

Konjunkturprognose Danmark

7. oktober 2020

Det V-formede opsving fortøner sig

- Virusudbrud udskyder den økonomiske genopretning
- Restriktioner hæmmer opsvinget, men slår det ikke ihjel
- Fortsat betydelig usikkerhed om den økonomiske fremtid



Indhold

Danmark	
Det V-formede opsving fortoner sig	3
Boligmarkedet	
Rygterne om boligmarkedets død var stærkt overdrevne	8
Valuta og renter	
DKK under skiftende coronapres	10
Globalt overblik	
Når støvet har lagt sig	13
Tema: Præsidentvalg i USA	
Et historisk præsidentvalg venter	19
Nøgletal	23
Analyser – ansvar og forbehold	26

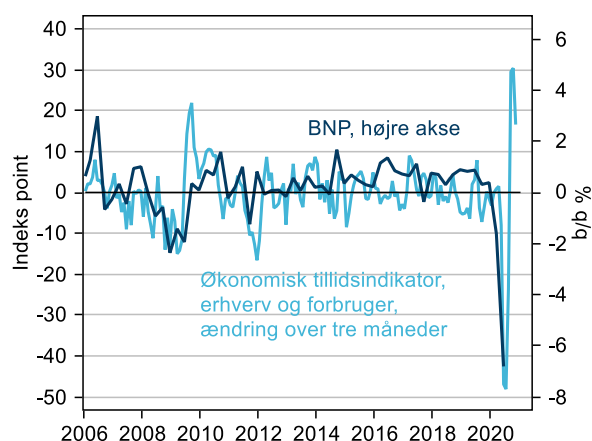
Det V-formede opsving fortøner sig

Der har over sommeren været tegn på en vis opbremsning i det ellers solide opsving, vi så i kølvandet på genåbningen af samfundet i foråret, og efteråret er skudt i gang med nye virusudbrud og restriktioner. Vi venter fortsat fremgang i økonomien, men den seneste tids udvikling har gjort os mindre optimistiske med hensyn til styrken af genopretningen af dansk økonomi på den korte bane. Som en konsekvens venter vi nu en lidt større tilbagegang i økonomien i år efterfulgt af en noget svagere genopretning næste år. Usikkerheden er fortsat stor, hvor udviklingen i virusudbrud, omfanget af restriktioner for at begrænse smittespredningen samt tidslinjen for udviklingen af en brugbar vaccine vil være afgørende for den økonomiske udvikling i de kommende to år.

Historisk tilbageslag - hurtigt opsving

Dansk økonomi oplevede på linje med de fleste andre lande et historisk dyk i den økonomiske aktivitet i det tidlige forår i kølvandet på nedlukningen af store dele af samfundet. Efter den brutale nedtur vendte aktiviteten - og ikke mindst detailsalget - dog hurtigt pilen opad igen, i takt med at økonomien gradvist begyndte at åbne op. Til trods for, at den økonomiske nedtur således også var historisk kort var slutresultatet alligevel et fald i BNP i 2. kvartal på 6,8% i forhold til kvartalet før, hvormed tæt ved fire års fremgang i velstanden var blevet udraderet på få måneder. Det overordnede indtryk er dog fortsat, at Danmark indtil videre er kommet bedre gennem krisen end mange andre lande som følge af tidlig smittekontrol, en relativt mindre restriktiv nedlukning af økonomien samt hurtig respons med omfattende hjælpepakker.

Udsigt til stærkt 3. kvartal

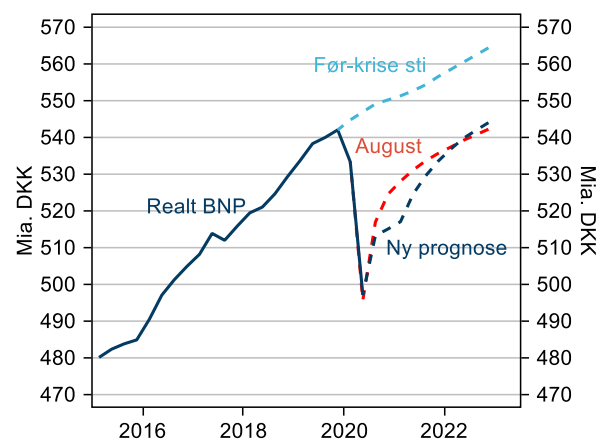


Kilde: Macrobond

På det seneste har der dog været tegn på en vis opbremsning i det ellers initialt solide opsving, som er en tendens vi også har set blandt flere af Danmarks større samhandelspartnere. Dette har dog delvist været forventet, i takt med at den 'nemme' del af den økonomiske genopretning ebbede ud. Den største ændring siden vores konjunkturudsigt fra august er imidlertid den hurtige og relativt kraftige genopblussen

af virusudbrud både herhjemme og i flere europæiske lande, hvor smittetryk har udviklet sig stærkere og voldsommere end under den første bølge i foråret. Det har medført genindførelser af restriktioner, for at få virussen under kontrol, i en grad som vi ikke havde lagt til grund for vores forrige prognose. Vi er på den baggrund blevet mindre optimistiske med hensyn til styrken af den økonomiske genopretning på den kortere bane. Så selv om vi uundgåeligt vil se stærk økonomisk vækst i 3. kvartal, som umiddelbart vil tegne et billede af at det V-formede opsving er intakt, så er det nu vores forventning, at vi står over for en mere ujævn og langtrukken bedring af økonomien i den kommende tid.

V-et knækker



Kilde: Macrobond og Handelsbanken

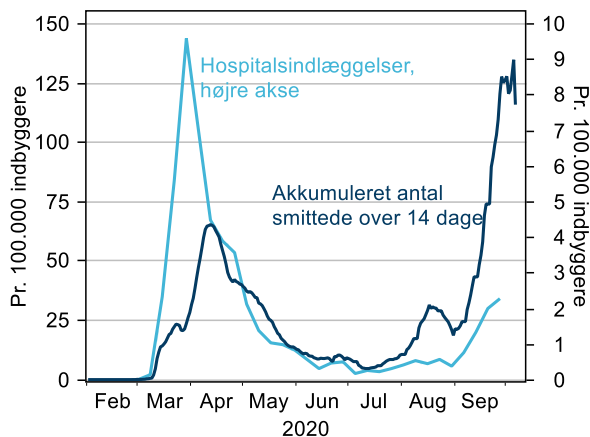
Virusudbrud udskyder økonomisk genopretning

Som en konsekvens forventer vi nu en lidt større økonomisk tilbagegang i år, med en økonomisk vækst i omegnen af -4½ procent, efterfulgt af en noget svagere genopretning på 2¼ procent i 2021. Vi har imidlertid løftet vores forventninger til væksten i den senere del af vores prognoseperiode, hvor vi antager, at en medicinsk løsning til sundhedskrisen vil være tilgængelig. Det er dog fortsat vores vurdering, at tabet af både velstand og beskæftigelse som følge af krisen tidligst vil være fuldt indhentet i 2022.

Opsvinget hæmmes, men går ikke i bagefter

På den positive side har det aktuelt stigende smittetryk i vid udstrækning været en konsekvens af en forhøjet virustestaktivitet, og der har ikke været en acceleration i presset på sundhedssystemet, med en markant stigning i antallet af hospitalsindlæggelser, som vi så det under den første bølge i foråret.

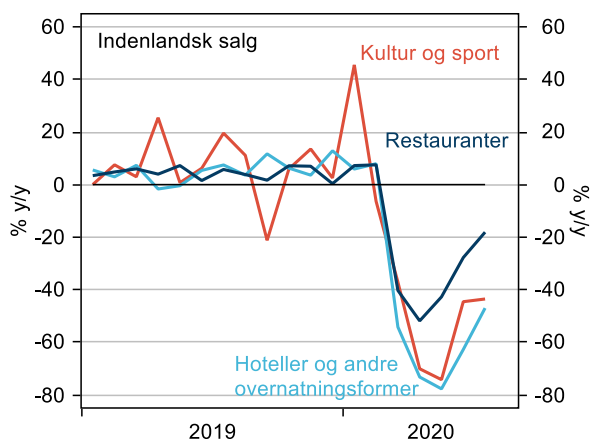
Acceleration i smittetryk, men ikke i indlæggelser



Kilde: Macrobond

Så længe det er tilfældet giver det myndighederne større frihed til at vægte konsekvenser for både økonomi og sundhed i deres valg af tiltag for at få virussen under kontrol – en luksus de ikke så ud til at have i den første fase af pandemien. Derfor venter vi som udgangspunkt, at regeringens indgreb i denne omgang vil være mindre restriktive end i foråret, og at vi dermed forhåbentligt kan undgå nye større nedlukninger af samfundet – en situation som regeringen også selv har understreget, at den vil gøre alt for at slippe for. Hermed vil de økonomiske følgevirkninger naturligvis også være væsentligt mindre, og vi befinder os således for indeværende ikke i en situation, hvor der er udsigt til, at økonomien går i decideret bagefter igen.

Restriktioner vil ramme hårdt prøvede brancher



Kilde: Macrobond

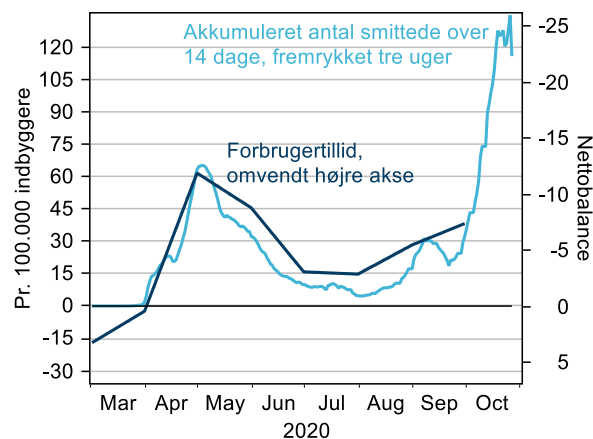
Til gengæld venter vi, at de aktuelle restriktioner vil være på plads i lang tid endnu, som bl.a. vil fortsætte med at hæmme de dele af servicesektoren, der allerede har haltet efter i det økonomiske opsving. Trods bedring lå det indenlandske salg for restauranter, hoteller samt kultur og sport i juli således fortsat 20-50 procent under niveauet fra sidste år.

Virusfrygt hæmmer forbrugerne

Danmark fremstår relativt godt rustet til at håndtere krisen, med et robust økonomisk udgangspunkt samt sunde balancer i både den offentlige og private sektor. Alligevel ventes den øgede usikkerhed fra det fornyede virusudbrud og dens implikationer for social distancering, svigtende global efterspørgsel samt risiko for nye mere drakoniske nedlukninger af økonomien at afholde både forbrugere og virksomheder fra at vende tilbage til normal aktivitet.

For forbrugernes vedkommende er det blevet indikeret af den seneste tids fald i forbrugertilliden, hvor det er tydeligt, at den nye bølge af virusudbrud har smittet af på stemningen.

Virusudbrud rammer forbrugertillid



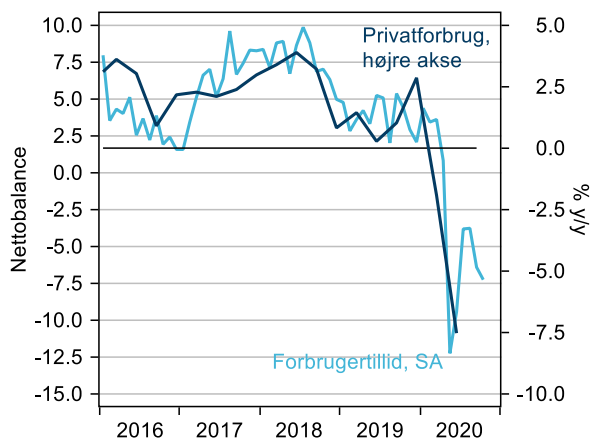
Kilde: Macrobond

Det illustrerer efter vores vurdering, at usikkerheden om fremtiden, som følge af COVID-19, er en dominerende faktor blandt husholdningerne, som opvejer de positive signaler fra bl.a. et solidt boligmarked (se separat artikel herom), fortsat lave renter samt den seneste tids mindre negative signaler fra arbejdsmarkedet. Det er endda usikkert om de seneste forbrugertillidstal fuldt ud indfanger den seneste tids stigende smittetryk og virusrelaterede restriktioner.

Faldet i forbrugertilliden indikerer, at usikkerheden om fremtiden er betydelig, som, alt andet lige, peger på en reduceret forbrugstilbøjelighed og dermed et mere afdæmpet privatforbrug. Udbetalingen af de indefrosne feriepenge ventes dog at holde en hånd under

privatforbruget i 4. kvartal, men den øgede pessimisme og usikkerhed stiller dog lidt spørgsmålstegn ved hvor stor effekten reelt bliver. Der er således en øget risiko for, at feriepengene i højere grad vil gå til opsparing eller nedbringelse af gæld fremfor at blive sendt ud i økonomien via øget forbrug. Med de aktuelle restriktioner er der endvidere mindre potentiale for, at pengene vil finde vej til de brancher, der aktuelt har mest brug for det, og hvor beskæftigelseseffekten formentligt ville være størst.

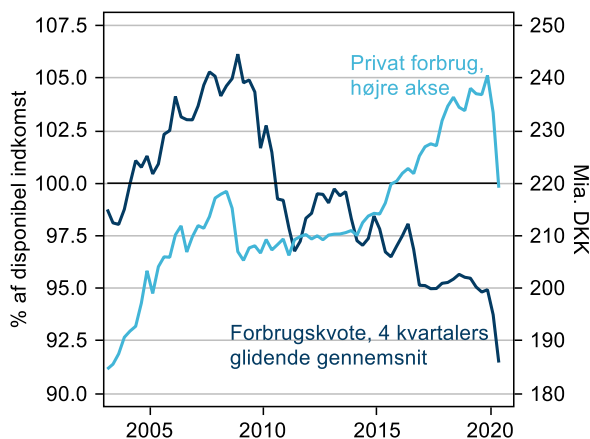
Forsigtige forbrugere kan hæmme opsving



Kilde: Macrobond

Et positivt aspekt er dog, at husholdningerne gennem de seneste år har konsolideret sig og opsparet en stor del af deres indkomster. Endvidere har diverse hjælpepakker holdt hånden under indkomsterne i løbet af krisen, hvormed faldet i privatforbruget i 2. kvartal ikke primært var drevet af manglende midler, men i højere grad af den øgede usikkerhed samt de begrænsede muligheder for at bruge penge som følge af de indførte restriktioner, med et betydeligt fald i forbrugskvoten (forbruget som andelen af indkomsten) til følge.

