand inte drivs av fallande investeringar. Tvärtom bidrar investeringsutvecklingen till att dämpa svängningarna för svensk BNP under 2020, vilket inte minst förklaras av utvecklingen på byggsidan. I skrivande stund finns nationalräkenskaper t.o.m. andra kvartalet i år. Mellan första och andra kvartalet minskade de fasta bruttoinvesteringarna med 4,5 procent säsongsrensats. I årstakt uppgick minskningen andra kvartalet till 5,2 procent. Investeringskonjunkturen var samtidigt svag redan några år före pandemin. Först inom tjänstesektorn som står för merparten av bygginvesteringarna. Därefter inom industrin som står för merparten av investeringar i maskiner och utrustning.

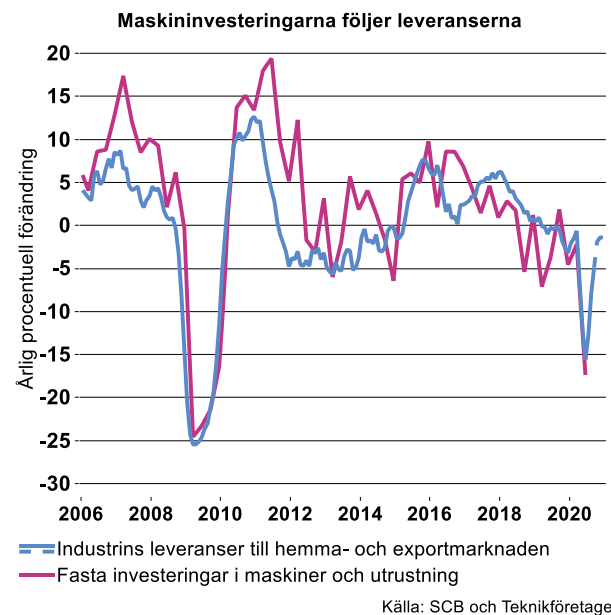


Vår bedömning är att investeringar totalt sett fortsätter att utvecklas svagt framöver. Jämfört med vår prognos i september räknar vi med ett något starkare tredje kvartal, men också med en lite svagare utveckling några kvartal därefter. Den samlade bedömningen är att de fasta bruttoinvesteringarna totalt kommer att minska med fem procent 2020 för att sedan öka med två procent 2021.

Minskade investeringar i maskiner och inventarier är huvudförklaringen till nedgången för investeringar totalt i år. Minskad efterfrågan, fallande vinster och ökad osäkerhet kring pandemins fortsatta utveckling och påverkan på ekonomin, innebär att den tidigare svaga investerings-

utvecklingen accentueras. Maskininvesteringarna rasade kraftigt under andra kvartalet, med 17,5 procent i årstakt. Även om nivån därefter rekylerar uppåt kan årstakten förväntas bli rejält negativ under resten av 2020.

SCB:s Investeringsenkät innehåller i dagsläget inte aktuell årsdata för företagens investeringsplaner. Dock brukar industrins leveranser samvariera med investeringar i maskiner och utrustning. Leveranserna leder dessutom utvecklingen med något kvartal. Vi kan alltså få fram en hygglig bedömning av industrins investeringar i år och nästa år utifrån vår skattning av leveransernas utveckling, se diagram nedan.



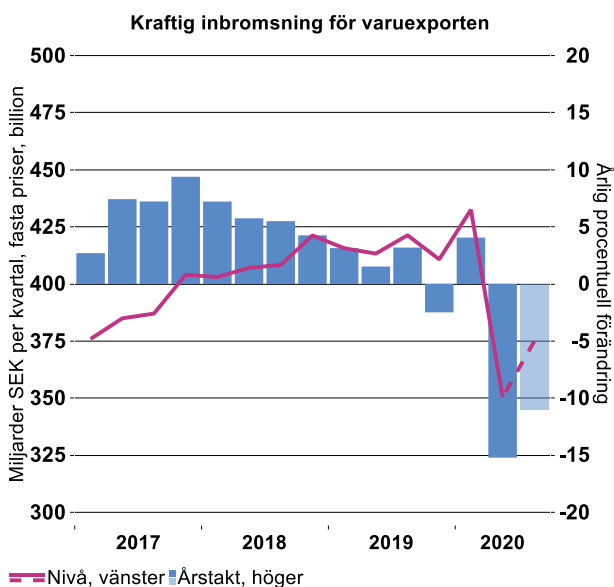
Vi räknar med att investeringarna i maskiner och utrustning totalt i svensk ekonomi minskar med ca 12 procent 2020 för att sedan rekylera uppåt i storleksordningen sex procent 2021. Det är alltså en mer positiv bedömning för 2020 och en mer negativ för 2021 än i vår septemberprognos. Vår bedömning är att industrins investeringar utvecklas ungefär på motsvarande sätt som de totala investeringarna i maskiner och utrustning.

För bygginvesteringar gör vi ungefär motsvarande bedömning som i maj och september – vilken baseras såväl på bygglovsstatistik som på annan information. Bedömningen är att bostadsinvesteringarna minskar med två procent i år för att sedan ligga kvar på ungefär oförändrad nivå 2021. Motsvarande för övriga bygginvesteringar (det vill säga i övriga byggnader samt infrastruktur) är en

minskning med två procent såväl 2020 som 2021. Detta till följd av förväntat minskat byggande av kommersiella fastigheter (handel och kontor etcetera) på grund av pandemin. Investeringar i vägar, järnvägar och annan infrastruktur bedöms samtidigt hålla uppe övriga bygginvesteringar.

Kraftigt volatil export och import

Åtgärderna till följd av covid-19 påverkade svensk varuexport genom stora leveransstörningar, produktionsstopp och kraftigt minskad efterfrågan på viktiga marknader under våren. Under tredje kvartalet skedde samtidigt en rejäl rekyl uppåt, men nivån ligger fortfarande klart under den före pandemin. Dessutom har tjänsteexporten påverkats i stor utsträckning till följd av minskad efterfrågan på transporttjänster och resevaluta.



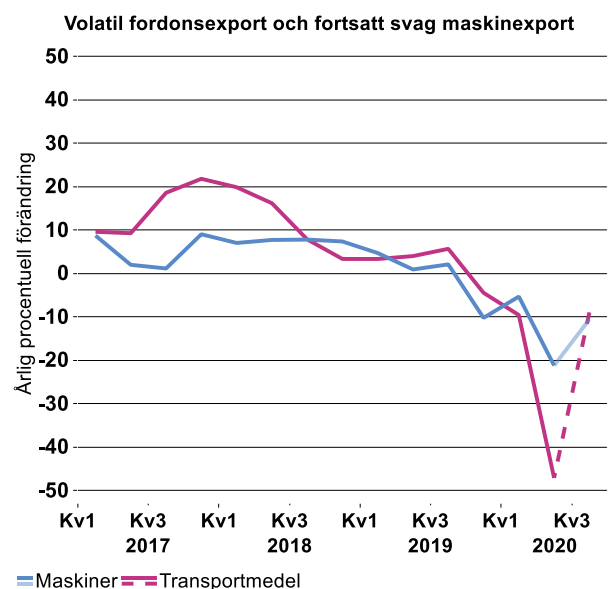
Källa: SCB, Teknikföretagen

Sveriges varuexport minskade med 19 procent mellan första och andra kvartalet i år, räknat i fasta priser och säsongrensat. I årstakt minskade den med 15 procent. Jämfört med fjärde kvartalet 2019 var nedgången i samma storleksordning som för världshandeln med bearbetade varor.

Exakta volymuppgifter för tredje kvartalet är ännu inte publicerade. Däremot finns uppgifter i löpande priser samt för industrins exportleveranser i volym, vilket gör att vi relativt väl ändå kan ringa in exportutvecklingen. Uppgifterna indikerar att varuexporten ökade med 10 procent mellan andra och tredje kvartalet. Trots rekyl ligger nivån på

varuexporten ändå 8 procent under vad den gjorde tredje kvartalet i fjol.

Huvudförklaringen till de kraftiga svängningarna för varuexporten finns inom teknikindustrin – och i synnerhet inom transportmedelsindustrin. Den tungt vägande fordonsexporten nära halverades i årstakt under andra kvartalet då verksamheten mer eller mindre stängde under stora delar av kvartalet. Under tredje kvartalet studsade exporten upp, men låg ändå 10 procent lägre jämfört med tredje kvartalet i fjol. Exporten av maskiner föll också kraftigt under andra kvartalet, med cirka 21 procent, för att sedan delvis återhämta sig under tredje kvartalet.



