Macro Research

Konjunkturprognose Danmark

April 28, 2021

På vej mod friheden

- Genåbning baner vejen for stærkt opsving efter vinterens nedlukning
- Privatforbruget vil trække genopretningen i første omgang
- Glohedt boligmarked køler forhåbentligt ned



Handelsbanken

Indhold

Hjemmemarkedsoverblik 3

Danmark

På vej mod friheden 4

Global baggrund

Ulige kapløb mod fælles mål 10

Nøgletal 15

Analyser – ansvar og forbehold 18

Hjemmemarkedsoverblik

For en mere udførlig beskrivelse af udviklingen på Handelsbankens hjemmemarkeder henviser vi til vores engelske udgave af Konjunkturprognosen, som du kan finde ved at klikke her.

Globalt: Ulige kapløb mod fælles mål
Imens vi alle ser frem imod en ende på restriktionerne, udrulles vaccinationerne i et meget varierende tempo rundt omkring i verden, hvor især udviklingslande halter efter de udviklede økonomier. Herudover har pandemien forstærket eksisterende uligheder internt i de enkelte lande, delvist som følge af kraftigt stigende aktivpriser. Den globale industriproduktion er allerede oppe i tempo, og den tilbageværende genopretning af verdensøkonomien vil blive trukket af en bedring i privatforbruget, i takt med at restriktionerne løftes. Økonomierne i den udviklede del af verden er dog yderst afhængig af økonomisk politisk stimulans. På det punkt bryder USA alle rekorder, og det har rejst spørgsmål om hvorvidt en kraftig stigning i inflationen er lige om hjørnet. Inflationen vil da også stige i år, men efterfølgende venter vi, at den vil aftage igen, og det indikerer lave pengepolitiske renter i lang tid endnu. Vi venter at Fed først vil begynde en neddrosling af dens obligationsopkøb i begyndelsen af næste år.

UK: Foden på speederen
Storbritanniens økonomi kan endelig se et klarere lys for enden af nedluknings-tunnellen. Den første del af de gode nyheder er, at den aktuelle nedlukning har haft mindre negativ effekt på den overordnede økonomi i forhold til sidste år, da mange virksomheder har fundet ud af at holde i hvert fald dele af forretningen kørende normalt. Det sande håb er dog, at åbningen af skolerne og butikkerne samt et løfte om at de indenlandske restriktioner vil være væk i løbet af sommeren, vil medføre et forbrugs- og investeringsdrevet opsving.

Sverige: Pæn efterspørgsel trods restriktioner
Den svenske økonomi er blevet mere modstandsdygtig over for pandemien. Til trods for en stramning af restriktionerne var der således en bedring i den økonomiske aktivitet i den første del af 2021. Opsvinget ventes imidlertid ikke for alvor at tage fart før tredje kvartal, trukket af en bedring i forbruget af tjenester, når restriktionerne på det tidspunkt forhåbentligt er blevet løftet. Arbejds-markedet ventes også at rette sig i takt med bedringen i økonomien, og arbejdsløsheden ventes at falde tilbage til 7% ved udgangen af 2023. Vi forventer, at Riksbanken vil afholde sig fra at genintroducere negative renter til trods for meget afdæmpede udsigter for inflationen.

Norge: Privatforbruget er i førersædet
Regeringen har bevæget sig i retning af en trinvis genåbning af økonomien. I takt med at vaccineudrulningen tager fart, venter vi en mere omfattende genåbning af økonomien til efteråret. På kort sigt er udsigterne stadig usikre, men vi føler os overbeviste om, at privatforbruget vil stige markant så snart en bredere vifte af restriktionerne er blevet løftet. Norges Bank ventes imidlertid at antage en forsigtig tilgang indtil opsvinget for alvor har taget fat. En første renteforhøjelse vil derfor nok ikke materialisere sig før sidst på året.

Danmark: På vej mod friheden
Som ventet har nedlukningen hen over vinteren med stor sandsynlighed ført til et signifikant fald i BNP I første kvartal, også sammenlignet med vores andre hjemmemarkeder. Restriktionerne er imidlertid nu i gang med at blive lempet i et hurtigere tempo end tidligere antaget, hvilket baner vejen for et økonomisk opsving ført an af privatforbruget samt stærkere udsigter for den globale økonomi. Vi har løftet vores forventning til BNP-væksten i 2021, og forventer nu, at aktiviteten vil være vendt tilbage til sit før-krise niveau allerede ved udgangen af året.