Husholdningerne er velkonsoliderede



Kilde: Macrobond

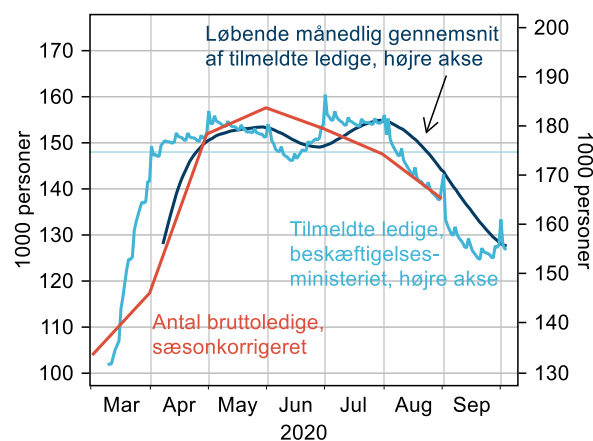
Dermed fremstår husholdningerne overordnet set relativt velpolstrede i et historisk perspektiv, uden det samme behov for at øge opsparingen yderligere, som vi for eksempel så det i kølvandet på finanskrisen. En eliminering af usikkerheden fra virusudbredelsen, som formentlig er afhængig af udviklingen af en brugbar vaccine, ses dog stadig som afgørende for genstarte et stærkere genopretningsforløb, da det vil være afgørende for at husholdningerne vender tilbage til at forbruge samme andel af deres indkomster som før krisen.

Arbejdsmarkedet i bedring – men hvor længe?

Den abrupte opbremsning i økonomien i foråret satte hurtigt markante spor på arbejdsmarkedet, med en stigning i antallet af tilmeldte ledige på næsten 45.000 personer på bare fire uger. Selv om der var tale om et historisk tilbageslag kunne det dog formentligt have set meget værre ud, havde det ikke været for de økonomiske hjælpepakker og ikke mindst lønkompensations-ordningen, som i alt har omfattet mere end 280.000 forskellige job frem til ordningens ophør i slutningen af august.

Hen over sommeren og frem til udgangen af september har der imidlertid været tegn på en mere positiv udvikling på arbejdsmarkedet. I henhold til beskæftigelsesministeriets daglige opgørelse er det samlede antal tilmeldte ledige således faldet med ca. 33.000 personer siden toppen i juli frem til midten af september efterfulgt af en svagt stigende tendens på vej ind i oktober.

Bedring i ledigheden efter voldsomt tilbageslag



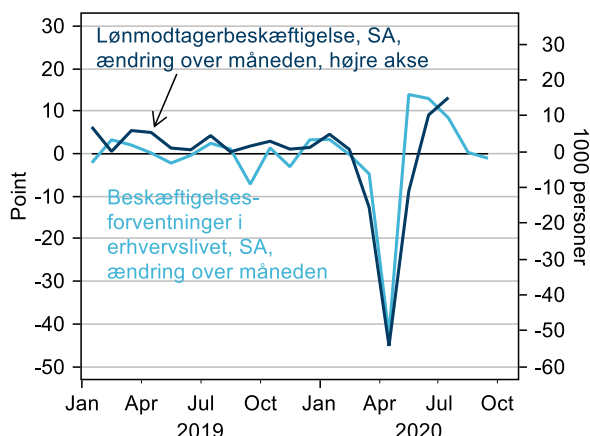
Kilder: Macrobond og Beskæftigelsesministeriet

Man skal dog passe på med at tolke for meget på de faktiske ændringer i disse ikke-sæsonkorrigerede daglige ledighedstal. Ledigheden falder således normalt i august og september, hvormed det reelle ledighedsfald frem til midten af september formentligt er noget mindre. Et positivt aspekt er imidlertid, at den reducerede brug af lønkompensationsordningen frem til dens udløb, hvor kun omkring 25.000 personer

vurderes at have været på ordningen, indtil videre ikke har givet anledning til stigninger i den registrerede ledighed. Det tyder på, at de lønmodtagere der har været omfattet af ordningen tilsyneladende er vendt tilbage til deres oprindelige jobs eller har fundet arbejde i andre virksomheder.

Arbejdsløsheden er dog stadig høj, og vi frygter fortsat, at bedringen på arbejdsmarkedet vil gå i stå igen i den kommende tid, i takt med at virksomhederne tilpasser medarbejderstaben til de nye realiteter fra ændrede forbrugsmønstre, afdæmpet efterspørgsel, genindførelsen af virusrelaterede restriktioner samt udfasningen af hjælpepakkerne. Vi mener således bl.a., at det er for tidligt at afskrive en negativ effekt fra udfasningen af lønkompensationsordningen, som følge af at mange er omfattet af længere opsigelsesvarsler, hvormed der kan gå tid fra, at folk bliver afskediget til de dukker op i ledighedskøen. Endvidere er den V-formede genopretning i virksomhedernes forventninger til beskæftigelse bremsset op og er blevet afløst af fald den seneste måned, som dermed pt. ikke peger på yderligere bedring i beskæftigelsen.

Stop for bedring i beskæftigelsesforventninger



Kilde: Macrobond

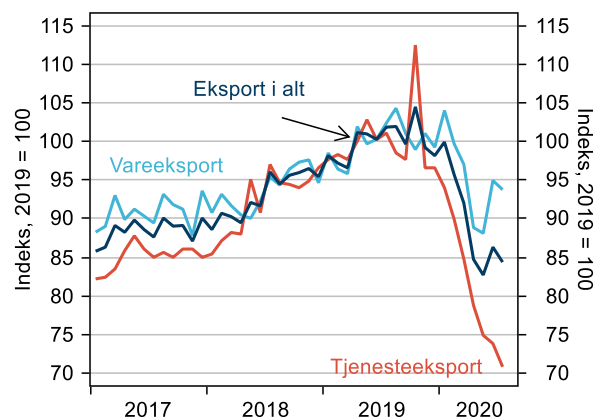
Vi venter således, at ledigheden vil begynde at stige igen hen over efteråret, efterfulgt af en kun gradvis bedring begyndende et godt stykke inde i 2021. Den stigende ledighed vil yderligere medvirke til at holde væksten i privatforbruget afdæmpet over de kommende kvartaler.

Svag global efterspørgsel dæmper eksporten

Udsigten til et afdæmpet privatforbrug er bekymrende, da privatforbruget bærer en stor del af byrden for at holde økonomien i gang, idet eksportsektoren efter vores vurdering går en svær tid i møde. Vores forventning om en langtrukken og træg genopretning af væksten på Danmarks eksportmarkeder, en tvivlsom om end forhåbentlig ikke katastrofal brexit-aftale samt fortsatte globale handelsspændinger ventes således at

lægge en dæmper på eksportudviklingen i den kommende tid. Den mindre konjunkturfølsomme eksportsammensætning i form af en høj andel af medicin og fødevarer vil dog delvist skærme vareeksporten. Eksporten af tjenester bl.a. relateret til bygge- og anlæg, søfart, samt rejser og turisme, der led et markant knæk i 2. kvartal, og som er fortsat med at falde hen over sommeren, ventes dog kun meget langsomt at komme op i omdrejninger igen.

Tjenesteeksport falder, vareeksport kun steget lidt



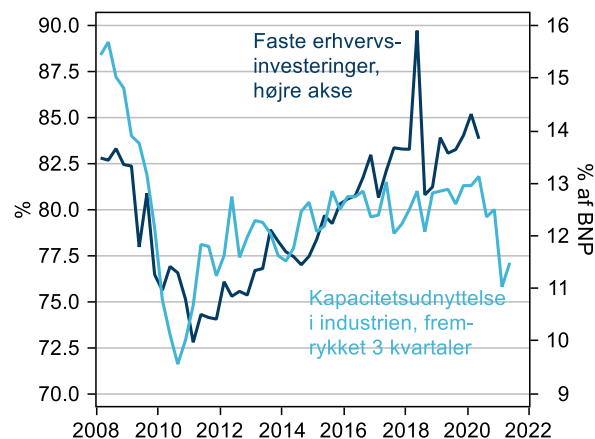
Note: Udvikling i løbende priser baseret på betalingsbalcestatistik
Kilde: Macrobond

Efter et ventet fald på mere end -11 procent i år ventes eksporten at stige med 3,6 procent i 2021 før tingene lysner lidt igen med en vækst på 5,3 procent året efter. Eksporten ventes dog tidligst ved udgangen af 2022 at være tilbage på samme niveau som før krisen.

Investeringer er sat på pause

På baggrund af den forhøjede usikkerhed til den fremtidige økonomiske udvikling samt udsigten til en træg genopretning af både den hjemlige og internationale efterspørgsel ventes virksomhedernes behov og lyst til at udvide produktionskapaciteten at forblive begrænset i et godt stykke tid endnu.

Rigelig kapacitet dæmper investeringsvækst



Kilde: Macrobond

I kombination med en allerede lav kapacitetsudnyttelse som følge af krisen betyder det, at erhvervslivets investeringer ventes at forblive afdæmpede i et godt stykke tid endnu. Det vil medvirke til den ventede træge genopretning af økonomien på den korte bane, men kan også få konsekvenser for det langsigtede vækstpotentiale, hvis det giver anledning til en svagere vækst i produktiviteten.

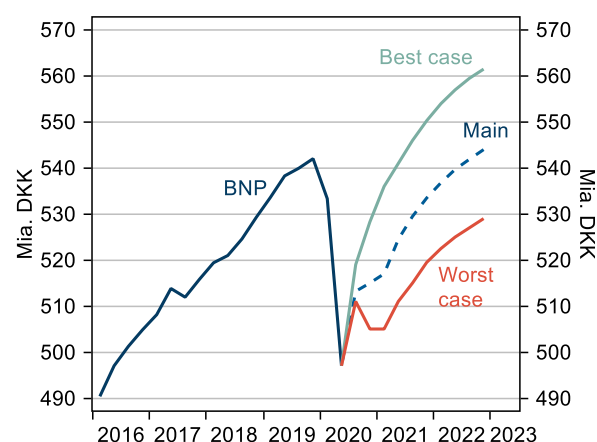
Stadig stor usikkerhed

Usikkerheden omkring vores væksts-køn vurderes fortsat betydelige i både opad- og nedadgående retning. På den kortere bane er det ultimativt udviklingen i smittetrykket, omfanget af indførte restriktioner og de afledte adfærdsændringer herfra, tidslinjen for udviklingen af en brugbar vaccine samt situationen uden for Danmarks grænser, der afgør hvilken sti økonomien vil bevæge sig på.

For indeværende vurderes de negative risici imidlertid at være dominerende. De er først og fremmest knyttet til en yderligere acceleration i smittetrykket med et medfølgende uholdbart højt pres på sundhedssystemet både herhjemme og i udlandet. Det kan tvinge regeringer både herhjemme og i udlandet til at genindføre større nedlukninger af samfundet, som risikerer at sende økonomien ud i en ny nedtur i 4. kvartal. Risikobilledet forværres yderligere af en fortsat mulighed for en aftaleløs brexit, et snarligt højdramatisk præsidentvalg i USA samt den stigende tendens til protektionisme/deglobalisering og fortsatte geopolitiske spændinger ikke mindst mellem USA og Kina. I et "worst case"-scenarie vurderer vi således, at BNP-væksten i år vil ende på -5 procent og at væksten næste år knapt vil blive positiv. Som en konsekvens vil BNP i slutningen af 2022 være mere end 2 procent under sit før-krise niveau.

Modsat vil en udvikling af en effektiv vaccine og/eller virusbehandling inden for kort tid give anledning til en eliminering af den usikkerhed, der præger både forbrugere og virksomheder, og dermed en hurtigere tilbagevenden til adfærdsmønstrene fra før krisen. I kombination med en større forbrugseffekt fra udbetalingen af feriepengene, stærkere global efterspørgsel samt øget investeringsaktivitet ville det i et "best case"-scenarie fastholde det V-formede opsving, og begrænse det økonomiske tilbageslag i år til -3,5 procent, efterfulgt af et stærkere rebound på 4,5 procent i 2021. I dette scenarie vil BNP allerede ved indgangen til 2022 være tilbage på økonomiens før-krise sti.

Stadig stor usikkerhed; BNP scenarier



Kilder: Macrobond og Handelsbanken

Makroøkonomisk prognose (realvækst i % med mindre andet er angivet)

	2019	2020F	2021F	2022F
BNP	2,8	-4,4	2,2	2,8
Privatforbrug, inkl NPISH	1,4	-3,7	3,8	2,0
Offentligt forbrug	1,2	0,8	1,6	0,7
Faste bruttoinvesteringer	2,8	-1,4	-0,4	1,6
- offentlige investeringer	0,3	7,8	3,7	2,8
- boliginvesteringer	6,2	4,8	1,5	3,6
- faste erhvervsinvesteringer	2,4	-5,5	-2,2	5,8
Lagerinvesteringer, bidrag i %-point	0,2	-0,6	0,0	0,0
Eksport	5,0	-11,2	3,6	5,3
Import	2,4	-8,8	4,1	5,5
Arbejdsløshed, AKU, %	5,0	6,1	6,9	6,1
Forbrugerpriser (CPI), % y/y	0,8	0,5	1,1	0,9
Huspriser, enfamilie, % y/y	3,0	2,1	0,5	2,5
Offentlig budgetsaldo, % af BNP	3,8	-4,0	-2,9	-2,0

Kilde: Danmarks Statistik og Handelsbanken

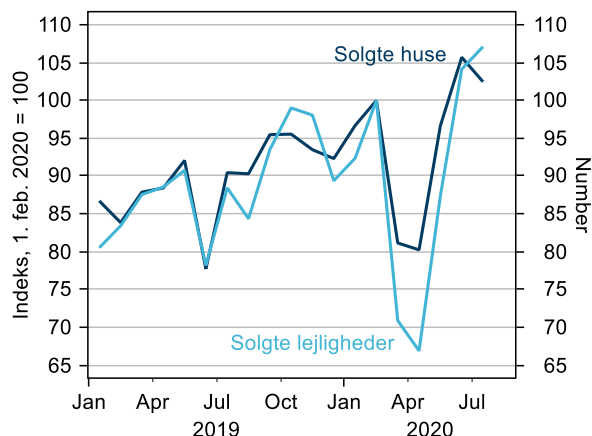
Rygterne om boligmarkedets død var stærkt overdrevne

Prognoserne var dystre og udsigterne mørke da coronavirussen ramte Danmark som et hammerslag i det tidlige forår. Vi kan imidlertid her i det tidlige efterår glæde os over, at rygterne om boligmarkedets død i første omgang viste sig stærkt overdrevne. Da de første virusrelaterede nedlukninger blev en realitet d. 11. marts var der således nok ikke mange, der havde forudset, hvor solidt boligmarkedet indtil videre er kommet igennem en af de største økonomiske kriser i nyere tid.

Virussen sendte boligmarkedet ned...

Efter en stærk begyndelse på året var den første reaktion på coronakrisens indtog – og måske også på den midlertidige stigning vi så i realkreditrenterne i marts – at boligkøberne kravlede i flyverskjul som følge af den betydelige usikkerhed, der pludseligt prægede udsigterne for både økonomien og arbejdsmarkedet. Det blev naturligvis forstærket af anbefalingerne om social distancering, der jo gjorde det ret så besværligt at komme ud og kigge på sin drømmebolig. Det medførte en initial brat opbremsning i salgsaktiviteten, hvor handlerne med huse og lejligheder i april var faldet med hhv. 20 procent og 33 procent i forhold til niveauet fra før krisen. Det satte sig også spor i boligpriserne, med et fald i huspriserne på mere end -4 procent i marts i henhold til tal fra Danmarks Statistik og et fald på tæt ved -2,5 procent for lejligheder.