Källa: SCB och Teknikföretagen

Tillverkningsindustrins export föll under andra kvartalet i år sammantaget med 13 procent jämfört med andra kvartalet 2019. Mellan andra och tredje kvartalet studsade den upp, men låg ändå omkring 7 procent under nivån tredje kvartalet i fjol. Flertalet delbranscher har påverkats av minskad efterfrågan och störningar på grund av pandemin. Detta med några få undantag där läkemedelsindustrin är det tydligaste, vars export till och med ökade med drygt 34 procent under andra kvartalet jämfört med andra kvartalet i fjol.

Tjänsteexporten, som under 2019 utvecklades mer positivt än varuexporten, föll mer än varuexporten under andra kvartalet i år, med 16 procent i årstakt. Orsakerna är främst att efterfrågan på transporttjänster och resevaluta minskat kraftigt till följd av minskad

gränshandel och närmast utebliven turism. Därutöver har även avgifter för användning av immateriella rättigheter samt export av datatjänster och övriga affärstjänster påverkats negativt. Fortsatta reserestriktioner innebär även att uppstudsens under tredje kvartalet inte är lika kraftig för tjänsteexporten som för varuexporten. Bedömningen för tjänsteexporten är något svagare än för varuexporten för såväl 2020 som 2021. Orsaken är främst att resevaluta och transporttjänster bedöms utvecklas fortsatt svagt.



Vår samlade bedömning är att Sveriges export minskar med 6 procent under 2020 för att sedan öka med drygt 6 procent nästa år. Det är en viss upprevidering av 2020 och nedrevidering av 2021 jämfört med i vår septemberprognos. Orsaken är en kraftigare rekyll uppåt det tredje kvartalet än vad vi hade räknat med. Nedstängningarna inom EU under hösten gör samtidig att vi nu räknar med en svagare utveckling under sista kvartalet i år och under första kvartalet nästa år. Därefter räknar vi med en gradvis uppgång för exporten. Statistiskt överhäng medför att utvecklingen i årstakt kommer förefalla stark, trots att den kvartalsvisa ökningstakten, säsongrensats från föregående kvartal, kommer vara förhållandevis svag under resten av 2021.

Vår bedömning innebär att utvecklingen för Sveriges varuexport relativt väl följer vår bedömning av återhämtning för världshandeln, men ändå präglas av utvecklingen inom EU dit ungefär hälften av varuexporten går. Vår bedömning för världshandeln är att den gradvis fortsätter att återhämta sig

efter uppstudsens tredje kvartalet, men att den först mot slutet av 2021 kommer att vara tillbaka på ungefär samma nivå som innan krisen slog till.

Sveriges export av teknikprodukter påverkas kraftigare av de globala svängningarna för global BNP respektive världshandeln än varuexporten totalt, vilket framgår tydligt av den ovan beskrivna utvecklingen för fordonsindustrin. Vi räknar följaktligen med ett ännu djupare fall för exporten av teknikprodukter än för exporten totalt under 2020 och med en kraftigare återhämtning under nästa år.

Importen har – precis som exporten – påverkats kraftigt av pandemin. Den minskade till och med något mer än exporten första halvåret jämfört med motsvarande period 2019. Minskad inhemsk efterfrågan i samband med Coronakrisen bidrog till att varuimporten föll med nästan 14 procent andra kvartalet jämfört med föregående kvartal, säsongrensats. Framförallt sjönk importen av investerings- och insatsvaror. De störda leveranskedjorna och nedstängningarna av produktionen förklarar den minskade importen av insatsvaror eftersom produktionen i hög grad hänger ihop med globala värdekedjor, (se vidare fördjupningen om globala värdekedjor). Vidare har kraftigt minskat utlandsresande dragit ned tjänsteimporten. Vi räknar med att tjänsteimporten totalt minskar med 7 procent i år och ökar med drygt 7 procent nästa år. På samma sätt som tjänsteexporten är tjänsteimporten i år mer volatil än varuimporten, på grund av det kraftigt minskade utlandsresandet.

Sett till helåret 2020 räknar vi med att nettoexporten ökar marginellt varefter den sedan minskar något igen under 2021.

Industrin upp från djupet – kommer inte så högt

Det blev ett omfattande fall i Sveriges industriproduktion under andra kvartalet i år. Global industriproduktion har återhämtat sig mellan andra och tredje kvartalet vilket också varit fallet för Sveriges industriproduktion. Enligt produktionsvärdeindex för industrin ökade produktionen med 2,7 procent mellan andra och tredje kvartalet i år i volym. För Sveriges teknikindustri var motsvarande siffra en ökning med 22,5 procent. Trots detta uppsving var

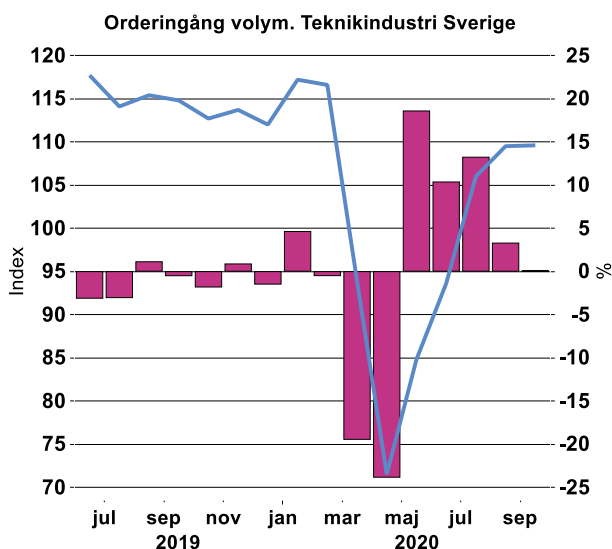
produktionsnivån för teknikindustri åtta procent lägre under tredje kvartalet jämfört med motsvarande kvartal i fjol.

Både teknikindustri och industrin sammantaget har alltså börjat hämta in en del av tappet från andra kvartalet i år, se bild nedan. Uppgången har bland annat varit ett resultat av tidigare orderingång som inte kunnat effektueras samt att det funnits en uppdämd efterfrågan som följd av tidigare restriktioner både i Sverige och på våra exportmarknader.

Orderingången har förvisso ökat i genomsnitt för teknikindustri i Sverige mellan andra och tredje kvartalet, men detta har främst varit ett resultat av ett exceptionellt lyft i juli. Därefter har orderingången tappat tempo, se bild nedan. Vi är tillbaka till tiondelarnas månadsförändring. Detta är något som också kan konstateras för i stort sett alla större länder och i det närmaste för alla hårda data vare sig det gäller produktion, order eller konjunkturindikatorer.

Som vi påpekat ovan följer Sverige affärsläget och orderingången i Tyskland väldigt väl. Även i Tyskland noteras nu också ett tempotapp.

Vi har inte ändrat vår prognos för 2020 på något exceptionellt sätt jämfört med våra tidigare bedömningar i september respektive maj. Trots en omfattande återhämtning under tredje kvartalet och i någon mån även under årets sista kvartal räknar vi med att Sveriges industriproduktion minskar med tio procent i år i genomsnitt.



— Index 2015=100, vänster=Månadsförändring %, höger

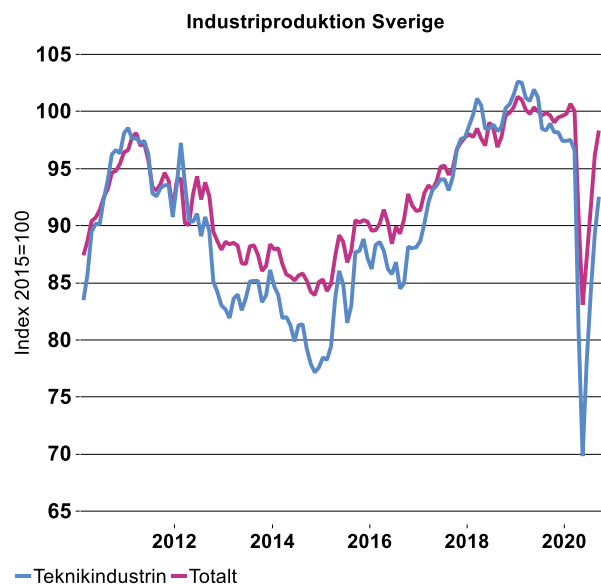
Källa: SCB

I genomsnitt minskar produktionen för Sveriges teknikindustri än mer, minus 17 procent i år. En orsak till detta är till

viss del den exceptionellt tillfälligt låga produktionsnivån under april och maj i Sveriges fordons-industri.

Mot bakgrund av de antaganden vi gör för tillväxt i världshandel och global BNP följer en global återhämtning nästa år men i begränsad omfattning. Det blir naturligtvis en tillbakagång under sista kvartalet i år för Europa som följd av tillfälliga restriktioner, som förhoppningsvis bara blir just tillfälliga. Givet att industrin både i Sverige och i övriga Europa betraktar dem som tillfälliga och att leverantörskedjor inte bryts kommer det ändå snurra på rätt bra. Vi räknar under ett sådant scenario med att lager av färdiga varor hoppar upp på likartat sätt som under våren för att sedan reduceras under inledningen av nästa år.