Finland: Der burde være bedre dage forude
En påbegyndt lempelse af restriktionerne og en acceleration i vaccineudrulningen har bedret udsigterne for den finske økonomi. Frigørelsen af opsparet efterspørgsel burde accelerere det økonomiske opsving i andet halvår, og vi har opjusteret vores BNP-skøn for både 2021 og 2022. Privatforbruget ses som den primære drivkraft, men med tiltagende støtte fra nettoeksporten og investeringerne. Inflationen ventes at stige mærkbart i år, og bør forblive omkring 1,5% efterfølgende. Arbejdsmarkedet ventes også at udvise bedring i 2022-23, og ledigheden ventes at være faldet under sit før-krise niveau i 2023.

Holland: Stædig pandemi gør ondt
Økonomien har igennem pandemien udvist en relativ høj modstandskraft, primært som følge af styrken i den eksportorienterede fremstillingssektor. Den seneste virusbølge har imidlertid tæret på kræfterne og på linje med resten af euroområdet har vaccine-udrulningen været langsom. Vi venter først et egentligt opsving i løbet af andet halvår 2021.

Danmark

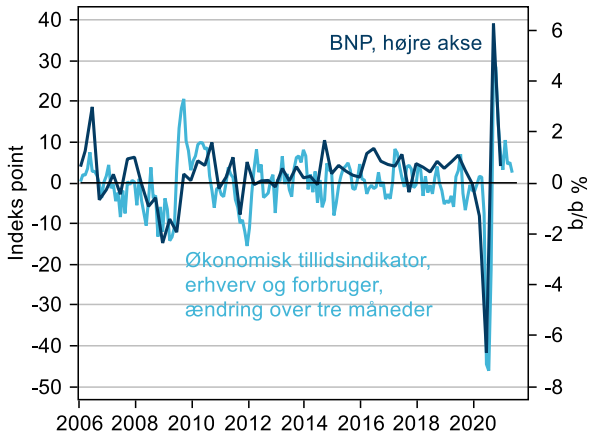
På vej mod friheden

Nedlukningen hen over vinteren satte som forventet genopretningen af dansk økonomi i bakgear, men restriktionerne er nu i gang med at blive lempet i et hurtigere tempo end tidligere antaget. Det baner vejen for, at det økonomisk opsving kan komme på sporet igen ført an af privatforbruget samt solide udsigter for den globale økonomi. Vi forventer nu, at aktiviteten vil være vendt tilbage til sit før-krise niveau allerede ved udgangen af året, og arbejdsløsheden har allerede pilen nedad igen. Boligmarkedet er glohedt, og advarselslamperne er begyndt at blinke. Nationalbanken ventes nu at sætte renten ned som følge af et fortsat styrkelsespres på DKK over for EUR.

To skridt frem – et tilbage

Dansk økonomi oplevede på linje med de fleste andre lande et solidt opsving umiddelbart efter det historiske dyk i den økonomiske aktivitet fra nedlukningen i det tidlige forår sidste år. De seneste revisioner af nationalregnskabet viser endda, at genopretningen i 3. kvartal var væsentligt stærkere end først antaget, og BNP-væksten er blevet opjusteret til nu 'kun' at vise et fald på 2,7% i 2020. Det forstærker det overordnede indtryk af, at Danmark indtil videre er kommet bedre gennem krisen end mange andre lande. Desværre oplevede vi i løbet af efteråret og vinteren en ny markant og hurtig opblussen af virusudbruddet både herhjemme og i udlandet, som betød genindførelser af restriktioner for at få virussen under kontrol. Det satte som ventet en bremse på genopretningen af dansk økonomi, der dog formåede at slutte året med positiv vækst.