Kort opbremsning - hurtigt rekyl i aktiviteten



Kilde: Danmark Statistik

... men sommerhuse viste vejen...

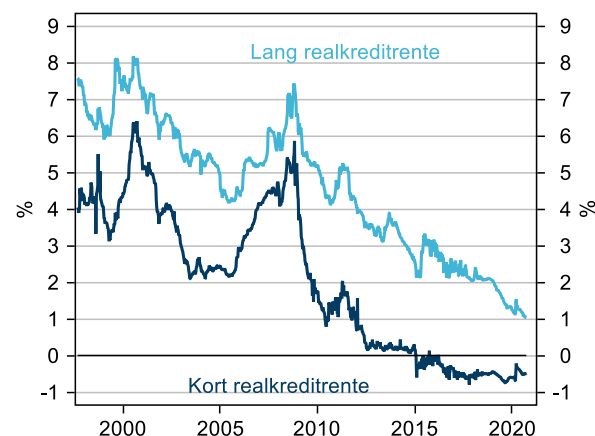
De første tegn på, at vi stod i en lidt speciel situation, hvor de 'normale' sammenhænge mellem økonomisk krise og boligmarked var sat lidt ud af spil, fik vi imidlertid fra sommerhusmarkedet. Der gik således ikke lang tid fra at krisen ramte til at danskerne begyndte at efterspørge sommerhuse i et hidtil uset omfang – et boligsegment der ellers under tidligere kriser har været det første til at lide. Aktiviteten er bremset noget op igen de seneste måneder, men

i henhold til boligsiden.dk er der alligevel i årets 8 første måneder blevet solgt 57 procent flere sommerhuse end i samme periode sidste år. Udviklingen har nok i vid udstrækning været drevet af de reducerede muligheder for at holde ferie i udlandet, der fik mange til at realisere deres sommerhusdrømme, samt ønsket om et ekstra hjem uden for de store byer, hvor nedlukningen nok var mest mærkbar. Det var dog som nævnt også en indikation på, at krisen måske ikke havde slået bunden fuldstændigt ud af boligmarkedet.

... og aktiviteten er kommet stærkt igen

I takt med hjælpepakkerens indtog, der bl.a. holdt hånden under arbejdsmarkedet, og at samfundet så småt begyndte at blive åbnet op igen, begyndte boligkøberne da også at myldre frem i lyset igen allerede fra midten af april med en acceleration i maj og juni. Aktiviteten har endda været så kraftig, at det samlede antal handler med huse og ejerlejligheder i år og frem til august trods en lille opbremsning hen over sommeren også overstiger niveauet for samme periode sidste år - om end med visse regionale forskelle. En stor del af forklaringen skal formentlig tilskrives, at realkreditrenterne er faldet igen til rekordlave niveauer efter stigningerne i marts.

Rekordlave renter understøtter boligmarkedet



Kilde: Macrobond

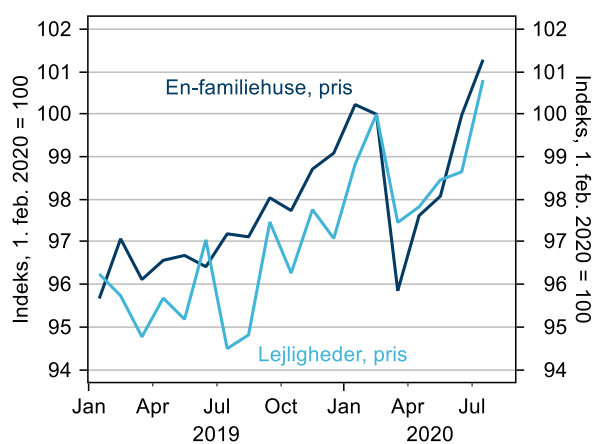
Hermed er boligbyrden – der måler omkostningerne under det første års ejerskab i forbindelse med køb af et hus – fortsat lav, hvilket alt andet lige

understøtter boligefterspørgslen. Der har endvidere nok også været et opsparet efterspørgselsbehov fra nedlukningsperioden, hvor boligkøbene blev sat i bero. En anden forklaring på det udeblevne kollaps skal måske også findes i, at boligmarkedet generelt ikke var præget af uholdbare prisstigninger op til krisen. Hermed stod vi ikke over for en korrektion af for høje prisstigninger, der skulle finde sted i tillæg til selve krisen, som vi for eksempel så det tilbage i midten af 00'erne, og de prisfald vi observerede tidligt i krisen var således ikke drevet af ubalancer. De danske husholdninger er i dag også betydeligt mere velpolstrede end for 15 år siden, som også giver boligmarkedet mere at stå imod med. Endelig har de stigninger vi har set i ledigheden generelt været koncentreret i et befolkningssegment, der 'normalt' ikke ses som de typiske boligkøbere.

Boligprisfald nu mere end indhentet

Den stærke salgsaktivitet har i kombination med, at der har været en vis grad af tøven med at sætte sit hus til salg under krisen endvidere sendt udbuddet af boliger ud i et kraftigt fald. Ved indgangen til oktober var antallet af huse til salg således for første gang i 10 år under 30.000 og mere end 15 procent under niveauet fra sidste år i henhold til friske tal fra boligsiden.dk. For lejligheder er udbuddet 18 procent lavere og for sommerhuse hele 33 procent lavere. Det lave udbud har gjort det til et sælgers marked og medvirket til at trække priserne i vejret. Det betyder også, at forårets prisfald nu er mere end indhentet.

Boligpriser sætter nye rekorder



Kilde: Macrobond

De seneste tal fra Danmarks Statistik viser således, at huspriserne i juli lå 4,2 procent højere end samme måned sidste år, og priserne på ejerlejligheder er steget med hele 6,7 procent. For begge segmenter er der tale om rekordniveauer - bestemt ikke en udvikling man turde have håbet på for bare fem måneder siden.

Men vi vil ikke afblæse prisfald endnu

Selv om udviklingen i kølvandet på krisen har gjort os mindre pessimistiske med hensyn til udsigterne for boligmarkedet, er vi dog fortsat en smule tøvende med hensyn til fuldstændigt at afblæse risikoen for en mere negativ udvikling. Ganske vist har vi svært ved at se rentestigninger i horisonten, som formentligt er en af de største trusler for boligmarkedet. Vi venter således kun meget begrænsede stigninger i de lange renter over det kommende år, mens de korte renter vil være forankrede på lave niveauer som følge af centralbankernes ekstremt lempelige pengepolitik. Vi er imidlertid noget mere bekymrede for de økonomiske udsigter, som vi vurderer er meget usikre. Selv om ledigheden har overrasket positivt de seneste måneder er den fortsat høj, og vi venter stadig at arbejdsløsheden vil stige i den kommende tid. Den seneste tids genopblussen af virusudbruddet både herhjemme og i Europa skaber endvidere bekymringer om holdbarheden af det aktuelle økonomiske opsving og kan forstærke usikkerheden blandt boligkøberne. Endelig venter vi, at udbuddet af boliger vil stige igen i takt med at potentielle sælgere ser hvor stærkt markedet har udviklet sig. Det vil skabe en bedre balance mellem udbud og efterspørgsel og medvirke til at dæmpe prispresset.

Bedste bud er at priserne vil falde noget igen

Vores bedste bud er derfor, at huspriserne vil begynde at falde igen frem mod årsskiftet og at de ved udgangen af 2020 vil være omtrent på samme niveau i forhold til samme tid året før. Den stærke udvikling hen over året betyder imidlertid, at huspriserne i gennemsnit i 2020 vil være mere end 2 procent højere end i 2019. I 2021 ventes en noget mere afdæmpet prisvækst i omegnen af 0,5-1 procent før vi ser lidt større prisstigninger igen i 2022.

DKK under skiftende coronapres

Coronakrisens indtog i foråret forstærkede den allerede eksisterende tendens til en svagere DKK over for EUR. Det medførte et umiddelbart forsvar fra Nationalbankens side tilbage i marts via store interventioner på valutamarkedet samt en selvstændig renteforhøjelse. Siden da ser den samme krise imidlertid ud til at have ændret effekt, og fokus er nu mere på, hvorvidt DKK er ved at blive for stærk.

COVID-19-pandemien pressede først DKK ned

Coronakrisen fik for alvor fat i de finansielle markeder i løbet af marts, med forhøjet usikkerhed og store kursfald på de globale aktiemarkeder til følge. Det medførte umiddelbart et salgspres på DKK, som i vid udstrækning stammede fra indenlandske institutionelle investorer (forsikring, pension og investeringsfonde), som var tvunget til at nedbringe deres afdækningspositioner af især USD, som følge af at deres udenlandske aktiver var faldet i værdi. Det fik Nationalbanken på banen med et betydeligt støtteopkøb af kronen (salg af udenlandsk valuta), der i alt løb op i DKK 65 mia. efterfulgt af en renteforhøjelse på 0,15 procentpoint. Disse indgreb viste sig tilstrækkelige til at vende udviklingen, og der var på intet tidspunkt tale om en isoleret spekulationsaktivitet mod DKK, men mere et udtryk for effekten af en global krise, sådan som vi også så det i lidt større skala i begyndelsen af finanskrisen. Nationalbanken udpeger selv coronakrisen i marts som en usædvanlig episode med svækkelsespres, som krævede et aktivt modsvar¹.

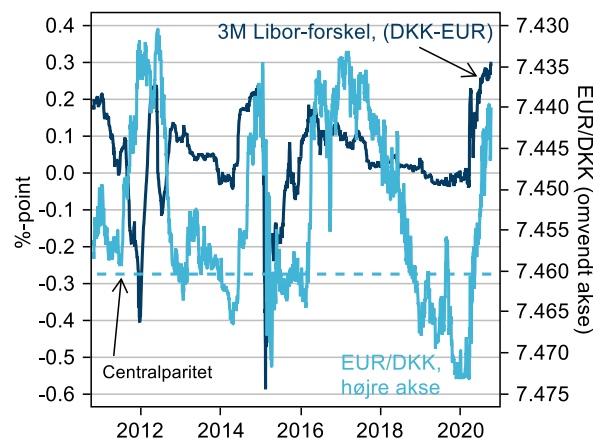
Det er dog vigtigt at understrege, at svækkelsen af DKK skete på toppen af, at DKK siden 2017 var blevet kontinuerligt svækket over for EUR, især gennem 2018. Denne periode var da også karakteriseret af et globalt opsving, hvor interessen for udenlandske investeringer var stigende, og DKK-likviditeten var allerede her aftagende i forhold til euroområdet. Således var interessen for DKK som et sikkert alternativ (til EUR), som tog form efter gældskrisen i 2012, kraftigt på retur. Siden 2018 ser DKK således ud til helt at have mistet sin "sikker havn"-status, og den seneste styrkelse af EUR i år har nærmere givet anledning til et ekstra pres for en stærkere DKK over for EUR.

Presset vendte hurtigt mod stærkere DKK

Således skiftede udviklingen i DKK hurtigt fra et salgspres i marts til en øget interesse for køb af DKK, som siden da er blevet styrket yderligere over for EUR. Således gik kursen over for EUR i løbet af september under 7,44 for første gang siden 2017 -

et niveau som tidligere har været anset som tæt på smertegrænsen for hvornår Nationalbanken vurderer, at der skal indgribes for at svække DKK. Det er dog næppe udsving, der for alvor sætter spekulationsangreb i gang blandt investorerne, og vi skal huske på, at DKK i begyndelsen af året lå næsten tilsvarende på den svage side af centralpariteten over for EUR (se figur). Dertil skal siges, at Nationalbanken endnu ikke har reageret med interventionskøb af valuta, samt at der umiddelbart er plads på valutareserven til opkøb af valuta efter salget i begyndelsen af året.

Danske pengemarkedsrenter relativt høje



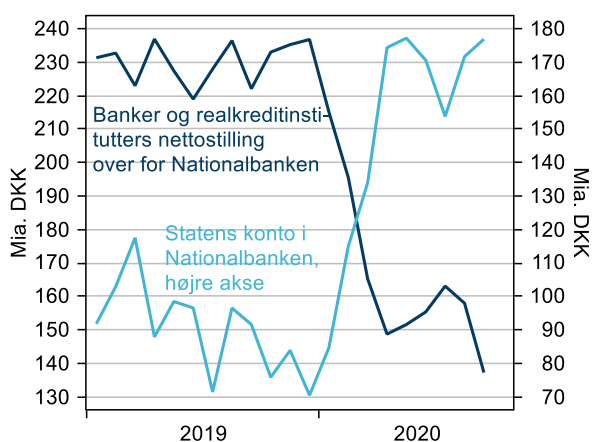
Udviklingen kan dog sagtens gå hen og blive intensiveret, hvor Nationalbanken må på banen med handling, hvormed den samme krise altså får modsatrettet effekt på forskellige tidspunkter. For at vurdere dette må vi se på kræfterne som har styrket DKK over for EUR. Først og fremmest har ECB aktuelt højere styringsrenter end Nationalbanken, med en indlånsrente der er 0,1 procentpoint højere, hvilket tilsyneladende ikke afskrækker investorenes præferencer for DKK. Det skyldes, at pengemarkedsrenterne ikke afspejler denne forskel, men i stedet er steget i DKK's favør (se figur oven for), hvilket kan henføres til forskellen i likviditetssituationen.

¹ Economic Memo, 3. Juli 2020, Pressure on the Danish krone in times of crisis.

Likviditetsforskel afgørende for DKK-pres

Nationalbanken har været ude at opsuge likviditet på pengemarkedet herhjemme i forbindelse med salg og udstedelse af en række statspapirer, herunder øget optag af lån i udlandet. Gældsoptagelsen herhjemme har haft til formål at finansiere en række statslige corona-hjælpetiltag. Således er statens nettofinansieringsbehov blevet opjusteret med DKK 270 mia. i år, inklusiv den seneste opjustering på DKK 70 mia. i forbindelse med regeringens Økonomiske Redegørelse for august, hvor en yderligere udskydelse af skatte- og momsbetalinger især lå bag. Nationalbanken var tidligt ude og sikre sig den første del af den planlagte ekstra likviditet for i år på omkring DKK 150 mia. Det er dog gået langsommere end ventet med at bruge pengene på hjælpepakkerne, da efterspørgslen efter disse tilsyneladende har vist sig mindre end først skønnet. Det har betydet en ophobning af likviditet, som ikke er blevet kanaliseret tilbage på pengemarkederne. Det har medført en stor stigning på statens konto i Nationalbanken på knapt DKK 60 mia. siden februar, samtidigt med at den mere knappe likviditetssituation hos de finansielle institutioner er afspejlet i deres faldende nettostilling over for Nationalbanken.