Vi har inte heller ändrat vår bedömning från september för nästa år (eller från vår bedömning i maj 2020) exceptionellt mycket. Industriproduktionen i Sverige bedöms öka med 8 procent nästa år och för teknikindustri med 12 procent i genomsnitt. Notera gärna att förändringar i så kallad nedåträknad årstakt, exempelvis andra kvartalet nästa år i jämförelse med andra kvartalet i år, kommer visa exceptionella tillväxttal.



— Teknikindustrin — Totalt

Källa: SCB

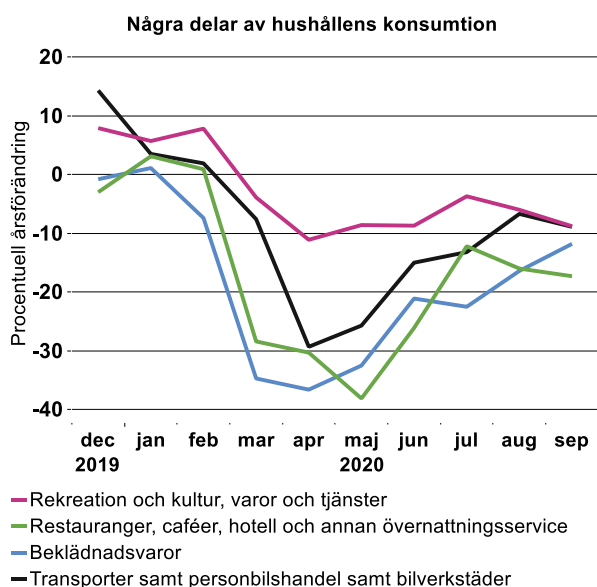
Hushållen håller igen på konsumtion

Hushållens konsumtion har kraftigt påverkats till följd av införda restriktioner och nya beteendemönster under Coronapandemin. En historisk djup nedgång skedde under andra kvartalet, som följdes av ett uppsving för delar av

varukonsumtionen medan konsumtionen av tjänster fortsatt att hållas tillbaka av restriktioner kring pandemin.

Särskilt har restaurang och hotell, beklädnadshandel, transporter och kulturaktiviteter påverkats av minskad konsumtion, se diagram nedan. Under sommaren skedde en viss återhämtning, men därefter har konsumtionen åter dämpats, vilket märkts för bland annat hotell och restaurang. Striktare uppmaningar om distansering samt restriktioner kring resande med mera i oktober och november bedöms påverka konsumtionen ytterligare i negativ riktning.

Dessutom har uppsvinget för inköp av varor som kan kopplas till hemarbete mattats av efter sommaren. Det gäller exempelvis elektronik, vitvaror, heminredning, byggvaror med mera. Denna konsumtion ser ut att ha mattats i samband med att korttidspermitteringar minskat och fler gått tillbaka till heltidsarbete.



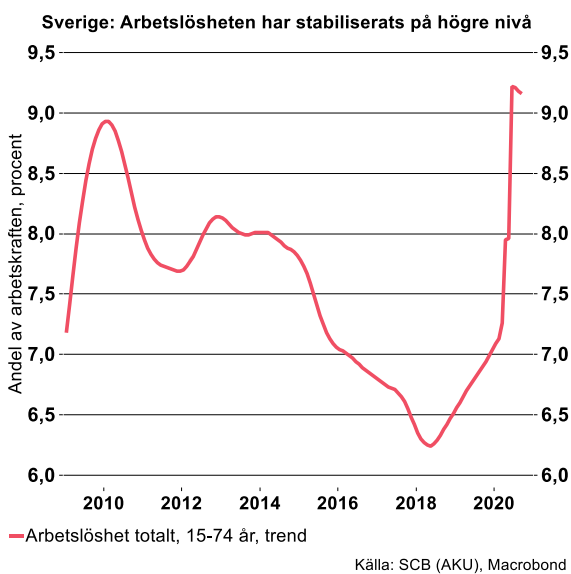
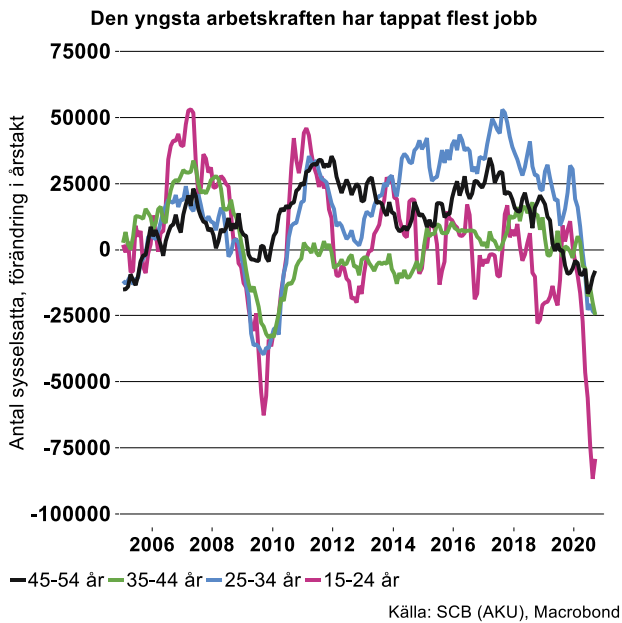
Hushållen ser ut att ta höjd för osäkerheten kring ekonomin och arbetsmarknaden genom att öka sitt sparande. KI-barometern bland hushållen i oktober visar att en betydligt större andel av hushållen än normalt uppger att de sparar i nuläget. Andelen har varit ovanligt hög sedan i juni. Dessutom tror en övervägande andel att de kommer kunna spara under de kommande tolv månaderna. Samtidigt planerar en övervägande andel att minska sina inköp av kapitalvaror det närmaste året. En intressant förändring i oktober jämfört med hushållens svar i juli är att färre hushåll nu planerar för större renoveringar på den befintliga bostaden eller på fritidshuset.

SCB:s månadsindikator för hushållens konsumtion visar en nedgång med 4,6 procent till och med september i år jämfört med motsvarande period förra året. Vi räknar med ännu mycket svagare konsumtion under fjärde kvartalet jämfört med det tredje, och för helåret 2020 med att konsumtionen minskar med 5,6 procent, enligt nationalräkenskaperna (NR). Mot bakgrund av de betydligt striktare restriktioner om folksamlingar från och med 24 november som regeringen annonserat, har vi dragit ned vår prognos för konsumtionen fjärde kvartalet. Med viss fördröjning kan konsumtionen ta mer fart nästa år, förutsatt att Sverige och andra länder kommer släppa alltmer på restriktioner för utlandsresande, folksamlingar, events med mera. Nästa år bedömer vi att konsumtionen kommer att öka med fyra procent, vilket innebär att hushållens sparande som andel av disponibel inkomst ligger på fortsatt hög nivå, endast några tiondelar lägre än under 2020.

Fler jobb försvinner inom tjänstesektorn

Efter en allt lägre ökningstakt för sysselsättningen i samband med svagare konjunktur från 2018 och framåt följde Coronachocken som fick antalet sysselsatta att rasa under årets andra kvartal, se diagram nedan. Från april har främst ungdomar i åldrarna 20-24 år påverkats av personalneddragningar, se diagram nedan. Den yngre arbetskraften har ofta tillfälliga jobb vid sidan av studier. Dessa jobb finns särskilt inom branscher som påverkats hårdast av Coronakrisen, såsom hotell och restaurang, delar av detaljhandeln med flera. Den äldre arbetskraften, särskilt från 45 år och uppåt, har i hög grad kunnat behålla sina jobb tack vare korttidspermitteringar.

Det stora raset för Sveriges sysselsättning skedde i våras. Därefter har den stabiliserats på en kraftigt lägre nivå. I september var antalet sysselsatta 130 000 personer färre än i februari, innan effekterna av Coronapandemin slog till mot sysselsättningen. Andelen arbetslösa har också stabiliserats sedan juni. I september uppgick antalet arbetslösa till omkring 500 000, vilket motsvarar ett arbetslöshetsstal på 9,2 procent, enligt säsongsrensade och utjämnade data, se diagram nedan. Det är en ökning med två procentenheter jämfört med nivån i februari, motsvarande 111 000 fler arbetslösa. Ungdomar mellan 15 och 24 år står för 1/3 av ökningen.