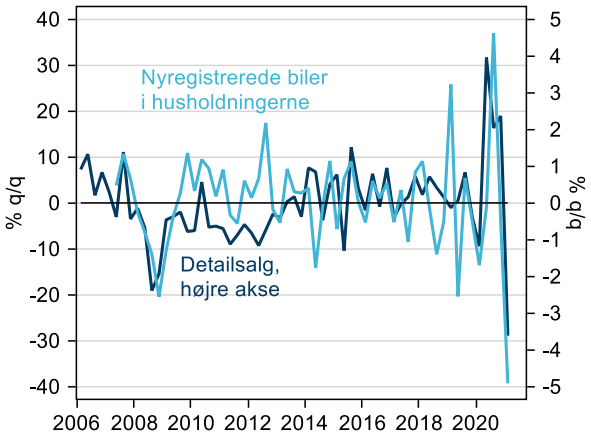
Stærk genopretning gik i stå igen



Kilde: Macrobond

Det positive vækstbillede har dog ændret sig i 1. kvartal, hvor den hastige smittespredning og frygten for nye virusmutationer var medvirkende til, at Danmark blev ramt af en relativ hård nedlukning – også hårdere end under pandemiens første fase. De nye virusrestriktioner ramte igen især privatforbruget som følge af manglende forbrugsmuligheder, som afspejlet i markante fald i både detail- og bilsalget i begyndelsen af det nye år. Det store fald i detailsalget hen over vinteren var dog også trukket af en vis grad af tilbagebetaling fra et markant løft i forbruget af varer i løbet af efteråret, dels som følge af udbetalingen af den første runde feriepenge i oktober og dels som følge af manglende muligheder for at bruge penge på oplevelser og rejser.

Privatforbuget hårdt ramt af nedlukning



Kilde: Macrobond

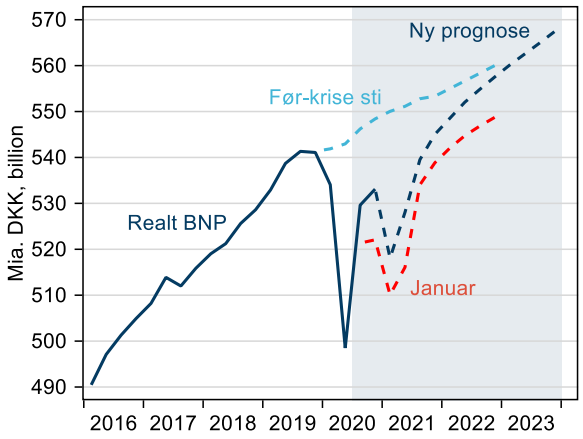
Mens den allerede udfordrede oplevelsessektor naturligvis blev yderligere hårdt ramt af nedlukningen, så kan vi på den positive side dog glæde os over, at andre dele af økonomien såsom industrien og byggesektoren har klaret sig bedre gennem nedlukningen i forhold til hvad vi så sidste forår. Det afspejles også i erhvervstillidsindikatoren, der peger på en mere begrænset økonomisk nedtur i denne omgang. Det til trods for, at nedlukningen af økonomien varede i længere tid. Det ændrer dog efter vores vurdering ikke ved, at BNP aftog markant i 1. kvartal, trukket af et nyt stort fald i privatforbruget.

Genåbning begyndt – økonomien følger med

Mens økonomien ventes at være skrumpet hen over vinteren, har restriktionerne imidlertid også medvirket til at få smittespredningen under kontrol i et sådant omfang, at en genåbning af samfundet er blevet påbegyndt. Det begrænsede smittetal i kombination med udrulningen af vaccinerne har endda ført til en

lempelse af restriktionerne i et noget hurtigere tempo, end hvad vi antog i vores forrige konjunkturprognose fra januar. Til trods for, at der naturligvis stadig kan forekomme utilsigtede hændelser, peger pilen således nu i retning af, at de fleste restriktioner herhjemme vil blive løftet i de kommende måneder. Dermed er der udsigt til, at det opsving, der blev sat på pause af vinterens virusudbrud, kan komme på sporet igen. Det venter vi i første omgang vil blive trukket af en kraftig fremgang i privatforbruget fra de velpolstrede husholdninger på linje med erfaringerne fra genåbningen af økonomien sidste år. Dermed følger udviklingen i store træk vores prognose fra januar, om end fra et noget stærkere udgangspunkt.