Strammere likviditetsforhold herhjemme



Kilde: Macrobond

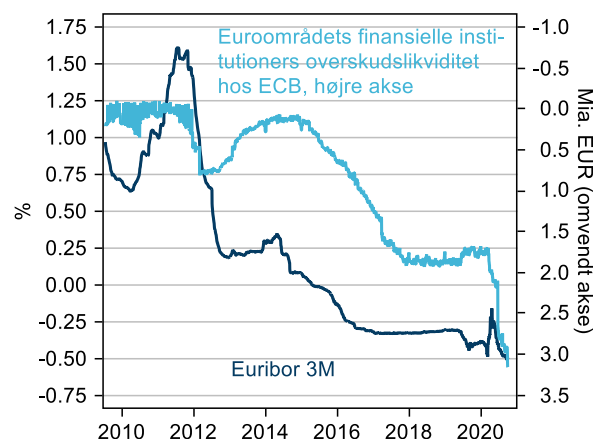
Ikke desto mindre ventes Nationalbanken stadig at skulle hente lidt ekstra finansiering, hvilket især bliver via nye kortfristede låneprogrammer (skatkammerbeviser samt udenlandske lån i de såkaldte commercial papers). Der kan således ventes yderligere optag i skatkammerbeviser for mellem DKK 10 og 30 mia. Omvendt har Nationalbanken ikke opjusteret sit mål for udstedelser af nye statsobligationer. En del af statens finansieringsbehov er således foreløbige pga. midlertidige likviditetsforskydninger, og derfor forventes det fornuftigt at benytte kortsigtet finansiering. Men grundlæggende vil det

indtil videre betyde, at der fortsat på kort sigt kan blive tale om fortsat knap likviditet på pengemarkederne herhjemme.

For ECB's vedkommende er man i gang med en større likviditetsudpumpning via det nye likviditetstildelingsprogram (TLTROIII) samt det nye pandemi-opkøbsprogram (PEPP). PEPP er i øjeblikket sat til EUR 1.350 mia. og vil løbe ind til midt-2021. TLTRO-programmet har indtil videre øget bankernes likviditet med netto lige over EUR 1.000 mia., og den seneste tildeling overraskede ved trods alt at uddele netto EUR 160 mia. ekstra. Det har øget bankernes overskudslikviditet og har presset pengemarkedsrenterne i euroområdet ned (se figur).

Derudover er ECB's fokus rettet mod muligheden for at stimulere yderligere, hvilket muligvis er blevet ekstra aktuelt med de seneste smittestigninger og fortsat lave inflationstal samt inflationsforventninger. Ekstra tiltag i ECB kan i første omgang være via likviditetsprogrammerne, herunder om man vælger at gøre vilkårene for bankerne endnu mere lempelige. PEPP-opkøbsprogrammet vil ifølge ECB blive implementeret på en fleksibel måde, men på trods af fortsat manøvrerum i det aktuelle program er sandsynligheden for en udvidelse steget på det sidste.

EUR-overskudslikviditet presser korte renter ned



Kilde: Macrobond

Denne forskel i likviditetssituationen har givet været en vigtig årsag bag det grundlæggende pres på DKK vs. EUR. Spørgsmålet er således om disse "skæve" likviditetsforhold vil fortsætte og dermed nødvendiggøre interventioner og i sidste ende muligvis en rentenedsættelse fra Nationalbankens side? Vores forventning er, at vi vil se en vis normalisering af de relative likviditetsforhold, efterhånden som den danske stats ophobning af likviditet aftager i forbindelse med brug af midlerne

til støttepakker, eller i fald man blot lader de relativt kortfristede finansieringslån udløbe. På den anden side vil ECB fortsat sprøjte likviditet ud i markedet i højt tempo.

Udover likviditetsforholdene, så har vi set en stærk efterspørgsel fra udlandet efter danske papirer. Udlandet har således købt for DKK 154 mia. ud af de samlede udstedelser af statspapirer på

DKK 260 mia. siden marts. Derudover er udlandet fortsat storkøber af danske 30-årige realkreditobligationer med en ejerandel der nu ligger på 41%. Så DKK kan meget vel holde sig på den stærke side af centralpariteten ind i 2021, og selv om vi hælder mest til, at Nationalbanken vil holde renten i ro, så er muligheden for en selvstændig rentenedsættelse dog ikke helt afskrevet. Men det afhænger primært af hvad ECB gør.

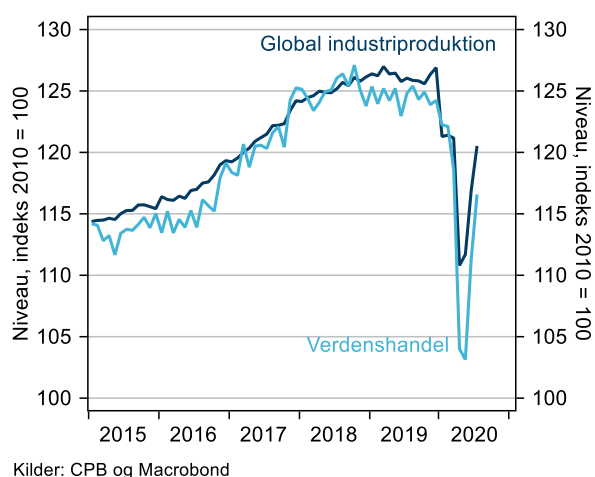
Når støvet har lagt sig

Den globale økonomi har fundet et vist fodfæste til trods for det historisk store tilbageslag i foråret. Efter det initiale stærke opsving i den økonomiske aktivitet er genoprejsningen imidlertid nu blevet mere hostende og harkene. Myndighederne gør hvad de kan for at holde hånden under økonomien, men den forhøjede usikkerhed om fremtiden og udviklingen i pandemien arbejder imod dem, og vi forventer en langsom genopretning af den globale økonomi over de kommende år. Efter vores vurdering vil det amerikanske præsidentvalg, til trods for at meget er på spil, ikke umiddelbart være afgørende for udviklingen i verdensøkonomien, men det vil have de finansielle markeders opmærksomhed på kort sigt. I euroområdet er finanspolitikken hæmmet af politiske modvinde, og selv om ECB spiller en mere prominent rolle, forventer vi, at økonomien vil halte efter i den globale genopretning. Tilbageslaget i den globale økonomi indebærer, at lavrente-miljøet vil vare ved, sandsynligvis ud over vores prognosehorisont, der løber til og med 2022.

Den globale økonomi fandt fodfæste igen

Siden vores forrige konjunkturudsigst fra august har der været flere beviser på, at en global økonomisk genoprejsning har fundet sted i kølvandet på det historiske kollaps i aktiviteten i den første del af året. Der er imidlertid også signaler, der underbygger en anden af de mange teorier vi fremlagde i august, nemlig at usikkerheden som følge af COVID-19 og de medfølgende virusrelaterede restriktioner vil lægge en dæmper på den økonomiske genopretning. Efter de markante positive korrektioner vi så i forbindelse med at mange lande begyndte at lempe på restriktionerne, indikerer de seneste nøgletal således, at tempoet, hvormed økonomierne retter sig, allerede er bremset op, og vi venter at genopretningen herfra vil ske med mere tøvende skridt.

Data bekræfter, at genopretning er begyndt...



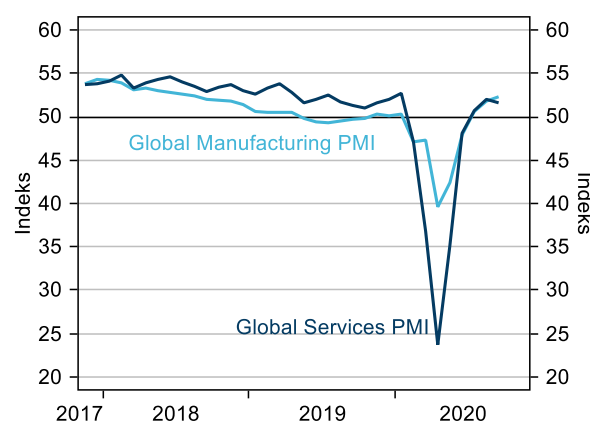
Efter de akutte indgreb for at forhindre en finansiell og økonomisk nedsmeltning i den første halvdel af året er fokus i den økonomiske politik nu skiftet. Både centralbanker og regeringer har således i

højere grad bevæget sig i retning af et mikst mellem en mere begrænset nødstimulans i kombination med en bredere ekspansiv politik for at beskytte det skrøbelige opsving. Det indebærer, at de generelle finansielle betingelser vil forblive favorable for finansmarkederne, med fortsat lave renter og søgen efter afkast blandt investorerne.

Fra V til hostende genopretning

Efter den hurtige vending i første halvår ser genopretningen i den økonomiske aktivitet ikke længere ud til at følge den såkaldte V-form, med en bred vifte af økonomiske nøgletal, der peger på mere træg vækst. Disse inkluderer tal for udenrigshandlen, investeringsindikatorer samt opgørelser over privatforbruget. Vores forventning er, at genopretningen herfra vil forløbe langsomt, hvilket vi ser mange forklaringer på. For det første, er efterspørgslen i økonomien blevet dæmpet af den stigende ledighed og tab af indkomst i forbindelse med det økonomiske kollaps i foråret.

...men også at tempoet er blevet langsommere



Note: Værdien 50 er grænsen mellem vækst og tilbagegang
Kilder: Markit og Macrobond

For det andet, vil restriktioner for at begrænse spredningen af COVID-19 fortsætte med at påvirke aktiviteten. Genopretningen af økonomien vil således i lang tid endnu blive holdt i skak af de tilbageværende restriktioner, folks villighed til at fastholde social distancering samt udbredelsen af mere lokale nedlukninger og tiltag som eksperterne nu bakker op om. Flere lande er allerede nu begyndt at implementere disse tiltag for at bekæmpe nye alvorlige udbrud af virussen

To skridt frem, et skridt tilbage

For det tredje, vil den markante usikkerhed om den fremadrettede udvikling i virusspredningen i sig selv lægge en dæmper på det spirende opsving. Sammen med den eksisterende økonomiske usikkerhed vil det medvirke til, at virksomheder udskyder beslutninger om investeringer og nye ansættelser. Det vil dæmpe den økonomiske vækst på kortsigt, men også på længere sigt som følge af lavere potentiel vækst, og trække ledigheden yderligere i vejret i mange lande. At eliminere usikkerheden om pandemien vil således formentligt være afgørende for at sikre en tilbagevenden til en stærkere økonomisk genopretning. Så et vigtigt spørgsmål er blandt andet, hvorfor der hersker så stor usikkerhed om pandemien.

Når pandemien slutter, vil usikkerhed fordufte

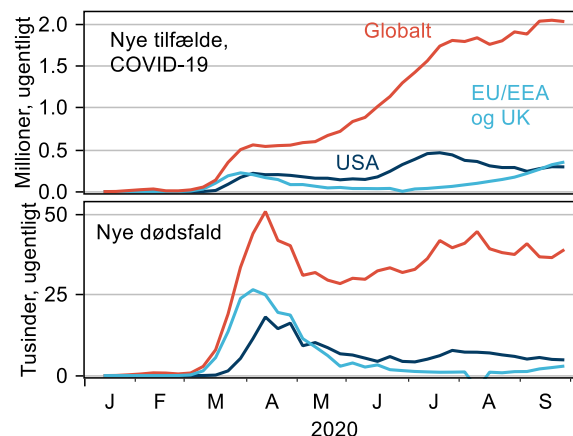
Faktorer bag den store usikkerhed om virusudviklingen inkluderer følgende: Vi kan ikke vide os sikre på, hvornår pandemien slutter, hvor seriøs spredningen af virussen vil være indtil da, samt hvilke lande, der vil indføre nye restriktioner, og hvor drakoniske disse vil være. Så længe vi lever med pandemien vil den øgede økonomiske usikkerhed således være til stede.

180 forskellige vacciner er i støbeskeen

I henhold til OECD er det overordnede billede ifølge epidemiologer og andre eksperter, at pandemien vil fortsætte i yderligere 12 til 18 måneder. For at den mere positive ende af horisonten skal opnås, vil det formentligt kræve, at en effektiv vaccine er klar inden længe, samt at den hurtigt kan distribueres til befolkningen.

I tillæg til varigheden af pandemien, vil omfanget af dens spredning også være afgørende for genopretningen. Smittetrykket begyndte at stige igen efter sommeren, og toppen af spredningen ligger muligvis stadig foran os, også selv om situationen ser anderledes ud fra kontinent til kontinent.

Smittetrykket stiger igen



Kilder: Macrobond, ECDC og WHO

Et bekymrende eksempel herpå er Europa, hvor smittetrykket nu stiger i et højere tempo end under den første bølge i foråret. Heldigvis har dødelighedsraten generelt holdt sig stabil på et lavt niveau, men efter foreløbige stigninger i indlæggelser på hospitalernes intensivafdelinger, samt øgede dødsfald i flere lande, har WHO taget et mere alvorligt syn på situationen.

Det europæiske center for sygdomsforebyggelse og kontrol (ECDC) ser en høj – eller endda meget høj – risiko for yderligere eskalering i lande, der ikke implementerer virusbekæmpende tiltag. Mange lande har imidlertid allerede handlet og strammet restriktionerne, der tidligere var blevet lempet. Situationen i Europa understreger indtrykket af, at kampen mod virussen er et spørgsmål om "to skridt frem, et skridt tilbage". Derfor forventer vi fortsat forhøjet økonomisk usikkerhed samt en skrøbelig og langtrukken genopretning.

Vi antager, at der ikke vil være nogen alvorlige hindringer for udviklingen af en vaccine, og at en global vaccinationsproces vil begynde i 2021

Hvad er status på udviklingen af en vaccine?

Ifølge WHO er der visse gode nyheder på vaccinefronten: Omkring 180 vacciner er under udvikling og ikke mindre end 35 af disse har allerede nået den menneskelige testfase. Samtidigt er der nogle af udviklerne, der rapporterer, at deres specifikke vaccine næsten er parat til brug, og at en distribution forhåbentligt kan påbegyndes inden årsskiftet. Fra andre kredse er tonen dog mindre optimistisk. Det amerikanske center for sygdomskontrol og forebyggelse (CDC) har udtalt, at den generelle befolkning i USA ikke vil få gavn af en kommende vaccine før udgangen af 2. kvartal eller 3. kvartal af 2021. Personer i højrisikogrupper og dem der er eksponerede over for virussen såsom sundhedspersonale vil i første omgang blive prioriteret. Problemerne med at få succes med en global vaccination inkluderer udsigten til, at det vil være nødvendigt med en vifte af forskellige vacciner, da både de beskyttende effekter og sideeffekterne vil variere.