Mycket talar för att de omfattande korttidspermitteringarna bidragit till att arbetslösheten stabiliserats. Enligt SCB:s Arbetskraftsundersökning (AKU) var så många som 113 000 delvis, eller helt frånvarande från sina jobb under arbetsveckan i september på grund av permittering. Hittills, under april-september, har i genomsnitt drygt 170 000 personer totalt varit korttidspermitterade, enligt AKU. Med utgångspunkt i uppgifter från Tillväxtverket som hanterar ansökningarna om stöd för permitteringarna, bedömer vi att industrin svarat för drygt en tredjedel. Teknikföretag står för en relativt stor andel, cirka 2/3 av permitteringarna inom industrin.

Om vi antar att ca hälften av de drygt 170 000 personer som i genomsnitt totalt varit korttidspermitterade hade blivit arbetslösa om årets system för dessa permitteringar inte hade funnits, skulle arbetslösheten ha stigit med 85000 fler arbetslösa under krisen. Allt annat lika hade andelen arbetslösa i så fall ökat till 10,7 procent, alltså varit betydligt högre än dagens dryga nio procent.

Riksdagen röstade i april igenom ett utökad stöd för korttidspermitteringar under maximalt nio månader under 2020 för att motverka en kraftigt ökad arbetslöshet till följd av Coronakrisen. I år står alltså staten för en betydlig större del av kostnaden vid korttidsarbete jämfört med det ordinarie systemet för korttidspermittering. Den 9 november lade regeringen fram förslag om att det utökade stödet för korttidspermitteringar ska förlängas till och med juni 2021. Det innebär att korttidspermitteringar som har beviljats under 2020 kommer kunna förlängas med upp till ytterligare sju månader, eller som längst till 30 juni 2021. Subventionsgraden trappas dock ned enligt förslaget, från 75 procent första kvartalet till 50 procent under andra kvartalet.

Även med en förlängning av stödet för korttidsarbete räknar vi med att arbetslösheten kommer stiga något ytterligare i början på nästa år. Mot bakgrund av den andra vågen av smittspridning av covid-19 bedömer vi att branscher, särskilt inom tjänstesektorn, fortsätter att påverkas av kraftigt lägre efterfrågan än normalt.

De normala sambanden mellan lägre tillväxt än potentiell och arbetslöshet har i viss mån satts ur spel då åtgärder under pandemin motverkat att sambanden utlöser en högre arbetslöshet. Ju längre krisen pågår och företagens intäkter ligger långt under det normala för att täcka arbetskraftskostnader med mera, desto större blir risken för att krisåtgärderna inte kommer räcka till för att motverka ökad arbetslöshet.

Frågan är alltså hur länge företag kommer kunna behålla personal, även om de haft hjälp av korttidspermitteringar samt andra stödinsatser. Både inom industrin och tjänstesektorn räknar företagen med att dra ned på personal under fjärde kvartalet i år, vilket både inköpschefsindex samt KI-barometern indikerar. Vi räknar med att arbetslösheten kommer stiga något ytterligare,

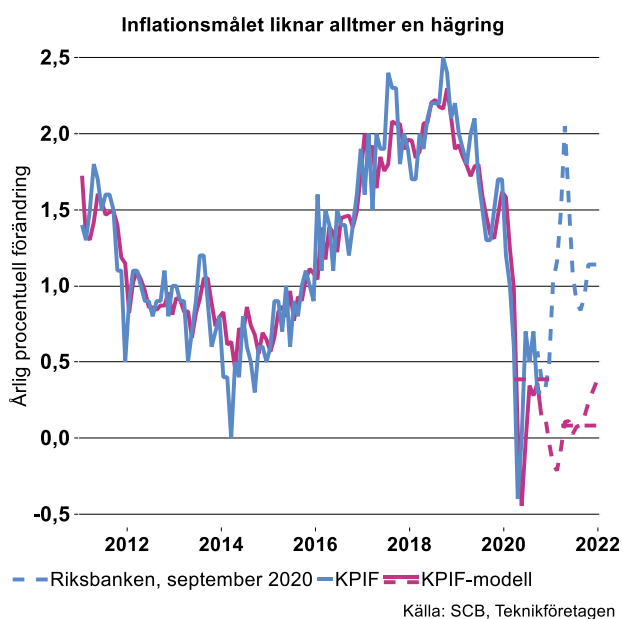
mot bakgrund av den svagare efterfrågan vi förutspår för stora delar av näringslivet.

Under 2020 räknar vi med att andelen arbetslösa kommer ligga på 8,6 procent i genomsnitt. Under början av nästa år räknar vi med att arbetslösheten stiger till 9,7 procent och minskar gradvis från sommaren. Genomsnittet för helåret 2021 landar på 9,4 procent, enligt vår prognos.

Sysselsättningen totalt bedöms i år minska med 1,9 procent och med 0,7 procent nästa år. Det motsvarar en minskning med totalt 130 000 jobb under 2020-2021, varav flertalet inom tjänstesektorn. Hittills har den största neddragningen av personal skett inom hotell och restaurang, men även inom transporter, företagstjänster, kultur, nöje och fritid. Antalet berörda personer av varsel under perioden april-oktober i år har varit störst inom en rad företagstjänster sammantaget, drygt 23 000 berörda. Inom hotell och restaurang var drygt 19 000 personer berörda av varsel under perioden. Inom hela tjänstesektorn hade nära 85 000 berörts av varsel och i ekonomin som helhet drygt 108 000 under april till och med oktober.

Inflationsmålet glider ur siktet

Mycket litet tyder på att Riksbanken kommer att lyckas styra inflationen till i närheten av målet de kommande åren. KPIF-inflationen har fallit kraftigt och trendmässigt ända sedan toppen på 2,5 procent i september 2018 och fullkomligt rasat i spåren av Coronakrisen (se bilden nedan).



Coronakrisen har medfört förändringar i inflationen som avviker från normala säsongsmonster. Inflationstakten kan väntas hoppa upp tillfälligt i april nästa år, som resultat av att jämförelsen görs mot den ovanligt låga inflationen i april i år. Då nådde inflationstakten -0,4 procent (se diagram ovan), vilket avviker från historiska mönster. Priser på drivmedel, kläder, logi och rekreationstjänster avvek i april från normala säsongsmonster. I årstakt föll priserna på drivmedel dessutom ovanligt djupt, med 21 procent. Något som dessutom påverkade inflationstakten var att flera delar av KPI inte kunde mätas på grund av att viss konsumtion närmast upphörde i april till följd av Coronakrisen. SCB saknade exempelvis prisuppgifter för flygcharter, utrikes resor, biljetter till idrottsevenemang, bio och teater. För dessa delar av KPI räknade SCB med samma prisutveckling som genomsnittet för samtliga övriga delar av KPI som kunde beräknas. Dessa tillfälliga avvikelser från normala mönster och beräkningar går inte att fånga i en prognosmodell. Riksbanken har emellertid räknat med en kraftig uppgång i inflationstakten i april nästa år till 2 procent, delvis som en effekt av jämförelsen mot den avvikande utvecklingen i april i år, se diagram ovan. Riksbanken räknar dessutom med en gradvis högre inflation under resten av 2020 och i början av nästa år. Riksbankens scenario verkar emellertid vara passé mot bakgrund av den snabba smittspridningen av covid-19 och dess klart negativa påverkan på hushållens konsumtion som kan förväntas under de närmaste månaderna.

Teknikföretagens bedömning är att fortsatt svag konjunktur och arbetsmarknad under kommande år, såväl i Sverige som globalt, sätter fortsatt tryck neråt på inflationen. Vi räknar med att svensk KPIF-inflation hackar fram strax över nollstrecket under resten av 2020 och i början av 2021, även om nya överraskningar inte kan uteslutas med tanke på det extraordinära läget. I genomsnitt visar vår prognos för KPIF en ökning med 0,4 procent 2020 och endast 0,1 procent 2021. Riksbankens prognos från september visar motsvarande 0,4 procent för 2020 och 1,2 procent för 2021.

Riksbanken ligger still - för evigt...?

Med inflationen fastnitad långt under målet och med fortsatt mycket lågt resursutnyttjande, finns inga

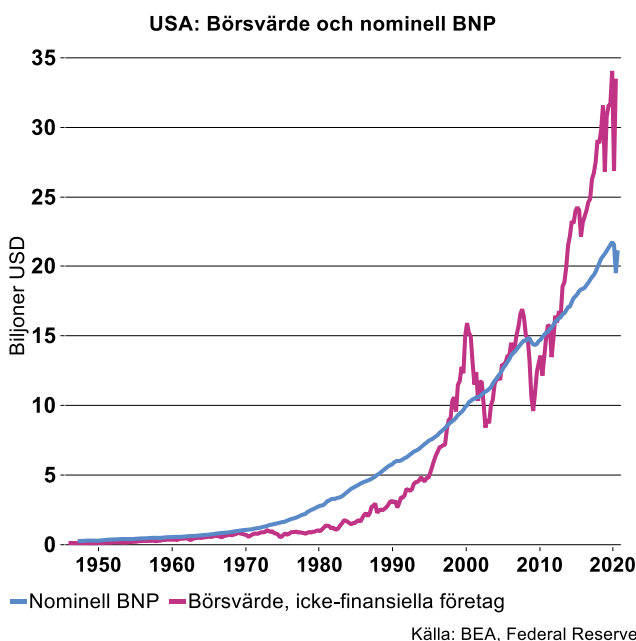


förutsättningar för Riksbanken att höja reporäntan. Under normala förhållande skulle allt tala för ytterligare omfattande penningpolitiska stimulanser. Det är dock mycket osannolikt att Riksbanken åter väljer strategin med minusränta. Däremot lär man fortsätta med andra åtgärder - läs tillgångsköp - som syftar till att säkerställa att kreditkanalen fungerar friktionsfritt.