På vej ud af W'et igen



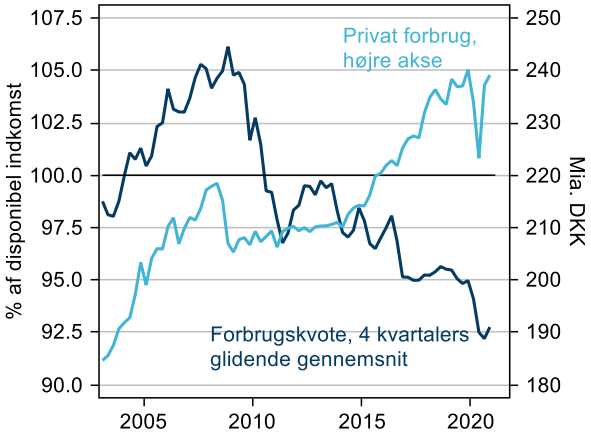
Kilder: Macrobond og Handelsbanken

De aktuelt mere gunstige genåbningsplaner betyder, at husholdningernes forbrugsmuligheder ses at vende hurtigere tilbage, end hvad vi ventede i januar. Derfor forventer vi nu, at en større del af opsvinget i privatforbruget vil finde sted i 2. kvartal, i forhold til hvad vi ventede i vores forrige konjunkturprognose. I kombination med den stærkere afslutning på 2020 har vi på den baggrund opjusteret vores skøn for BNP-væksten i 2021. Den svage begyndelse på året betyder imidlertid, at vi fortsat venter, at den økonomiske vækst for i år som helhed vil være relativt afdæmpet i omegnen af 1,7% (mod 1,3% i januar), mens den fulde styrke af genopretningen vil være mere tydelig i vækststallene til næste år med en BNP-vækst tæt på 4%. Det ændrer dog ikke på, at der nu er udsigt til, at den økonomiske aktivitet vil være vendt tilbage til sit før-krise-niveau allerede ved udgangen af i år. I 2023 venter vi, at BNP- væksten vil bremse op igen til i underkanten af 2%, i takt med at produktionsgabet lukkes. Trods vores positive forventninger til udviklingen i dansk økonomi, er det dog værd at understrege, at der nok stadig vil gå noget tid før end vi er vendt tilbage til helt normale tilstande. Der er også fortsat risiko for bump på vejen, hvor bl.a. det aktuelt stigende smittetryk på globalt plan skaber en vis grad af usikkerhed om de økonomiske udsigter. Og selv hvis tingene flasker sig, og den globale økonomi kommer op i tempo, så fremkommer der andre spørgsmålstegn fra for eksempel et stigende inflationspres og fra effekterne af en mulig tilbagerulning af den meget lempelige pengepolitik fra verdens centralbanker.

Privatforbruget skal trække læsset

Efter den markant dårlige begyndelse på året er vi allerede begyndt at se de første konturer af det ventede stærke opsving i privatforbruget, i takt med at økonomien åbner op. Bilsalget er således allerede vendt tilbage til mere 'normale' niveauer i marts, hvor også detailsalget steg markant, efter at butikkerne og bilforhandlerne åbnede op igen. En væsentligt årsag til vores positive forventninger til udviklingen i forbruget er bl.a., 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. Det har sammen med begrænsede muligheder for at bruge penge, som følge af de indførte restriktioner, ført til et betydeligt fald i forbrugskvoten (forbruget som andel af indkomsten). Den akkumulerede opsparing under pandemien i kombination med udbetalingen af de sidste to ugers feriepenge i marts skaber således rammen for et markant forbrugsløft, i takt med at restriktionerne lempes.