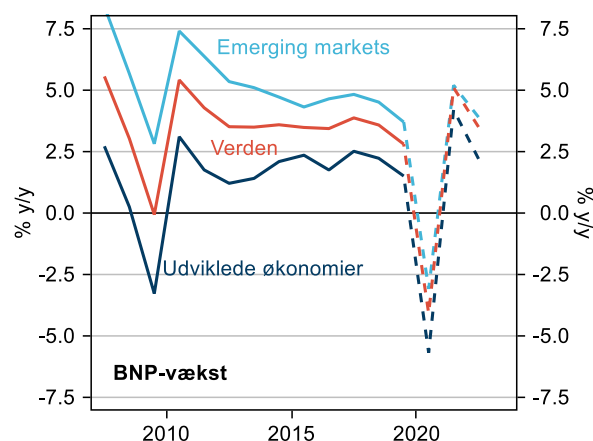
Politikerne holder hånden under økonomien

Vi forventer, at den globale BNP-vækst vil lande på -4,1procent i år. For indeværende er væksten dog høj, primært som følge af en korrektion oven på kollapset i første halvår.

Næste år venter vi, at en fortsættelse af de markante stimulanstiltag fra både finans- og pengepolitikken vil give næring til væksten. Det er endnu usikkert om genopretningen er selvbærende, men vi tror at myndighederne har lært lektionen fra finanskrisen, hvor den økonomiske politik blev strammet for tidligt. Centralbankerne har ikke vist nogen som helst tegn på et skifte i pengepolitikken i en mindre ekspansiv retning i kølvandet på de positive nyheder om, at bunden i nedturen sandsynligvis er bag os. Selvom vi heller ikke har set nye stimulanstiltag blive implementeret, er indtrykket for indeværende dog, at sådanne nok er tættere på, end snarlige stramninger.

På den anden side er mange af de omfattende finanspolitiske nødpakker der blev introduceret i foråret begyndt at blive ineffektive og/eller for omkostningstunge. I den næste fase af krisen vil der derfor være en balancegang med fare for fejltrin, i takt med at politikerne går over til mere målrettet krisestøtte kombineret med en generelt ekspansiv økonomisk politik. Vores forventning til, at denne overgang overvejende vil være succesfuld, understøtter vores forventning om en fortsat men "hostende" genopretning, der vil føre til en vækst i den globale økonomi på 5,1procent i 2021 og 3,5 procent i 2022.

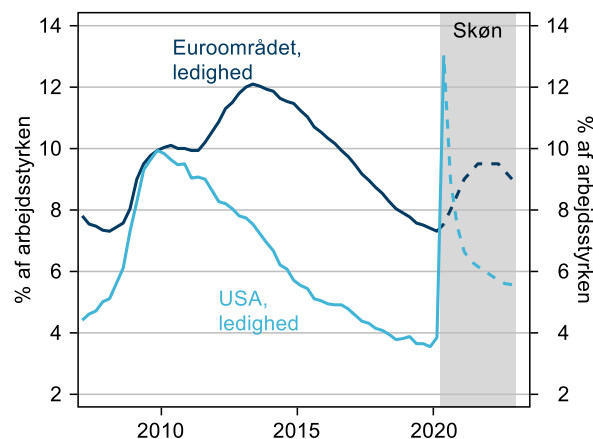
Genopretning efter historisk BNP-fald



Kilder: Macrobond og Handelsbanken

Der er imidlertid lang vej endnu før end at global BNP fuldt ud indhenter det tabte i forhold til en situation uden coronakrise, eller endda bare når op på sit før-krise niveau. Den relativt svage efterspørgsel betyder endvidere også, at den svage situation på arbejdsmarkedet i mange dele af verden kun vil bedre sig gradvist over de kommende år. Det vil medvirke til en afdæmpet lønvækst, og vi venter at inflationen vil holde sig under centralbankernes målsætning i både euroområdet og USA.

Lang vej tilbage for arbejdsmarkedet



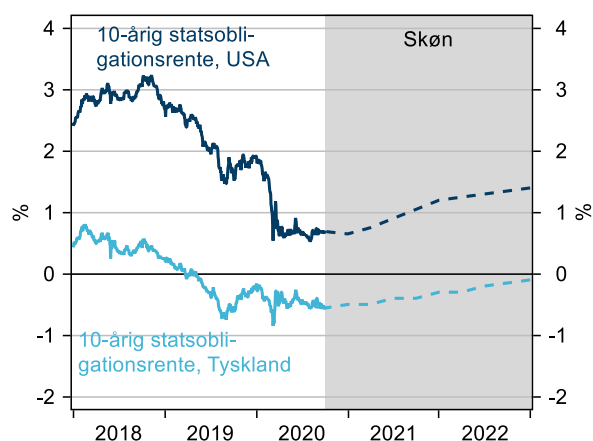
Kilder: Macrobond, BLS, Eurostat og Handelsbanken

Markederne understøttet af centralbanker

Den signifikant ekspansive pengepolitik indebærer fortsat støtte til aktivpriserne såvel som til boligpriserne, der har udvist en overraskende stor modstandskraft i mange lande – herunder også de nordiske. Investorerne på de finansielle markeder fremstår imidlertid noget mere årvågne nu end før pandemien – i hvert fald at bedømme ud fra det høje niveau for den ventede volatilitet. Det kan til dels tilskrives at to oplagte risikofyldte begivenheder står for døren i form af det amerikanske præsidentvalg

den 3. november samt Storbritanniens endegyldige farvel til EU d. 31. december. Vores forventning til renteutviklingen er imidlertid stort set uændret i forhold til vores forrige konjunkturrapport fra august. Uden forventninger om højere pengepolitiske renter vil de korte renter være forankrede omkring 0%. Renterne på obligationer med længere løbetid burde stige en smule, i takt med at økonomierne begynder at nærme sig deres før-krise niveauer, men vi venter dog generelt at det aktuelle lavrentemiljø vil være intakt gennem hele vores prognoseperiode, og formentligt også i en lang periode efter 2022.

Kun udsigt til begrænset stigning i de lange renter



Kilder: Macrobond og Handelsbanken.

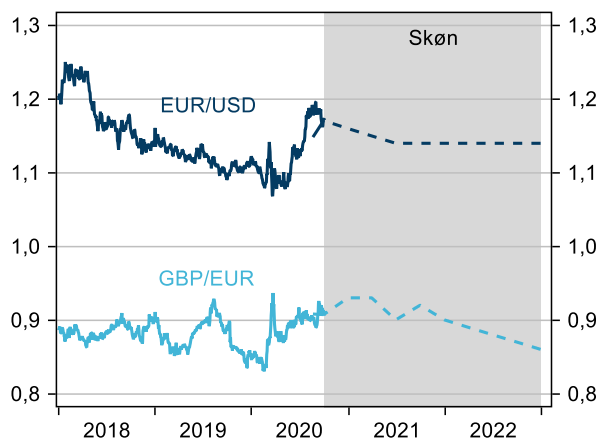
Brexit i fokus på valutamarkedene

Dette års risikobegivenheder vil også være afgørende på valutamarkedene, især for GBP. Vores hovedscenarie for det forestående brexit er, at der ikke vil være en omfattende aftale på plads, men at mange mindre delaftaler vil blive indgået på områder, der er afgørende for både EU og Storbritannien. Efter vores vurdering vil dette 'mini-aftale udfald' medføre en svækkelse af GBP på kort sigt imod en kurs på 0,95 over for EUR. I 2022 venter vi imidlertid en større grad af klarhed omkring handelsaftalerne, som vil styrke GBP igen. Det skal dog understreges, at risikoen for en aftaleløs brexit vurderes som værende relativt høj, hvilket ville have langt mere alvorlige konsekvenser for GBP.

Udviklingen i USD er antageligt mindre afhængig af udfaldet af præsidentvalget end hvad man umiddelbart skulle forvente. På den ene side ser vi, at et scenarie med et anfægtet valgresultat og et dramatisk efterspil vil føre til markant uro på de finansielle markeder. På den anden side har sådanne turbulente perioder en tendens til at styrke USD. Under alle omstændigheder forventer vi en gradvis styrkelse af USD over for EUR over det kommende år. Vi bygger primært denne antagelse på, at den amerikanske centralbanks lempelige

pengepolitik vil blive overgået af en endnu mere ekspansiv europæisk centralbank.

USD er svækket nok



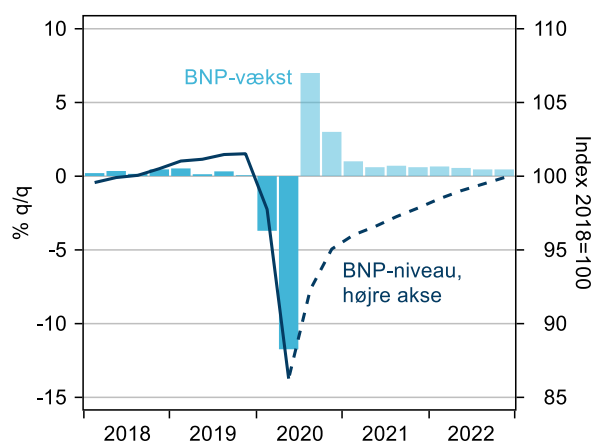
Kilder: Macrobond og Handelsbanken

Euroområdet: Finanspolitik begrænser opsving

Det økonomiske kollaps var ujævnt fordelt over landene i euroområdet, og vi venter en tilsvarende ikke-synkroniseret genopretning – især fordi der er store forskelle imellem hvilke finanspolitiske muligheder landene har til rådighed i forsøget på at tackle effekten af krisen. Udover den kortsigtede ekspansive økonomiske politik, vil råderummet for finanspolitikken blive begrænset inden alt for længe. Den europæiske genopretningsfond – som var en afgørende politisk sejr inden for unionen – vil være en kærkommen økonomisk indsprøjtning, men det er dog vores forventning at en forlængelse og en mulig udvidelse af den Europæiske Centralbanks krisestøtteprogram meget vel kan vise sig at være den sidste udvej til at udfylde hullerne i den økonomiske genopretning.

Euroområdet blev hårdt ramt af pandemien på et tidligt tidspunkt, med et fald i BNP på hele 15 procent i de første seks måneder af året – væsentligt mere end både USA og Kina. Støttetiltag, såsom diverse orlovsprogrammer, har taget noget af det negative pres af arbejdsmarkedet og har bidraget til, at arbejdsløsheden ikke er steget i samme omfang som kollapsedet i BNP. Genopretningen blev da også skudt i gang, hvor den månedlige vækst i for eksempel detailsalg og industriproduktion gik fra styrke til styrke i det sene forår og tidlige sommer. På det seneste er der imidlertid opstået spørgsmålstejn med hensyn til styrken af opsvinget. De hårde økonomiske nøgletal såvel som de seneste aktivitetsindikatorer i form af PMI-indekset, har således signaleret en opbremsning i genopretningen i 3. kvartal, især i servicesektoren.

Euroområdet: Kommer sig, men ikke i fuld skala



Kilder: Macrobond og Handelsbanken

Vi venter fortsat positiv BNP-vækst til næste år, men venter ikke en fuld genopretning af økonomien til før-krise niveau inden for vores prognosehorisont. Vores relativt dystre syn på udviklingen er ikke udelukkende et resultat af en mangelfuld finanspolitik, der ikke formår at give tilstrækkelig støtte til genopretningen især hen imod 2022. Væksten i euroområdet holdes også tilbage af et aftagende skub fra den kinesiske økonomi samt vedvarende strukturelle udfordringer i mange af medlemslandenes økonomier. Herudover bedømmer vi de politiske modvinde som værende for stærke til at gennemføre nødvendige om end vanskelige reformer over de næste par år. Vi ser snarere en negativ risiko for vores vækstsikrighed fra en genopståen af aktuelt slumrende politiske konflikter, der vil forhindre handling i en tid hvor beslutsomhed er afgørende.

Inflationen er for indeværende meget lav, og i lyset af den lave kapacitetsudnyttelse i økonomien forventer vi, at den vil stige til kun lige over 1 procent over de næste par år, og dermed forblive signifikant lavere end ECB's inflationsmål.

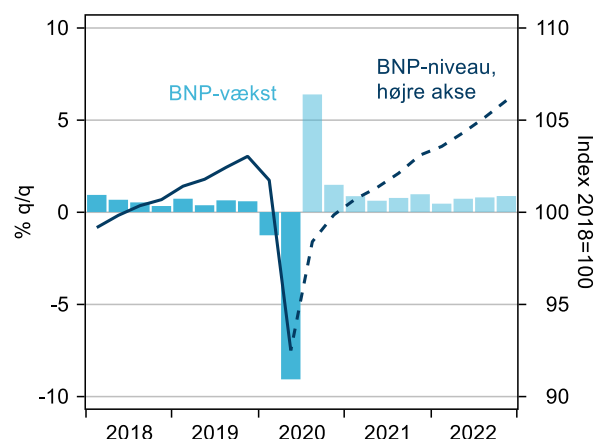
USA: Præsidentvalgsgyser...

Signalerne er blandede for den amerikanske økonomi, med en betydelig grad af usikkerhed for de økonomiske udsigter. Selvom nøgletallene peger på, at genopretningen er i gang, står vi over for et præsidentvalg med et usikkert udfald. Samtidigt hober risiciene sig op som følge af et politisk dødvande i forhandlingerne om en nærmest essentiel ny finanspolitisk stimulanspakke.

Ny finanspolitisk pakke er afgørende

En stor del af det historiske BNP-fald i andet kvartal ser ud til at være tæt på genvundet, men billedet er fragmenteret. På den ene side har fremstillingssektoren vist et stærkt opsving. På den anden side er forbrugertilliden fortsat lav, til trods for en pæn stigning i september. Husholdningernes disponible indkomst er fortsat høj, men drevet af tilskud fra det offentlige og forhøjet arbejdsløshedsunderstøttelse. Usikkerheden med hensyn til hvor længe det vil vare ved, ser ud til at bekymre husholdningerne med øget opsparing til følge.

USA: BNP tilbage på før-krise niveau i 2022



Kilder: Macrobond og Handelsbanken.

...men ikke afgørende for udsigterne på kort sigt

Efter vores vurdering vil udfaldet af præsidentvalget ikke være afgørende for den økonomiske genopretning på den kortere bane. Uanset hvem af kandidaterne der løber med sejren, vil præsidentens topprioritet være at skulle styre pandemien og den økonomiske genopbygning. Det vil kræve yderligere støtte at fastholde økonomien på den rette kurs, men udsigterne til snarlig ny finanspolitisk stimulans er for indeværende usikre. Vi venter dog ikke, at det for alvor vil true den økonomiske udvikling, og regner med at politikerne vil handle inden længe.

Vi har løftet vores skøn for BNP-væksten i år på baggrund af en noget stærkere økonomisk udvikling frem til nu end tidligere frygtet. Vi er dog en smule bekymrede med hensyn til den seneste tids signaler om en opbremsning i bedringen på arbejdsmarkedet, som vi ellers havde ventet vil komme til at have en positiv effekt på BNP via afledte effekter på privatforbruget, og for indeværende ser risiciene for den amerikanske økonomi muligvis ud til at hælde til den negative side. Udsigterne for inflationen er fortsat afdæmpede, men den seneste tids udvikling har dog været en smule stærkere end vi havde ventet. Selvom vi løfter vores inflationsskøn for i år, venter vi fortsat, at inflationen

vil være lavere end den amerikanske centralbanks (Fed) mål gennem hele vores prognosehorisont, og dermed også, at pengepolitikken vil forblive ekstremt lempelig i lang tid endnu.