Är börsen övervärderad?

Världen har upplevt en fenomenal börsuppgång sedan finanskrisen 2009-2010. Exempelvis har USA:s samlade börsvärde (för icke-finansiella företag) stigit från 9,6 biljoner USD i början av 2009 till 33,5 biljoner USD andra kvartalet 2020, en ökning med 250 procent (se bilden nedan). Med tanke på den starka börsutvecklingen sedan i somras – S&P 500 har stigit med cirka åtta procent – kommer uppdaterade data för tredje kvartalet att uppvisa en ännu större ackumulerad uppgång.



Visserligen har även USA:s ekonomi vuxit ordentligt sedan finanskrisen - nominell BNP är cirka 50 procent större än i början av 2009 - men börsvärdet har alltså stigit fem gånger så mycket.

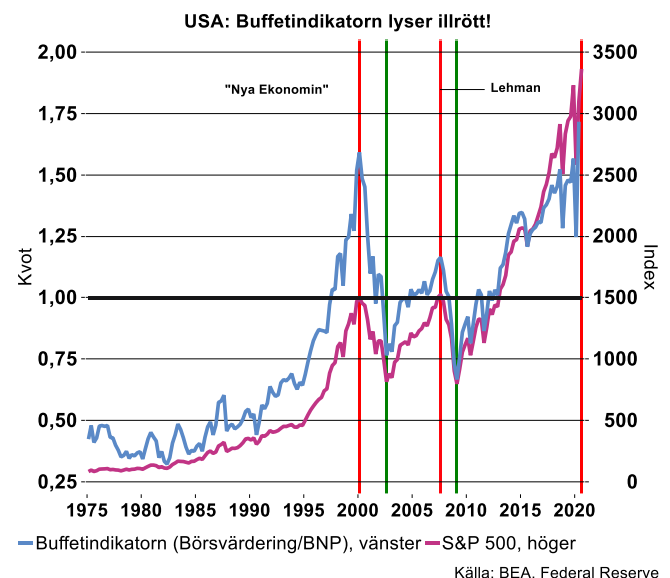
Även om stigande aktievärden delvis kan motiveras med en växande ekonomi räcker detta alltså inte som förklaring till det uppdrivna börsvärdet, en annan faktor har uppenbarligen haft ett finger med i spelet. Det handlar förstas om Federal Reserves och andra centralbankers mer än decennielånga, extremt expansiva penningpolitik i form av nollräntor och enorma likviditetsinjektioner.

Den gamle aktieräven Warren Buffet har fått ge namn åt en ofta använd tumregel för USA-börsens värdering, den så kallade Buffetindikatorn, som relaterar det totala börsvärdet

till nominell BNP. Buffetindikatorns logik är enkel: det är rimligt att värderingen av en ekonomis näringsliv/börsvärdet på sikt bör spegla BNP. Nu torde detta samband i första hand gälla för en sluten ekonomi där hemmamarknaden också representerar näringslivets totala marknad. Det betyder att Buffetindikatorn i den globaliserade ekonomin borde vara mest relevant som en mätare på globalt börsvärde i relation till global BNP. Nu är visserligen inte USA en sluten ekonomi men hemmaekonomin är ändå relativt mycket större än i flertalet andra länder. Med tanke på detta och att det finns relevant data för USA, fokuserar vi i det följande på Buffetindikatorns utveckling i USA.

Buffetindikatorn lyser illrött!

Även om Buffetindikatorn bygger på att börsvärderingen är nära relaterad till BNP på lång sikt, kan betydande avvikelser uppstå: Under långvariga börsrallies sticker indikatorn mot nivåer som *ex post* visar sig vara ohållbara, vilket ofta tolkas som att *homo sapiens* reptilhjärna tagit över, börsen blir övervärderad och bubblan spricker.⁴ I samband med kraschen tenderar börsvärderingen rasa långt under BNP innan börsen finner en botten och börjar att återhämta sig (se bilden nedan).



Warren Buffets egen varningssignal är när Buffetindikatorn stiger över ett. Fokuserar vi på de senaste 20 årens utveckling rasade börsen när Buffet-

⁴ Vi argumenterar nedan för att detta inte nödvändigtvis alla gånger är en korrekt tolkning.

indikatorn år 2000 steg till över 1,5. När indikatorn föll till 0,75 hösten 2002 började börsen att återhämta sig. På motsvarande sätt föll börsen kraftigt när indikatorn nådde 1,2 år 2007 för att åter börja stiga kraftigt när indikatorn nådde 0,6-0,7 2009.

Med tanke på den ovan beskrivna utvecklingen, med börsvärden som stigit långt mer än BNP under lång tid, är det knappast överraskande att Buffetindikatorn rusat långt in i "den röda zonen". Visserligen har det inträffat börskorrigeringar under senare år - oron för Kinas avmattning 2015, den globala konjunkturavmattningen i slutet av 2018 och Coronakrisen i mars 2020 - men dessa har varit kortvariga och följts av kraftiga rekylar. Skälet har vid varje tillfälle varit det samma: nya gigantiska penningpolitiska stimulanser har sprutat in nytt raketbränsle i världens börser.

När nu kruttröken skingrats, åtminstone tillfälligt, är Buffetindikatorn på all-time-high eller 1,72. Strikt tolkat borde detta således indikera mycket stor risk för en rejäl börsnedgång. Den risken har å andra sidan varit hög under de senaste 7-8 åren utan att börsen kollapsat.

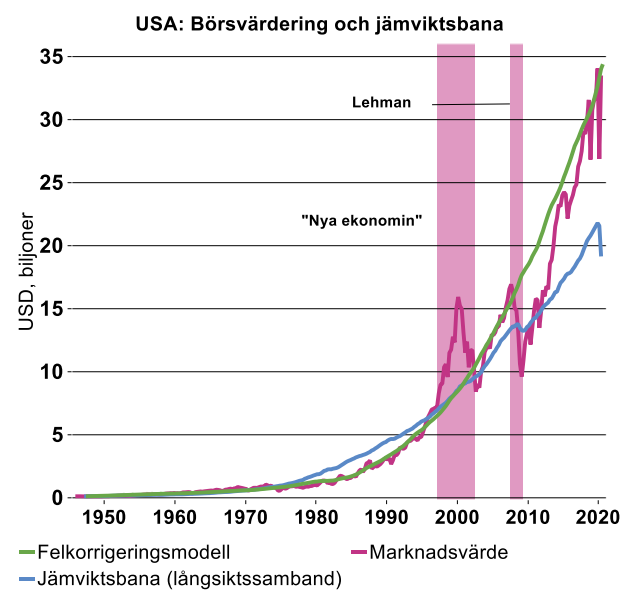
En jämviktsmodell för börsen

Vi har ovan argumenterat för att marknadsvärdet på börsen borde vara starkt trendmässigt relaterat till nominell BNP. Stora avvikelser, där börsvärderingarna avvikit kraftigt från BNP, har dock uppstått från tid till annan de senaste 20 åren. När dessa avvikelser blivit tillräckligt stora har börsen fallit och resan tillbaka till BNP har ofta gått snabbt, i allmänhet inom ett fåtal kvartal. Anpassningen tillbaka till BNP har dock inte skett asymptotiskt, börsen har skjutit kraftigt över/under BNP i samband med varje resa.

Uppenbarligen fångar alltså den långsiktiga relationen mellan nominell BNP och börsvärdet långt ifrån upp all den dynamik som driver börsen. Frågan är då om det går att komplettera Buffetindikatorn och konstruera en något mer träffsäker börsmodell? Vi har estimerat en enkel felkorri-geringsmodell som bygger på att börsvärdet och BNP är långsiktigt relaterade – på sikt tenderar börsvärderingen och BNP att utvecklas i samma takt - att så är fallet kan man fastslå med statistiska metoder. Samtidigt tillåter modellen oss att fånga

upp en del av de mekanismer som kan få börsvärderingen att avvika från och småningom åter-vända till jämvikt i termer av nominell BNP.⁵

Vi inkluderar också i modellen en lång obligationsränta som förklaringsvariabel, som fångar upp penningpolitikens betydelse för börsvärderingen. I felkorri-geringsmodellen kan chocker skicka iväg börsvärdet från jämviktsbanan. När börsvärdet avviker från jämviktsbanan finns det en "gravitationskraft" som tenderar att trycka tillbaka börsvärdet och återställa långsiktig jämvikt: en felkorri-geringseffekt.



I bilden ovan visar den blå kurvan den långsiktiga jämviktsbanan: den bana som börsvärdet borde ha följt endast med hänsyn tagen till BNP. Den gröna kurvan visar prognosen för börsvärdet enligt felkorri-geringsmodellen, det vill säga, det börsvärde som modellen förutsäger vid varje tidpunkt, givet såväl ränteläget som jämviktsbanan. I fortsättningen kallas denna bana för prognosbanan. Slutligen visar den röda kurvan börsvärdet.

I bilden nedan har vi plottat skillnaden i bilden ovan mellan börsvärdet å ena sidan och å andra sidan långsiktssambandet (blå kurva)/prognosbanan (röd kurva). Visserligen har, som noterats ovan, börsvärdet regelmässigt avvikit från långtidssambandet men dessa

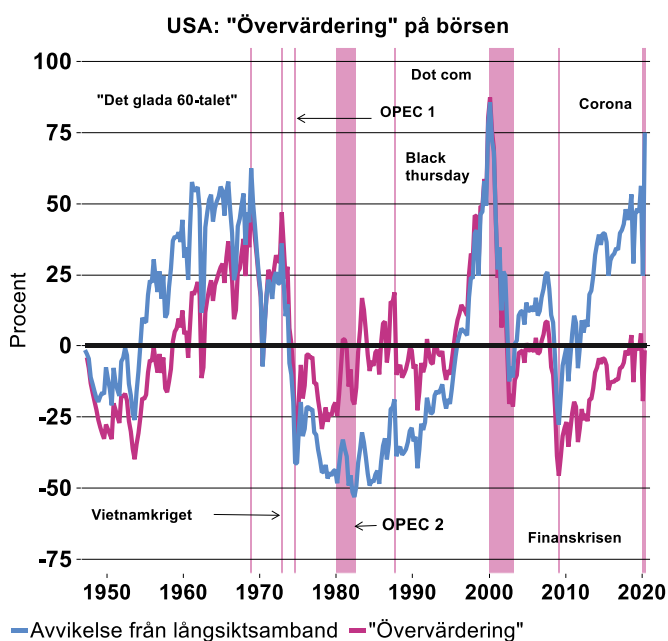
⁵ Vi estimerar modellen med data transformerade till naturliga logaritmer:

$$\Delta b_t = 0,05 - 0,005 * r_t - 0,06 * (b_{t-1} - 1,20 * y_{t-1} + 6,2) + \varepsilon_t$$

där b är börsvärdet, r är 10-årsräntan och y är BNP.

avvikelse har i de allra flesta fall varit motiverade av ränteläget. Strikt talat har det bara funnits en episod de senaste 20 åren där börsen varit genuint "övervärderad", på så vis att börsvärdet kraftigt och långvarigt överstigit prognosbanan: i samband med Den Nya Ekonomin 1997-2000. Under den perioden cirkulerade många analyser som argumenterade för att man kunde glömma gamla metoder för börsvärdering som exempelvis P/E-tal, etcetera. Nu var det enorm tillväxt under överskådlig tid som gällde för börsen, driven av skenande lokomotiv som Indien, Kina med flera.

Under den perioden kunde således inte den kraftiga börsuppgången motiveras av ett lågt ränteläge; utifrån vår modell kan man med fog karakterisera den episoden som en börsbubbla. I bilden nedan framgår att börsen var 85 procent övervärderad i början av 2000, relativt såväl långsiktssambandet som prognosbanan.



Källa: BEA, Federal Reserve, Teknikföretagen

Ganska snart visade det sig att dot.com-bolagen inte tjänade några pengar och bubblan sprack. Börskraschen som följde innebar att börsen blev cirka 20 procent undervärderad i början av 2003, innan börsen åter vände upp.

Det kan vara intressant att även ta ett längre perspektiv. Börsen var exempelvis kraftigt övervärderad – upp till 50 procent - under det som har kallats Det glada 60-talet (se bilden ovan). Börsen föll sedan och var ordentligt undervärderad under stora delar av 1970-talet och början av 1980-talet. Detta var en episod kännetecknad av hög inflation

och sedermera en kraftig anti-inflationspolitik från Federal Reserve med höga räntor.

Låt oss slutligen fokusera på den historiskt långa och kraftiga börsuppgången efter 2008-2009 års finanskras. Notabelt är att börsen inte var påtagligt övervärderad under tiden innan finanskrasen. Då var det istället USA:s bostadsmarknad som var i obalans vilket så småningom ledde till problem med de så kallade sub-prime-lånen. När bostadsbubblan sprack och finanskrasen bröt ut, drog det i sin tur med sig börsen. Som mest var börsen nästan 50 procent undervärderad i början av 2009.

Bilderna ovan visar att börsvärdet visserligen vida överstigit långsiktssambandet ända sedan 2012. Samtidigt understeg faktiskt börsvärdet prognosbanan ända fram till början av 2014. Börsfallen under 2015 bidrog till en ytterligare undervärdering och inte förrän i slutet av 2017 var börsvärderingen i linje med prognosbanan. De senaste åren har börsen varit rimligt värderad med undantag för de tillfälliga och kraftiga rasen under hösten 2018 och våren 2020. Börsen har således inte varit övervärderad utan ofta snarare tvärtom, i samband med den långa uppgången efter finanskrasen.

Tål börsen stigande räntor?

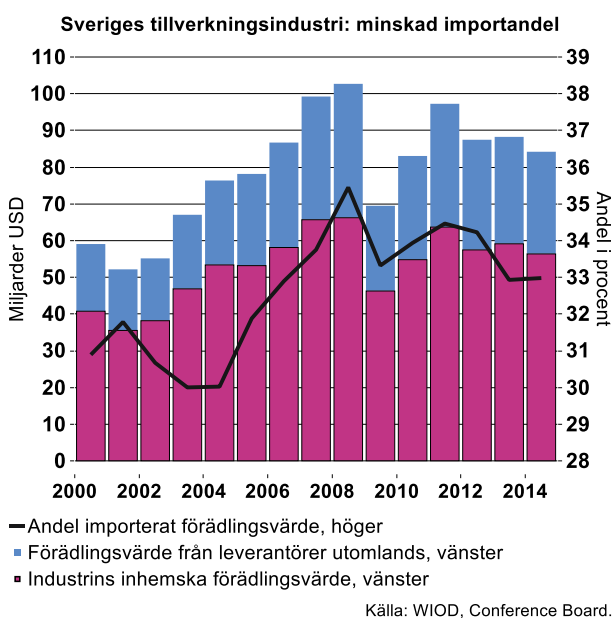
Perioden sedan finanskrasen visar den enorma effekten på börsvärderingarna av den långa perioden med låga räntor. I dagsläget överstiger exempelvis börsvärderingen långsiktssambandet med 75 procent medan börsen alltså är "rätt värderad" i förhållande till prognosbanan. Man skulle alltså kunna hävda att USA:s börsvärde, med normala räntor det senaste dryga decenniet, skulle ha varit 75 procent lägre.

Det är bland annat i detta ljus man ska se centralbankernas fortsatt extrema politik. Ett försök att påtagligt normalisera penningpolitiken riskerar att resultera i en kraftig börsnedgång. Ett börsfall och åtföljande konjunkturavmattning skulle ytterligare komplicera centralbankernas strävan att uppfylla sina inflationsmål. Vi får med all sannolikhet räkna med fortsatt låga räntor och diverse centralbanksåtgärder för att pressa ner räntorna under lång tid framöver.

ÖKAT BEROENDE AV KINA SOM LEVERANTÖR

Under senare år har utbredningen av företags globala värdekedjor i viss mån vänt. Delar av produktionen har "flyttats hem" och ersatt tidigare import av insatsvaror. Detta har vi belyst bland annat i vår rapport från våren 2019, "Sveriges exportsektor växer". Medan importen av vissa insatsprodukter minskat som andel av företagets produktion i Sverige har importen av vissa insatsprodukter från Kina ändå stadigt ökat. Exempelvis har andelen import från Kina av datorer och andra elektroniska produkter till motorfordons- respektive maskinindustrin i Sverige ökat. Statistik från databaserna World Input Output Database samt Trade in Value Added visar trender som pekar åt samma håll för Sveriges tillverkningsindustri som helhet och även för delbranscher inom teknikindustrin. Statistiken visar också att industrins importandelar från Storbritannien med flera utvecklade ekonomier minskat på 2000-talet.