Fed tester FAIT

For at styrke troværdigheden omkring sit inflationsmål, har Fed annonceret, at den ikke længere blot vil styre inflationen tilbage mod 2 procent, samtidigt med at der tages hensyn til udviklingen på arbejdsmarkedet. I stedet vil Fed nu sigte imod at sikre, at inflationen overstiger (eller, i andre situationer, underskyder) det mål, således at den gennemsnitlige inflation bevæger sig imod 2 procents-målsætningen (Flexible Average Inflation Targeting, FAIT). Denne nye strategi ændrer måske ikke ved det helst store i praksis, men er et tegn på nye tider, og et signal om, at den pengepolitiske rente formentligt vil forblive lav i lang tid samt at bankens obligationsopkøb med stor sandsynlighed vil fortsætte af den anviste sti.

Kina: Fuld fart på genopretningen

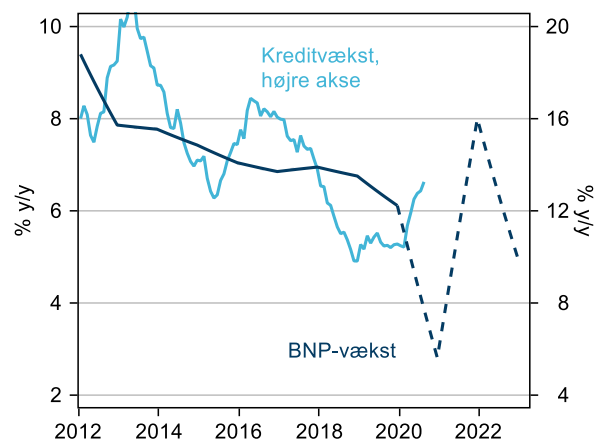
I henhold til flere parameter er den økonomiske aktivitet i Kina allerede tilbage på sit før-krise niveau. Landet var det første til at introducere nedlukninger og er nu førende i den globale genopretning. I de seneste måneder har de økonomiske resultater været overraskende stærke – især på eksportsiden, til trods for en ellers overordnet set svag global efterspørgsel.

På længere sigt kan ændringer i de globale forsyningskæder betyde, at udenlandske virksomheder vil reducere deres afhængighed af Kina. Samtidigt vil de kinesiske myndigheder formentligt gøre alt for at fastholde væksten på et

niveau, der sikrer en stabil udvikling på arbejdsmarkedet. Der er mange årsager til at vi ser dette være tilfældet, ikke mindst for at reducere risikoen for spirende utilfredshed med regimet, samt et ønske om at fejre næste års hundredårsdag for det kommunistiske parti med succes i baghånden.

Det vigtigste værktøj for drivkraften i den indenlandske kinesiske økonomi er efter vores vurdering en fortsat øget kreditgivning. Finanspolitikken vil formentligt også give et signifikant bidrag, især via investeringer i infrastruktur, med moderate budgetunderskud til følge. Vores konklusion er, at Kina vil forblive bedre rustede til at håndtere en global recession end de fleste andre lande i verden. I år forventer vi dog en BNP-vækst på bare 3 procent, som vil være væsentligt under den langsigtede trend. I de kommende år ventes væksten dog at tage til igen, hvormed Kina igen kan blive en drivkraft for den globale økonomi.

Kina: Højere kreditvækst vil løfte BNP



Kilder: Macrobond og Handelsbanken

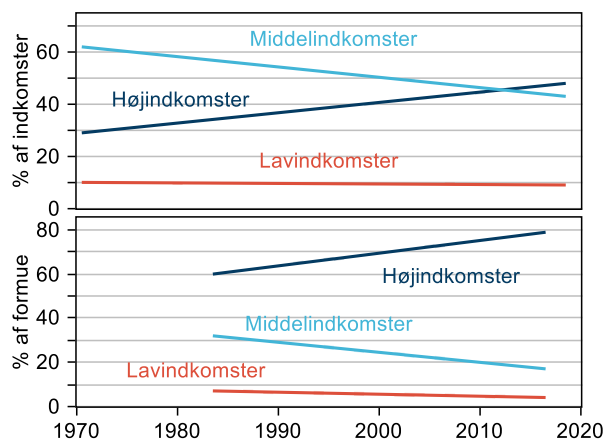
Et historisk præsidentvalg venter

USA står over for et af de vigtigste præsidentvalg i historien, da der er tale om et valg, der omhandler så meget mere end bare økonomisk politik. Det er et valg, der bliver afholdt under ekstraordinære omstændigheder og som fra begyndelsen har været omgærdet af demonstrationer og tiltagende konflikter. Det er et valg, hvor to åbenlyst forskellige kandidater vil kæmpe til sidste blodstråbe for at vinde, og hvor en eventuel magtoverdragelse måske ikke vil løbe stille af. Ultimativt er det et valg, hvor synet på USA's demokrati er på spil, og hvor Trumps uforudsigelighed giver anledning til bekymring.

Et splittet samfund

Den siddende præsident, Donald Trump, har udtalt, at vi står over for det vigtigste valg i USA's historie, og selv om han er kendt for at komme med vilde udtalelser, er der formentligt mere end bare et gran af sandhed i denne specifikke påstand. På begge sider af det politisk skel ser det således ud til, at mange deler præsident Trumps vurdering af, at dette er det vigtigste valg siden Abraham Lincoln besejrede Stephen A. Douglas i 1860, hvor det dog stadig er åbent for diskussion om den amerikanske befolkning er mere splittet i dag end i perioden under og efter den amerikanske borgerkrig. Selv i et internationalt lys er forskellen i både indkomster og formuer enorme, og de er kun blevet større i kølvandet på COVID-19 krisen.

Stor og stigende ulighed i formue og indkomster

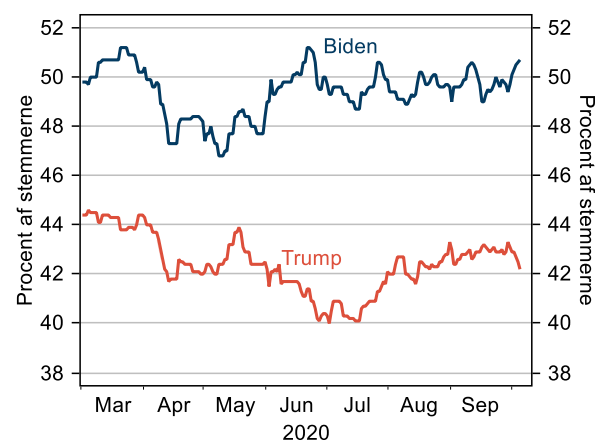


Kilde: Pew Research Center

Der er også stor splittelse inden for begge de politiske partier. Trump har mere eller mindre vendt vrangen ud på det Republikanske Parti, og Demokraterne har en udtalt venstreorienteret fløj inden for egne rækker ført an af Bernie Sanders. Meningsmålinger viser endvidere, at en betydelig del af dem, der har tænkt sig at stemme på demokraternes kandidat, Joe Biden, gør det mere fordi de ikke bryder sig om Trump, snarere end at de

kan lide Biden². På den baggrund kan valget i vid udtrækning mere blive betragtet som en afstemning om Trump snarere end et valg mellem to præsidentkandidater. Det blev måske også illustreret i kandidaternes første præsidentdebat, hvor Biden brugte mere tid på at fortælle, hvorfor vælgerne ikke skulle stemme på Trump, snarere end hvorfor de skulle stemme på ham. I det hele taget var den kaotiske og fjendske debat også et vidnesbyrd til splittelsen i den amerikanske befolkning. Debatten indikerede også en betydelig risiko for et anfægtet valgresultat, samt et forstærket indtryk af, at Trump ikke vil overdrage magten uden kamp, skulle Biden løbe med sejren. Ligegyldigt hvilken kandidat der vinder, er det således tydeligt, at de markante konflikter med meget stor sandsynlighed vil bestå.

Biden fører - men vil Trump acceptere nederlag?



Kilder: Macrobond og RealClearPolitics

Den igangværende pandemi er yderligere med til at gøre dette valg til et exceptionelt et af slagsen, da frivillig eller tvungen social distancering og/eller restriktioner vil påvirke vælgerne, med en betydeligt større andel brevstemmer end normalt. I henhold til flere analyser³ vil brevstemmer have en tendens til at favorisere Biden, hvilket allerede har afstedkommet en stribe utilfredse kommentarer fra

² NBC News/Wall Street Journal public opinion poll

³ Blandt andre: Pew Research, Survey Monkey and NBC News/Wall Street Journal public opinion poll

Trump og hans lejr. Usikkerhed med hensyn til kapaciteten i det amerikanske postvæsen samt den føderale valgkommission evne til at håndtere et stort antal brevstemmer betyder endvidere, at der kan gå længere tid end normalt, før end det endelige officielle valgresultat er klart.

Forskelle i økonomisk politik

Demokraterne og Republikanerne har altid adskilt sig fra hinanden, når det kommer til den økonomiske politik. Ved dette valg er forskellene mellem de individuelle kandidaters præferencer da også ret tydelige, hvor de største differencer er inden for deres syn på skattepolitikken. Således planlægger Trump at fortsætte med at sænke skatterne. Primært har han til hensigt at forlænge den såkaldte *Tax Cuts and Jobs Act* (TCJA), men han vil også sænke selskabsskatten yderligere til 20 procent. Biden, på den anden side, vil øge indkomstskatterne, især for de rigeste amerikanere (husholdninger, der tjener mere end USD 400.000 om året). Hans skattepolitik indebærer også en forhøjelse af selskabsskatten fra de nuværende 21 procent til 28 procent. Provenuet fra disse skatteforhøjelser (estimeret i omegnen af USD 4.000 mia. over ti år) skal ifølge Biden benyttes til at finansiere reformer i form af primært et udvidet sygesikringssystem, men også inden for uddannelse, børnepasning samt ældreplejen. Samlet set forventes Bidens reformprogram at være budgetneutralt. Modsat er Trump endnu ikke fremkommet med nogle formelle forslag til eventuelle reformer, andet end at skære ned på udgifterne på receptpligtig medicin, hvor hans hidtil offentliggjorte valgprogram kun fylder to A4-sider.

Udover skattepolitikken er der også markante forskelle mellem de to kandidater, når det kommer til udenrigs- og klimapolitik. Begge vil formentligt bevare en ret så hård linje over for Kina, men de promoverer to komplet forskellige tilgange. Trump truer med yderligere toldsatser, eller endda helt at afbryde enhver handelsrelation til Kina. Biden ville foretrække at skabe en fælles front mod Kina sammen med allierede lande. Selv om der også ser ud til at være en vis mistillid til det kinesiske regime blandt de mere venstreorienterede demokrater, er det vores forventning, at lavere toldsatser vil være det mest sandsynlige udfald i tilfælde af en demokratisk sejr i præsidentvalget.

Med hensyn til klimapolitikken har Trump revet gamle klimaaftaler over (som for eksempel Parisaftalen), mens Bidens mål er at forpligte sig til,

at bruge et ganske stort beløb (omkring USD 2.000 mia. over 4 år) på grønne investeringer.

Nøglen til forandring er en forenet Kongres.

Mange tidligere studier har vist, at den amerikanske økonomi har klaret sig bedst i perioder med en demokratisk præsident ved roret⁴. Samtidigt plejer aktiemarkedene generelt at foretrække en republikaner i det Hvide Hus. Ikke desto mindre er mulighederne for en mere langsigtet gunstig økonomisk udvikling via reformpolitik afhængig af, at den siddende præsident også har et flertal i Kongressen. Selv om præsidenten holder en såkaldt 'executive power', og kan underskrive bekendtgørelser, så er det i praksis Kongressen, der styrer landets økonomi. For at finanspolitiske reformer eller ændringer i skattesystemet skal kunne blive gennemført, kræver det, at begge kamre i Kongressen samt præsidenten autoriserer et forslag, før end det kan blive vedtaget som lov.

Ved midtvejsvalget i 2018 mistede Republikanerne kontrollen over Repræsentanternes Hus til Demokraterne. Det er ikke usædvanligt, at en siddende præsident mister pladser i Kongressen ved et midtvejsvalg. Hvis Biden derfor vinder præsidentvalget, og demokraterne formår at vinde et flertal i Senatet og bevare flertallet i Huset, vil han derfor være nødt til at rulle så stor en del af hans reformprogram ud som muligt ud før det næste midtvejsvalg for at sikre, at det bliver gennemført.

Vores forventning er imidlertid, at ingen af kandidaterne for alvor vil ændre ved de kortsigtede udsigter for økonomien. Næste år vil fokus i det Hvide Hus formentligt næsten udelukkende være rettet mod genopretningen efter COVID-19. Med økonomien på så usikker grund, vil det formentligt være svært for Demokraterne at indføre skattestigninger.

Det værende sagt, så vil forskellene i den foreslåede økonomiske politik betyde forskellige betingelser for økonomien på længere sigt. Ulighed i USA er allerede en kilde til bekymring, og det er vores umiddelbare vurdering, at Demokraternes dagsorden formentligt ville være bedst for økonomien på både kort og langt sigt, især fordi deres løsninger ses at tilgodese de befolkningsgrupper, der for indeværende har det sværest finansielt set. Denne del af befolkningen har endvidere en højere forbrugstilbøjelighed end de høj-indkomstgrupper, som Trumps politik mere har været målrettet imod.

⁴ Blandt mange: US Fed (FRED database) and A. Blinder and M. Watson (2015), "Presidents and The US economy", Princeton University

Vores syn på forskellige scenarier

Vinder af præsidentvalget	Kongressen	Kortsigtet markedseffekt (1 til 3 måneder)
Biden	Demokraterne	Negativ
Biden	Splittet	Neutral
Trump	Splittet	Neutral/Positiv
Trump	Republikanerne	Positiv
Anfægtet valg	Splittet	Negativ

For indeværende peger meningsmålingerne på, at Joe Biden chancer for at vinde valget er gode, og sandsynligheden for en demokratisk kontrolleret Kongres ser ud til at være steget siden Donald Trump blev testet positiv for COVID-19. En valgsejr til Trump kan dog fortsat langt fra helt udelukkes, men vi vurderer det som mindre sandsynligt, Republikanerne formår at genvinde flertallet i Repræsentanternes Hus.