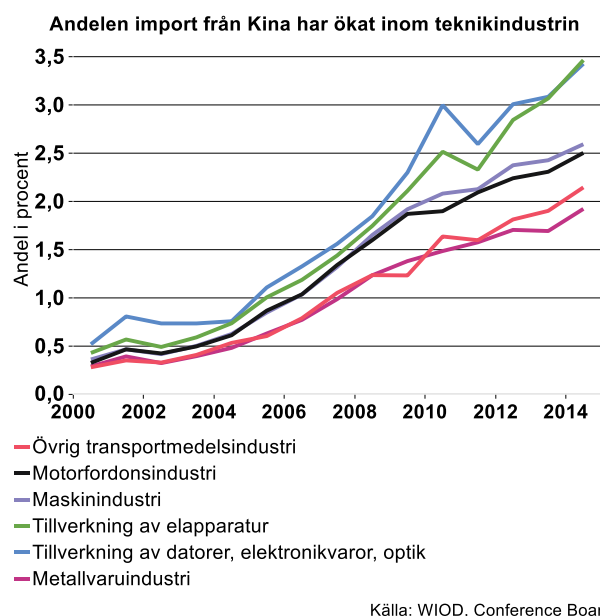
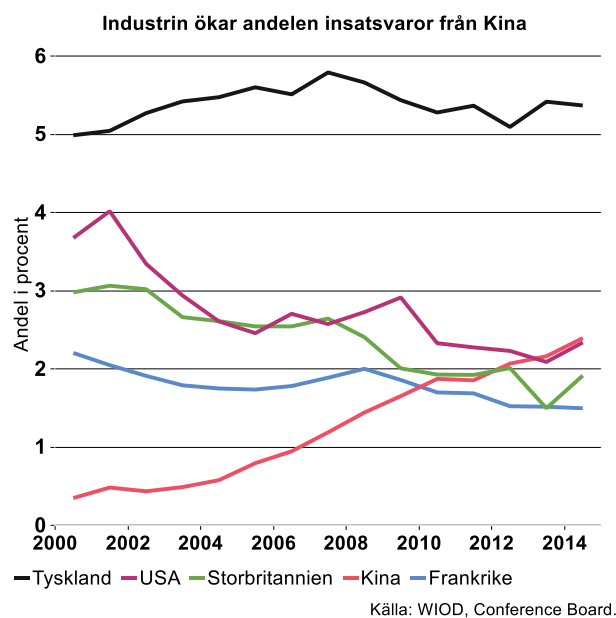
Importinnehållet i industrins förädlingsvärde i Sverige har gradvis minskat efter finanskrisen 2008. Importandelen minskade från en topp på 35,5 procent 2008 till 33 procent 2014, se diagram nedan. Mycket talar för att trenden fortsatt i någon utsträckning. En liknande trend syns i en rad länder i Europa och i Nordamerika.



Man skulle kunna tro att industrin minskat sin import av insatsvaror från främst tillväxtländer där arbetskraftskostnaderna stigit, men statistiken visar att importandelarna minskat främst från en rad utvecklade, "högkostnadsländer". Andelen import av industrins förädlingsvärde, exempelvis

från USA och Storbritannien, har minskat, se diagram nedan. Även i viss mån från Tyskland jämfört med år 2008, även om Tyskland fortfarande utgör industrins enskilt viktigaste leverantörsland. Dess importandel i Sveriges tillverknings-industri uppgår till drygt 5 procent, se diagram nedan.

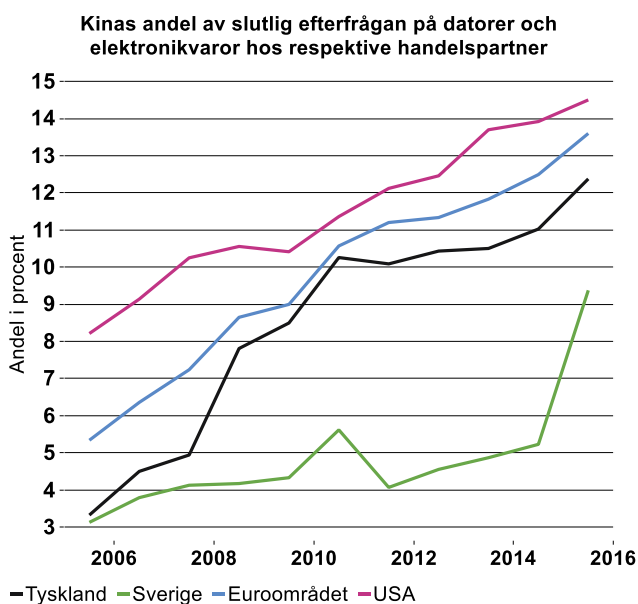
Andelen import från Kina sticker ut med en stadig ökning. Kinas andel var mycket liten år 2000, men därefter har den ökat till 2,4 procent år 2014. Samtidigt minskade importandelen från Storbritannien från 3 procent år 2000 till 1,9 procent år 2014. Denna statistik sträcker sig ännu inte längre än till 2014 i databasen WIOD, men om vi antar att den stadiga trenden uppåt för industrins importandel från Kina fortsatt skulle andelen i år uppgå till 3,3 procent.



Importandelarna från Kina har också ökat för teknikindustrins delbranscher, särskilt inom elektronikindustrin, se diagram ovan.

Vi har också tidigare belyst (se vår konjunkturrapport från november 2019) att Kina under 2000-talet ökat sin andel av en rad utvecklade länders konsumtion och investeringar i datorer och elektronikvaror. Sverige tillhör också den kategorin och även länder som exempelvis USA, Tyskland och euroområdet totalt, se diagram nedan. Med andra ord står Kina för en större andel av konsumtion eller investeringar i denna typ av högteknologiska produkter i västvärlden jämfört med början av 2000-talet. Drygt en tredjedel av världens IT-hårdvara exporteras i dagsläget från Kina, mot drygt fem procent år 2000.

Handelsstatistik för i år tyder på att exempelvis USA:s import av elektronikprodukter från Kina och särskilt för hushållens konsumtion, tagit fart under sommarmånaderna i samband med Coronakrisen.



Källa: OECD (TIVA)

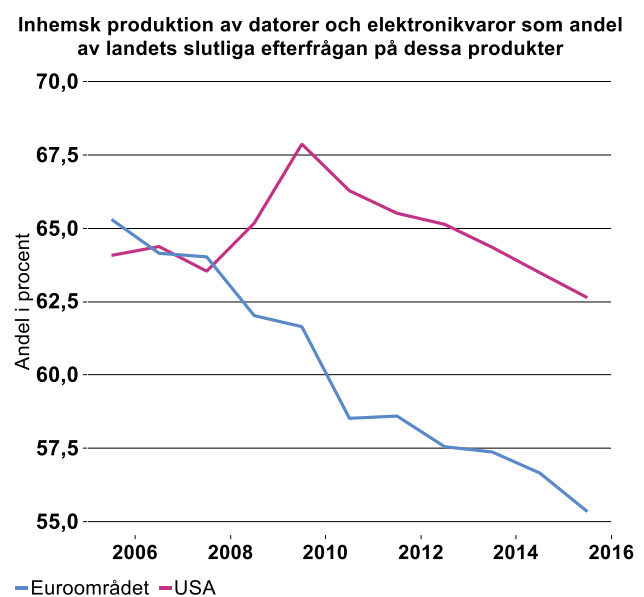
Vi vill samtidigt påpeka att studier kring handelsflöden vad gäller elektronik kan vara svårtolkade. Stora delar av EU:s och Sveriges import av elektronik hamnar först i Nederländerna (Rotterdam) för vidare distribution inom EU. Detta beror på förekomst av centrallager och logistiska skäl. Det kan mycket väl vara så att beroendet av produktionen av datorer och elektronikvaror i Kina är långt mycket större än vad handelsdata visar.

Elektronik-, data- och teleindustrin har i hög grad byggts upp i Kina genom industripolitik och utländska direktinvesteringar. Utöver mer välkända teknikledande inhemska företag som Huawei eller ZTE finner vi inom

elektronikindustrin i Kina multinationella giganter som HonHai, Samsung, Intel och Ericsson.

Elektronikindustrin i Kina är skolboksexemplet på hur FoU har spridits från andra länder till Kina. Kina står ännu för relativt låga arbetskraftskostnader, även om de ökat rejält under senare år. Höga kapital- och arbetskraftskostnader i andra länder har lockat företag till Kina som ett alternativ.

Ovan nämnda länders ökade beroende av att importera datorer och elektronikvaror för sin inhemska användning av denna typ av produkter kan också illustreras genom att deras egen, inhemska produktion av dessa produkter har minskat jämfört med år 2005, se diagram nedan. Detta gäller bland annat USA och Euroområdet. Ännu saknas motsvarande data för de senaste åren efter 2015 och frågan är om trenden fortsatt med ännu större beroende i världen av Kinas produktion och export av datorer och elektronikvaror. Eller har trenden vänt? Bland annat mot bakgrund av att länder styr mot att skapa ökad säkerhet i deras IT-system och minska beroendet av enskilda leverantörer, exempelvis Huawei som leverantör av nya 5G-system. Å andra sidan talar mycket för att trenden med ökad import av elektroniska produkter från Kina med flera länder i Asien fortsatt, bland annat mot bakgrund av att många västländer minskat sin egen produktion av denna typ av varor och blivit beroende av import från länder där denna produktion domineras av ett antal stora, multinationella företag.



Källa: OECD (TIVA)

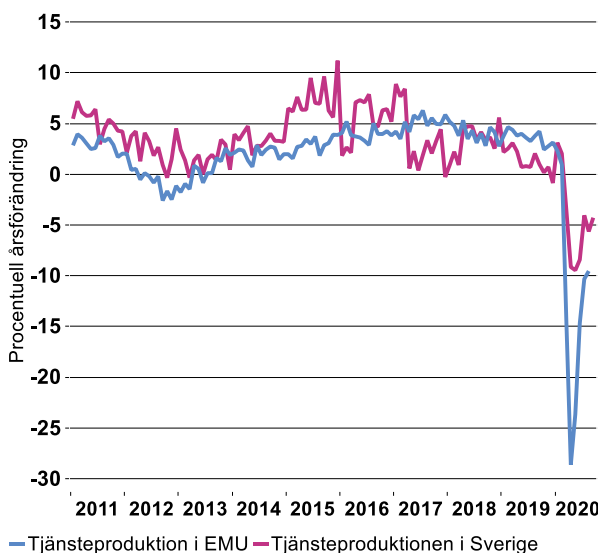


CORONARESTRIKTIONER SLÅR HÅRT MOT TJÄNSTPRODUKTIONEN

Coronakrisen slår hårt både mot tjänstebanscher som är beroende av hushållens konsumtion och mot de banscher som säljer tjänster till företag. Krisen har radikalt förändrat konsumtionsmönster som saknar motsvarighet i historien, men även företagstjänster påverkas, särskilt av minskad efterfrågan från industrin. Effekterna på tjänsteproduktionen går igen i såväl Sverige som i euroområdet, även om Sveriges tjänstesektor klarat sig relativt bättre än EMU:s tack vare mjukare restriktioner kring smittspridningen av covid-19.

Tjänsteproduktionen rasade både i Sverige och euroområdet då pandemin blivit ett faktum i mars och hårda restriktioner sattes in för att motverka smittspridningen. I euroområdet stängdes stora delar av produktionen ned och tjänsteproduktionen rasade med nära 30 procent i april jämfört med nivån i februari. I Sverige uppgick motsvarande fall till 11 procent. Efter raset började tjänstesektorn återhämta sig något under sommaren, men i augusti märktes bakslag i Sverige för banscher som hotell och restaurang, detaljhandeln med flera. Med stor säkerhet kommer dessa banscher, även i euroområdet, drabbas av den andra vågen av smittspridning som eskalerat under hösten.

På väg mot ett W?

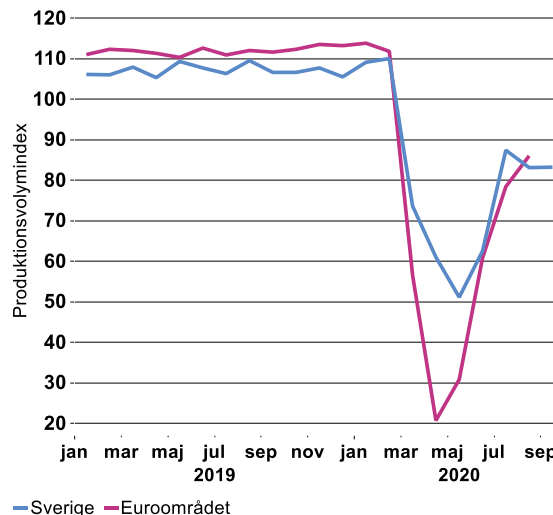


Källa: Eurostat, SCB, Teknikföretagen.

Hotell och restaurang fick en viss andhämtning både i euroområdet och i Sverige under sommaren, men utländska turister lyste i hög grad med sin frånvaro. Med nya omfattande restriktioner i flera länder under hösten kommer sannolikt flera banscher teckna ett W för i år och nästa år. Det gäller sannolikt hotell och restaurang, transporter, kultur och nöjen med flera. Företag inom exempelvis hotell-

branschen i EMU förväntar sig också en nedgång i efterfrågan under fjärde kvartalet i år, enligt konjunkturbarometern för euroområdet (DG ECFIN).

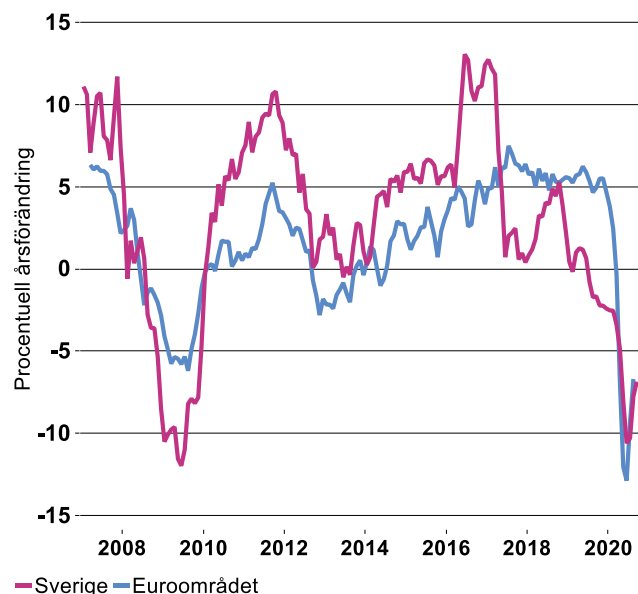
EMU och Sverige: Hotell och restaurang



Källa: Eurostat, Macrobond

För banscher som säljer tjänster till företag inom ekonomi, juridik, teknik, reklam, personaluthyrning med mera, har efterfrågan under krisen också minskat kraftigt både i Sverige och i euroområdet. Det återspeglar de starka sambanden mellan dessa tjänster och resten av ekonomin, dvs. med exportindustrin, byggindustrin och banscher inom tjänstesektorn. Produktionen av företags-tjänster rasade både i Sverige och euroområdet i början av krisen och låg ännu i september cirka 7 procent under fjolårets nivå i Sverige. Det är långt kvar till pre-Coronanivåer även i euroområdet, se diagram nedan.

Företagstjänster, produktionsvolym



Källa: Eurostat, SCB, Macrobond



Sverige	2019 nivå	2020	2021
	Förädlingsvärde 2019 års pris Mdr	Volym %	Volym %
Industri totalt	657,4	-10,0	+8,0
Teknikindustri	350,6	-18,0	+12,0
<u>Arbetsmarknad Sverige</u>	1000 personer		
Sysselsättning hela ekonomin nivå, tusental/ förändring årsgenomsnitt	5127	-1,9	-0,7
Arbetslöshet AKU nivå, tusental. Andel av arbetskraften procent, genomsnitt	373	8,6	9,4
KPIF, genomsnitt		+0,4	+0,1
<u>Försörjningsbalans Sverige</u>	Förädlingsvärde 2019 års pris Mdr	<u>Volym %</u>	<u>Volym %</u>
BNP Mdr SEK	5021,3	-4,4	+2,5
BNP, kalenderkorrigerat		-4,7	+2,4
Hushållens konsumtion	2277,6	-5,6	+4,0
Offentlig konsumtion	1298,2	-0,5	+1,0
Fasta bruttoinvesteringar	1230,5	-5,0	+2,0
Lagerinvesteringar, bidrag	36,7	-0,7	+0,1
Export	2361,0	-6,0	+6,2
Import	2182,5	-7,0	+7,1
Nettoexporten, bidrag till BNP-tillväxt		0,2	-0,1



Internationell nyckeltal

Årlig procentuell förändring, volym		
BNP	2020	2021
Eurozonen	-7,4	+1,3
Tyskland	-4,3	+1,8
Storbritannien	-11,6	+0,7
USA	-3,7	+2,5
Kina	+1,2	+7,9
Japan	-5,3	+1,7
Indien	-12,2	+6,6
Ryssland	-2,8	+2,6
Brasilien	-6,9	+2,7
Världen, marknadskurser	-4,4	+4,0
Industriproduktion, globalt	-5,0	+5,0
Industriproduktion, globalt, exkl Kina	-7,0	+4,0
Teknikproduktion, globalt	-7,0	+8,0
Teknikproduktion, globalt, exkl Kina	-13,0	+7,0