Værste scenarie for markederne: Anfægtet valg

Med udgangspunkt i det forventede høje antal brevstemmer kommer valgresultatet sandsynligvis at være behæftet med en del usikkerhed allerede fra begyndelsen. Herudover har Trumps nuværende sundhedstilstand, efter at have været testet positiv for COVID-19, yderligere øget usikkerheden omkring selve valgprocessen. Men i tilfælde af at vi ikke ender i en situation med et "dødt løb" med risiko for et anfægtet resultat, er de mest sandsynlige udfald mere eller mindre ventede, og da de kun ventes at have begrænsede effekter på økonomien på kort sigt, er det vores forventning, at reaktionen på markederne til disse udfald burde være ret så afdæmpede. Et 'clean sweep' for Demokraterne, som vil indebære større sandsynlighed for skatteforhøjelser og øget regulering, burde være det mindst positive udfald for aktiemarkederne på kort sigt. Modsat er det vores forventning, at en republikansk sejr i både det Hvide Hus og i begge kamre i Kongressen vil være mest understøttende for aktiemarkederne. I tilfældet af en splittet Kongres – uanset hvem der sidder i det Hvide Hus – vil ingen af kandidaternes reformplaner efterlade noget større aftryk, og vi ville forvente, at effekten på markedet vil være mindre udtalt.

Et scenarie, hvor der er tæt løb mellem de to kandidater, med et langstrakt forløb med genoptælling af stemmer efterfulgt af utallige retslige opgør, ventes at føre til stor dramatik på de finansielle markeder. Trump har allerede advaret om valgfusk, og USA står da også med en udfordring, fra en markant højere andel af brevstemmer i et valgssystem, der mangler den nødvendige kapacitet til at forberede sig på dette på ordentlig vis. Estimerer peger på, at enten brevstemmer eller tidligt afgivne stemmer vil udgøre op imod 80 procent (ifølge Brookings) af det samlede antal afkrydsninger på stemmesedlerne. På samme vis kunne det også være strategisk fordelagtigt for Biden at udskyde en tilkendegivelse af nederlag i tilfælde af et usikkert valgudfald, da hovedparten af brevstemmerne ventes at komme fra de demokratiske vælgere.

Det betyder, at der er en risiko for at uenigheder og retslige efterspil vil være en del af udfaldet af dette års valg, ikke mindst som følge af den føderale valgkommissions mangler, når det kommer til at tjekke og processere stemmesedler. Dette kunne afføde et moralsk dilemma, hvor tjenestemændenes loyalitet til forfatningen står på spil. I et worst-case scenarie kunne det føre til en situation, hvor ingen af kandidaterne og/eller en stor del af vælgerne er parate til at acceptere valgresultatet.

Dette vil naturligvis være meget langt fra ideelt og vil medføre en forhøjet usikkerhed på de finansielle markeder. Bekymringen blandt investorerne for et sådant udfald ser da også ud til at tage til, hvor kontrakter på aktiver fra valutaer, guld, aktier og renter nu reflekterer et usædvanligt stort potentiale for store markedsbevægelser omkring og efter valgdagen. Hertil kommer også, at muligheder for at introducere ny finanspolitisk stimulans ville blive forsinket som følge af dødvande i Kongressen.

Det seneste eksempel på en tilsvarende situation havde vi i forbindelse med valget i 2000. Demokraternes kandidat, Al Gore, indrømmede initialt sit nederlag til republikanske George W. Bush, men trak det efterfølgende tilbage i troen på, at hans meget marginale valgnederlag i Florida ville medføre en gentælling af stemmerne. Den amerikanske Højesteret endte imidlertid med at beslutte, at omtællingen var i modstrid med Forfatningen og satte dermed en stopper for den. Hermed kunne Bush trække sig som sejrherre med en margin på bare 537 stemmer efter en beslutning fra Højesteretten, som ræsonnerede, at manglen på et valgt præsident ville have resulteret i en forfatningsmæssig krise. Det virker givet, at de fleste markedsdeltagere meget gerne vil undgå en

gentagelse af et sådant scenarie i denne omgang. Hvis vi kigger i historiebøgerne, er der i henhold til flere studieringen evidens for nogen form for sammenhæng mellem systemisk valgfusk og brevstemmer, især ikke i forbindelse med valg til Kongressen eller det Hvide Hus. En undersøgelseskommission, nedsat af Trump i 2018, kom også frem til den samme konklusion. Det er dog tvivlsomt, om han vil huske det. Helt grundlæggende er vores bekymring primært rettet imod hvad Trump kan finde på uanset udfaldet af valget.

Nøgletal

BNP-prognoser

Årligt gennemsnit

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

*Kalenderjusteret

Inflationsprognoser

Årligt gennemsnit

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

Arbejdsløshedsprognoser

Årligt gennemsnit

	2019	2020p	2021p	2022p
Sverige	6,8	8,6 (8,8)	8,9 (9,4)	7,9 (8,4)
Danmark, AKU	5,0	5,8 (6,3)	6,6 (7,0)	6,1 (6,3)
Finland	6,7	8,0 (8,2)	8,2 (8,3)	7,6 (7,9)
Norge, NAV	2,3	5,0 (5,2)	3,3 (3,4)	3,0 (3,1)
Euroområdet	7,6	7,8 (8,9)	9,3 (9,9)	9,3 (8,4)
Holland	3,4	3,9 (4,7)	5,6 (5,6)	5,0 (5,0)
Storbritannien	3,8	6,0 (6,0)	6,5 (6,5)	5,5 (5,5)
USA	3,7	8,3 (9,0)	6,3 (7,6)	5,7 (6,4)

Kilde: Handelsbanken

I parentes: Handelsbankens Konjunkturprognose 26 august 2020

Renteprognoser

Ultimo året

Pengepolitisk rente	2019	2020p	2021p	2022p
USA	1.625	0.125 (0.125)	0.125 (0.125)	0.125 (0.125)
Euroområdet	-0.5	-0.50 (-0.50)	-0.50 (-0.50)	-0.50 (-0.50)
Sverige	0.00	0.00 (0.00)	0.00 (0.00)	0.00 (0.00)
Danmark	-0.75	-0.60 (-0.60)	-0.60 (-0.60)	-0.60 (-0.60)
Storbritannien	0.75	0.10 (0.10)	0.10 (0.10)	0.10 (0.10)
Norge	1.50	0.00 (0.00)	0.00 (0.00)	0.25 (0.00)
3-måneders interbankrente	2019	2020p	2021p	2022p
USA, LIBOR	1.91	0.25 (0.43)	0.25 (0.43)	0.25 (0.68)
Sverige, STIBOR	0.15	0.00 (-0.05)	0.05 (0.05)	0.10 (0.10)
Euro Area, EURIBOR	-0.38	-0.40 (-0.40)	-0.40 (-0.40)	-0.40 (-0.40)
Danmark, CIBOR	-0.40	-0.20 (-0.20)	-0.15 (-0.25)	-0.15 (-0.25)
Norge, NIBOR	1.84	0.30 (0.30)	0.30 (0.30)	0.55 (0.30)
2-årig statsobligationsrente	2019	2020p	2021p	2022p
USA	1.57	0.15 (0.20)	0.20 (0.35)	0.35 (0.50)
Euroområdet (Tyskland)	-0.63	-0.70 (-0.70)	-0.60 (-0.60)	-0.60 (-0.60)
Sverige	-0.33	-0.30 (-0.30)	-0.20 (-0.20)	-0.20 (-0.20)
Danmark	-0.66	-0.65 (-0.65)	-0.55 (-0.55)	-0.50 (-0.50)
Finland	-0.57	-0.63 (-0.63)	-0.50 (-0.53)	-0.50 (-0.43)
Storbritannien	0.52	-0.02 (0.10)	0.10 (0.10)	0.10 (0.10)
Norge	1.34	0.15 (0.15)	0.25 (0.20)	0.45 (0.25)
5-årig statsobligationsrente	2019	2020p	2021p	2022p
USA	1.69	0.30 (0.43)	0.50 (0.78)	0.75 (0.95)
Euroområdet (Tyskland)	-0.49	-0.60 (-0.58)	-0.50 (-0.43)	-0.40 (-0.30)
Sverige	-0.24	-0.25 (-0.05)	-0.15 (0.00)	-0.05 (0.10)
Danmark	-0.48	-0.60 (-0.60)	-0.40 (-0.43)	-0.20 (-0.25)
Finland	-0.35	-0.45 (-0.45)	-0.35 (-0.30)	-0.25 (-0.12)
Storbritannien	0.60	0.00 (0.23)	0.25 (0.25)	0.35 (0.35)
Norge	1.38	0.40 (0.35)	0.60 (0.45)	0.75 (0.60)
10-årig statsobligationsrente	2019	2020p	2021p	2022p
USA	1.92	0.65 (0.65)	1.20 (1.20)	1.40 (1.40)
Euroområdet (Tyskland)	-0.19	-0.50 (-0.45)	-0.30 (-0.25)	-0.10 (0.00)
Sverige	0.14	0.00 (0.05)	0.15 (0.15)	0.30 (0.40)
Danmark	-0.17	-0.40 (-0.35)	-0.15 (-0.15)	0.05 (0.10)
Finland	0.05	-0.30 (-0.25)	-0.15 (-0.05)	0.10 (0.15)
Storbritannien	0.74	0.35 (0.35)	0.50 (0.50)	0.65 (0.65)
Norge	1.55	0.70 (0.65)	1.05 (0.80)	1.25 (1.00)
2-årig swap	2019	2020p	2021p	2022p
USA	1.66	0.30 (0.35)	0.35 (0.45)	0.50 (0.50)
Euroområdet	-0.29	-0.45 (-0.30)	-0.45 (-0.20)	-0.40 (-0.20)
Sverige	0.24	0.00 (0.00)	0.10 (0.10)	0.10 (0.10)
Danmark	-0.17	-0.20 (-0.15)	-0.05 (-0.05)	0.00 (0.00)
Storbritannien	0.8	0.10 (0.15)	0.15 (0.15)	0.25 (0.15)
Norge	1.99	0.45 (0.55)	0.55 (0.60)	0.75 (0.65)
5-årig swap	2019	2020p	2021p	2022p
USA	1.73	0.35 (0.50)	0.55 (0.83)	0.80 (0.95)
Euroområdet	-0.13	-0.40 (-0.18)	-0.30 (-0.03)	-0.20 (0.10)
Sverige	0.39	0.10 (0.15)	0.20 (0.20)	0.30 (0.30)
Danmark	0.01	-0.20 (-0.10)	0.03 (0.08)	0.20 (0.25)
Storbritannien	0.88	0.23 (0.25)	0.33 (0.33)	0.40 (0.40)
Norge	2.01	0.75 (0.70)	0.95 (0.80)	1.10 (1.00)
10-årig swap	2019	2020p	2021p	2022p
USA	1.86	0.65 (0.65)	1.20 (1.20)	1.40 (1.40)
Euroområdet	0.19	-0.25 (-0.09)	-0.05 (0.11)	0.15 (0.36)
Sverige	0.69	0.30 (0.40)	0.45 (0.45)	0.60 (0.70)
Danmark	0.33	0.00 (0.10)	0.15 (0.30)	0.35 (0.55)
Storbritannien	1.02	0.45 (0.50)	0.65 (0.65)	0.80 (0.80)
Norge	2.08	1.05 (1.00)	1.40 (1.15)	1.65 (1.35)

Kilde: Handelsbanken

I parentes: Handelsbankens Konjunkturprognose 26 august 2020

Valutaprognoser

Ultimo året

	2019	2020p	2021p	2022p
EUR/SEK	10.43	10.35 (10.35)	10.20 (10.20)	10.00 (10.00)
USD/SEK	9.29	8.92 (8.63)	8.95 (8.50)	8.77 (8.33)
GBP/SEK	12.31	11.13 (11.90)	11.33 (11.09)	11.63 (11.76)
NOK/SEK	1.06	0.94 (0.99)	0.94 (0.99)	0.95 (0.98)
DKK/SEK	1.40	1.39 (1.39)	1.37 (1.37)	1.34 (1.34)
CHF/SEK	9.61	9.58 (9.58)	9.62 (9.36)	9.43 (9.17)
JPY/SEK	8.55	8.50 (7.84)	8.36 (7.73)	8.12 (7.58)
CNY/SEK	1.33	1.30 (1.23)	1.30 (1.23)	1.27 (1.26)
	2019	2020p	2021p	2022p
EUR/USD	1.12	1.16 (1.20)	1.14 (1.20)	1.14 (1.20)
USD/JPY	108.68	105.00 (110.00)	107.00 (110.00)	108.00 (110.00)
EUR/GBP	0.848	0.930 (0.870)	0.900 (0.920)	0.860 (0.850)
GBP/USD	1.32	1.25 (1.38)	1.27 (1.30)	1.33 (1.41)
EUR/CHF	1.09	1.08 (1.08)	1.06 (1.09)	1.06 (1.09)
USD/CNY	6.96	6.85 (7.00)	6.90 (6.90)	6.90 (6.60)
	2019	2020p	2021p	2022p
EUR/DKK	7.47	7.44 (7.45)	7.45 (7.46)	7.46 (7.46)
SEK/DKK	0.72	0.72 (0.72)	0.73 (0.73)	0.75 (0.75)
USD/DKK	6.65	6.41 (6.20)	6.54 (6.22)	6.54 (6.22)
GBP/DKK	8.81	8.00 (8.56)	8.28 (8.11)	8.67 (8.78)
CHF/DKK	6.88	6.89 (6.89)	7.03 (6.84)	7.04 (6.84)
JPY/DKK	6.12	6.11 (5.64)	6.11 (5.65)	6.06 (5.65)
	2019	2020p	2021p	2022p
EUR/NOK	9.86	11.00 (10.50)	10.90 (10.30)	10.50 (10.20)
SEK/NOK	0.95	1.06 (1.01)	1.07 (1.01)	1.05 (1.02)
USD/NOK	8.79	9.48 (8.75)	9.56 (8.58)	9.21 (8.50)
GBP/NOK	11.64	11.83 (12.07)	12.11 (11.20)	12.21 (12.00)
CHF/NOK	9.09	10.19 (9.72)	10.28 (9.45)	9.91 (9.36)
JPY/NOK	8.08	9.03 (7.95)	8.94 (7.80)	8.53 (7.73)

Kilde: Handelsbanken

I parentes: Handelsbankens Konjunkturprognose 26 august 2020

Analyser – ansvar og forbehold

Risikoadvarsel

Alle investeringer er forbundet med risici, og investor anbefales derfor selv at træffe beslutning om, hvorvidt en investering i nogen af de værdipapirer, der dækkes af denne analyse, er hensigtsmæssig på baggrund af investors konkrete investeringsformål, økonomiske situation og risikovillighed. Et finansielt instruments historiske afkast er ikke en garanti for et fremtidigt afkast. Værdien af finansielle instrumenter kan stige eller falde, og der er ikke sikkerhed for, at man vil få hele den investerede kapital tilbage.

Analyser – ansvar og forbehold (Disclaimer)

Handelsbanken Capital Markets, en division af Svenska Handelsbanken AB (publ) (i det følgende samlet benævnt "SHB"), er ansvarlig for udarbejdelsen af analyserapporter. I Norden er SHB underlagt de respektive finanstilsyn, således Finansinspektionen i Sverige, Finanstilsynet i Norge, Finanssivalvonta i Finland og Finanstilsynet i Danmark. Alle analyserapporter udarbejdes på baggrund af regnskaber og statistikoplysninger samt yderligere informationer, som SHB anser for at være troværdig. SHB har ikke foretaget nogen uafhængig kontrol af oplysningerne, og SHB står ikke inde for, at oplysningerne er korrekte, nøjagtige eller fyldestgørende.

Hverken SHB eller nogen af SHB's koncernforbundne selskaber, deres ledende medarbejdere, direktører eller ansatte vil under nogen omstændigheder være erstatningsansvarlige over for andre for eventuelle direkte, indirekte, specielle skader eller følgeskader, der måtte opstå i forbindelse med anvendelsen af oplysninger i analyserapporterne, herunder uden begrænsning tab af fortjeneste, selv hvis SHB udtrykkeligt er blevet gjort opmærksom på muligheden eller sandsynligheden for skadens opståen.

De synspunkter, der er indeholdt i SHB's analyserapporter, er udtryk for holdningerne hos SHB's ansatte og koncernforbundne selskaber og afspejler nøjagtigt de respektive analytikeres personlige synspunkter pr. dags dato og er med forbehold for ændringer. Der er ingen sikkerhed for, at fremtidige begivenheder vil være i overensstemmelse med sådanne synspunkter. Enhver analytiker, der nævnes ved navn i nærværende analyserapport, står inde for, at de synspunkter, der fremføres heri og tillægges denne analytiker, nøjagtigt afspejler dennes individuelle syn på de virksomheder eller de værdipapirer, der omtales i analyserapporten.

SHB udarbejder alene analyserapporter til orientering. Oplysningerne i analyserapporterne udgør ikke nogen personlig anbefaling eller tilpasset investeringsrådgivning, og sådanne rapporter og synspunkter bør ikke danne grundlag for investeringsmæssige eller strategiske beslutninger. Nærværende dokument udgør hverken helt eller delvist et tilbud om salg eller tegning af værdipapirer eller nogen tilskyndelse til accept af et tilbud om at købe eller tegne værdipapirer. Ligeledes udgør dokumentet ikke på nogen måde noget kontraktligt eller forpligtende grundlag. Det er ikke sikkert, at en tidligere udvikling gentages, og tidligere udvikling bør ikke ses som en indikation på fremtidig udvikling. Værdien af investeringer og afkastet derfra kan både falde og stige, og investorer kan risikere at tabe hele den oprindeligt investerede kapital. Investorerne har ingen garanti for at tjene på investeringer, og de risikerer at tabe penge. Valutakurser kan medføre, at værdien af udenlandske investeringer og afkastet derfra stiger eller falder. Nærværende analyseprodukt opdateres løbende.

SHB's analyserapporter eller dele heraf må ikke gengives eller videregives til tredjemand uden SHB's forudgående skriftlige samtykke. I nogle jurisdiktioner kan videregivelse af nærværende dokument være begrænset ved lov, og de personer, der kommer i besiddelse af nærværende dokument, bør holde sig orienteret om – og overholde – sådanne begrænsninger.

Rapporten dækker ikke nogen form for juridiske eller skattemæssige aspekter i forbindelse med udsteders planlagte eller nuværende gældsemissioner.

Vær opmærksom på følgende vigtige erklæringer vedrørende videregivelse af analyseoplysninger:

SHB-medarbejdere, herunder analytikere, aflønnes på grundlag af virksomhedens generelle lønsomhed. Aflønning af analytikere er ikke baseret på specifikke serviceydelser inden for Corporate Finance eller Debt Capital Markets. Ingen del af analytikernes aflønning er eller vil være direkte eller indirekte relateret til konkrete anbefalinger eller synspunkter ifølge analyserapporter.

SHB og/eller dennes koncernforbundne selskaber kan til enhver tid levere serviceydelser inden for Investment Banking mv., herunder corporate banking og rådgivning om værdipapirer, til et hvilket som helst af de selskaber, der nævnes i SHB's analyser.

Vi kan fungere som rådgiver og/eller mægler for et hvilket som helst af de selskaber, der nævnes i vores analyser. SHB kan også gå efter Corporate Finance-opgaver for sådanne selskaber.

Vi køber og sælger værdipapirer, der er nævnt i vores analyser, fra kunder for egen regning. Vi kan derfor nå som helst have en kort eller lang position i sådanne værdipapirer. Vi kan også fungere som prisstiller (*market maker*) i værdipapirer i alle de selskaber, der er nævnt i denne rapport. [Yderligere information og relevante oplysninger findes i vores analyserapporter.]

SHB, bankens koncernforbundne selskaber, deres respektive klienter, direktører, bestyrelsesmedlemmer eller medarbejdere kan eje eller have positioner i værdipapirer, der er nævnt i analyserapporter.

I forbindelse med ydelser vedrørende finansielle instrumenter kan Banken under visse omstændigheder betale eller modtage tilskyndelser, dvs. gebyrer eller provisioner fra andre parter end kunden. Sådanne tilskyndelser kan være i form af både økonomiske eller ikke-økonomiske fordele. Hvis tilskyndelser betales til eller modtages fra tredjemand, er det en betingelse, at betalingen skal sigte mod at forbedre kvaliteten af ydelsen og betalingen må ikke forhindre Banken i at sikre kundens interesser. Kunden skal oplyses om eventuelle betalinger, som Banken modtager. Når Banken tilvejebringer investeringsanalyser, modtager Banken alene mindre ikke-økonomiske fordele. Sådanne mindre ikke-økonomiske fordele består af følgende:

- Oplysninger eller dokumentation om et finansielt instrument eller en investeringsydelse, der er af generel karakter.
- Skriftligt materiale frembragt af tredjemand, som er en udsteder, der er i gang med at markedsføre en ny emission.
- Deltagelse i konferencer og seminarer vedrørende et specifikt instrument eller en specifik investeringsydelse.
- Forplejning og/eller underholdning op til et rimeligt beløb.

Banken har vedtaget Retningslinjer for Analyser, som har til hensigt at sikre analytikernes og analyseafdelingens integritet og uafhængighed samt at identificere faktiske eller mulige interessekonflikter i forhold til analytikere eller banken og at løse sådanne konflikter ved at eliminere eller begrænse dem og/eller fremlægge sådanne oplysninger, som måtte være hensigtsmæssige. Som en del af kontrollen med interessekonflikter har banken indført restriktioner (vandtætte skotter) i kommunikationen mellem analyseafdelingen og andre afdelinger i banken. Endvidere er analyseafdelingen organisatorisk adskilt fra Corporate Finance-afdelingen og andre afdelinger med lignende ansvarsområder. Retningslinjerne for Analyse omfatter også regler for, hvordan betaling, bonus og løn må udbetales til analytikere, hvilke markedsføringsaktiviteter en analytiker må deltage i, hvordan analytikere skal håndtere egne og nærtstående parters værdipapirtransaktioner mv. Derudover er kommunikationen mellem analytikerne og pågældende selskaber underlagt restriktioner. I henhold til bankens etiske retningslinjer for Handelsbanken-koncernen skal bestyrelsen og alle bankens medarbejdere udvise høj etik i udførelsen af deres

ansvarsområder i banken såvel som andre arbejdsopgaver. For fuldstændige oplysninger om bankens etiske retningslinjer henvises til bankens hjemmeside www.handelsbanken.com [Vælg: *About the bank – Sustainability at Handelsbanken – Sustainability – Policy documents and guidelines – Policy documents – Policy for ethical standards in the Handelsbanken Group*]. (Dokumenterne er på engelsk). Handelsbanken har NUL-tolerance over for bestikkelse og korruption. Dette er fastlagt i koncernens politik vedrørende bestikkelse og korruption. Forbuddet mod bestikkelse omfatter også et forbud mod at opfordre til, arrangere eller acceptere bestikkelse beregnet for medarbejderens familie, venner, forretningsforbindelser eller bekendte. For fuldstændige oplysninger om bankens anti-korrupsionsretningslinjer henvises til bankens hjemmeside www.handelsbanken.com [Vælg: *About the bank – Sustainability at Handelsbanken – Sustainability – Policy documents and guidelines – Policy documents – Policy against corruption in the Handelsbanken Group*]. (Dokumenterne er på engelsk)

Ved udsendelse i UK

SHB udsender analyserapporter i UK.

SHB er godkendt af de finansielle tilsynsmyndigheder i Sverige (Finansinspektionen) og UK (Prudential Regulation Authority (PRA)), og er underlagt visse regler fastsat af de engelske tilsynsmyndigheder PRA og Financial Conduct Authority (FCA). Nærmere oplysninger om omfanget af SHB's godkendelse samt de regler, der er fastsat af PRA og FCA, kan rekvireres ved henvendelse til SHB.

Kunder i UK bør bemærke, at de i forbindelse med nærværende analyserapport ikke er omfattet af reglerne til beskyttelse af erhvervsinvestorer (*Financial Services Compensation Scheme*) eller af FCA's regler i henhold til den engelske fondsbørslov af 2000 (*UK Financial Services and Markets Act 2000*) (med senere ændringer) til beskyttelse af privatkunder.

Nærværende dokument må i UK kun udsendes til personer, der er godkendt, eller personer, der er undtaget inden for betydningen af den engelske fondsbørslov af 2000 (med senere ændringer) (eller eventuelle bekendtgørelser til samme) eller (i) til personer, der har professionel erfaring med forhold, der vedrører investeringer i henhold til Artikel 19(5) i Bekendtgørelsen af 2005 til den engelske fondsbørslov af 2000 (*Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotion) Order 2005* ("Bekendtgørelsen")), (ii) til højtformuende enheder (*high net worth entities*) efter Bekendtgørelsens Artikel 49(2)(a)-(d), eller (iii) til personer, som er professionelle klienter efter Kapitel 3 i FCA's forretningsorden (*Conduct of Business Sourcebook*) (i det følgende samlet benævnt "Relevante Personer").

Ved udsendelse i USA

Vigtigt angående videregivelse af tredjepartsanalyser:

SHB's analyser er ikke udarbejdet til globalt brug og modtagere af SHB's analyser skal være opmærksomme på, at i USA distribueres SHB's analyser af Handelsbanken Markets Securities, Inc., ("HMSI"), et af SHB's koncernforbundne selskaber. HMSI udarbejder ikke analyser og har ikke nogen analytikere ansat. SHB's analyser og SHB's analytikere er ikke underlagt FINRA's regler for analytikere, som har til formål at forhindre interessekonflikter ved bl.a. at forbyde visse aflønningsformer, begrænse analytikernes handel samt kommunikationen med de virksomheder, der er behandlet i analyserapporterne. SHB er ikke tilknyttet og har ikke noget forretningsmæssig eller aftalebaseret forhold til HMSI, der med rimelig sandsynlighed vil have en indvirkning på SHB's analyserapporter. Alle beslutninger vedrørende indholdet af analyserapporter træffes uden nogen former for input fra HMSI.

SHB's analyserapporter er i USA udelukkende beregnet til videregivelse til "større institutionelle investorer" i henhold til Rule 15a-6 i den amerikanske fondsbørslov (*Securities Exchange Act of 1934*). Alle større amerikanske institutionelle investorer, som modtager en kopi af en analyserapport, tilkendegiver og accepterer ved modtagelse af rapporten, at de ikke vil videregive analyserapporten eller gøre den tilgængelig for andre.

Amerikanske personer, der modtager SHB's analyserapporter og ønsker at handle med en af de aktier, der omtales og gennemgås i disse rapporter, skal henvende sig til HMSI. HMSI er medlem af FINRA, tlf. nr. (+1-212-326-5153)

Macro Research and Trading Strategy

Macro Research

Lena Fahlén	Head of Global Research	+46 8 701 83 29	Denmark		
Christina Nyman	Head of Macro Research and Chief Economist	+46 8 701 51 58	Jes Asmussen	Head, Macro Research, Denmark	+45 46 79 12 03
			Rasmus Gudum-Sessingø	Senior Economist, Denmark	+45 46 79 16 19
Web Editor			Norway		
Terese Loon		+46 8 701 28 72	Kari Due-Andresen	Head, Macro Research, Norway	+47 22 39 70 07
			Nils Kristian Knudsen	Senior Strategist FX/FI	+47 22 82 30 10
Sweden			Marius Gonsholt Hov	Senior Economist, Norway	+47 22 39 73 40
Helena Bornevall	Scenario Analysis and Senior Economist	+46 8 701 18 59	Halfdan Grangård	Senior Economist, Norway	+47 22 39 71 81
Johan Löf	Senior Economist, Sweden	+46 8 701 5093	UK		
Anders Bergvall	Senior Economist, Thematic Analysis and US	+46 8 701 8378	James Sproule	Chief Economist, UK	+44 7812 4861 87
Erik Meyersson	Senior Economist, Eurozone	+46 8 701 1412	Trading Strategy		
Finland			Claes Måhlén	Chief Strategist	+46 8 463 45 35
Timo Hirvonen	Chief Economist, Finland	+358 10 444 2404	Nils Kristian Knudsen	Senior Strategist FX/FI	+47 22 82 30 10
Janne Ronkanen	Senior Economist, Finland	+358 10 444 2403	Lars Henriksson	Senior Strategist FX	+46 8 463 45 18
			Kiran Sakira	Senior Strategist FX	+46 8 701 46 14
			Johanna Högfeldt	Fixed Income Strategist	+46 8 701 17 11

Debt Capital Markets

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

Sales

Fixed Income Sales

Henrik Franzén	+46 8 701 11 41
----------------	-----------------

Corporate Sales

Bo Fredriksson	+46 8 701 345 31
----------------	------------------

FX Sales

Håkan Larsson	+46 8 701 345 19
---------------	------------------

Syndication

Thomas Grandin	+46 8 701 345 83
----------------	------------------

Regional sales

Amsterdam

Annelies Pruik	+31 204 127 668
----------------	-----------------

Copenhagen

Kristian Nielsen	+45 46 79 12 69
------------------	-----------------

Gothenburg

Björn Torsteinsrud	+46 31 774 83 39
--------------------	------------------

Gävle

Petter Holm	+46 26 172 103
-------------	----------------

Helsinki

Mika Rämänen	+358 10 444 62 20
--------------	-------------------

Linköping

Fredrik Lundgren	+46 13 28 91 10
------------------	-----------------

London

Chris Yoxall	+44 207 578 86 20
--------------	-------------------

Luleå/Umeå

Ove Larsson	+46 90 154 719
-------------	----------------

Malmö

Fredrik Lundgren	+46 40 243 900
------------------	----------------

Oslo

Petter Fjellheim	+47 22 82 30 29
------------------	-----------------

Stockholm

Malin Nilén	+46 8 701 27 70
-------------	-----------------

Toll-free numbers

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

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

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

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

Within the US
1-800 396-2758

Svenska Handelsbanken AB (publ)

Stockholm

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

Copenhagen

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

Helsinki

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

Oslo

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

London

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

New York

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