Forbrugerne har sparet op

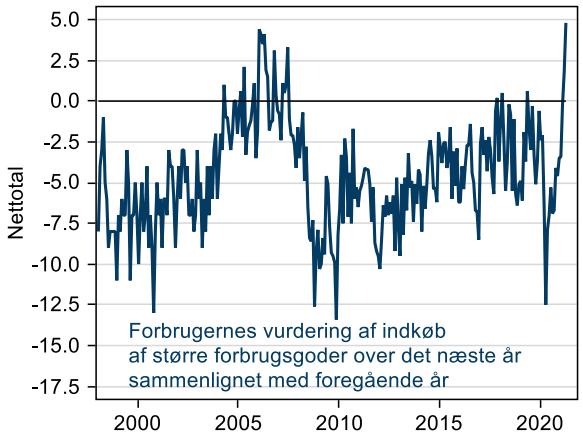


Kilde: Macrobond

Udsigten til, at husholdningerne vil bruge af de opsparede midler understøttes også af, at pessimismen blandt forbrugerne har været langt mindre end under den første nedlukning i foråret. I april steg forbrugertilliden således til det højeste niveau siden marts sidste år, og det var endda før den seneste annoncering af de yderligere genåbningsplaner. At forbrugerne er villige til at bruge penge understøttes også af en stigning i vurderingen af, hvor meget man

vil bruge på større forbrugsgoder over det kommende år, til det højeste niveau nogensinde opgjort.

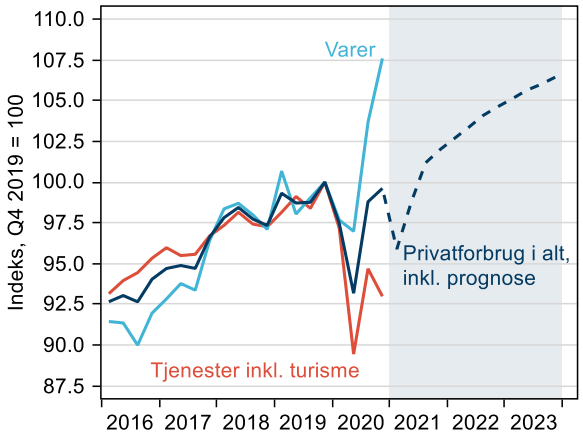
Forbrugslysten har aldrig været større



Kilder: Macrobond

Vi venter, at opsvinget i privatforbruget hen over foråret og sommeren i vid udstrækning vil være trukket af en normalisering af det pandemi-begrænsede tjeneste-forbrug såsom hoteller, restauranter og kulturliv. Disse er dog fortsat underlagt visse restriktioner såsom vaccinepas, men genåbningen vil alligevel nok medføre, at mange vil tage revanche fra det tabte år på den front. Denne tendens vil blive forstærket i takt med, at en øget vaccineudrulning forhåbentligt giver plads til at de resterende restriktioner på krav om afstand og åbningstider løftes. Der er dog formentligt en grænse for, hvor mange ekstra restaurationsbesøg man vil foretage.

Mindre potentiale for stigning i vareforbruget?



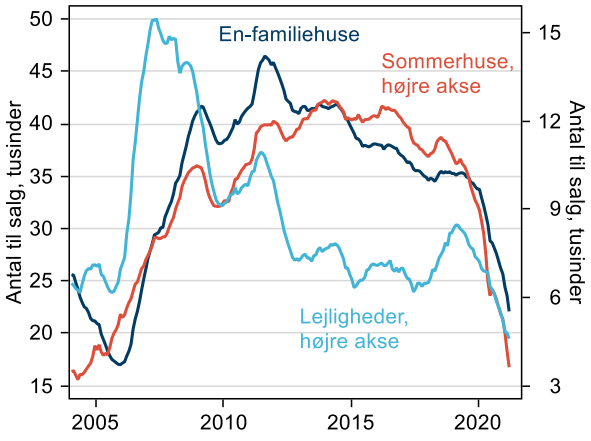
Kilder: Macrobond og Handelsbanken

Hertil kommer også, at sammensætningen af forbruget har ændret sig under pandemien i retning af varige goder, hvormed der er risiko for, at den opsparede efterspørgsel efter disse varer måske ikke er helt så stor som forbrugertillidsundersøgelsen ellers peger på. Endvidere er det også muligt, at en del af de opsparede midler i husholdningerne er gået til boliginvesteringer eller boligkøb, hvilket også kan begrænse forbrugspotentialet. En gradvis genopretning af forbrugskvoten ventes dog at understøtte forbrugsvæksten også til næste år.

Glohedt boligmarked

Et af de mere bemærkelsesværdige fænomener under pandemien har været den ekstreme aktivitet på boligmarkedet. Udviklingen i både priser og handelsaktivitet er endda fortsat med ufortrøden styrke i løbet af 1. kvartal i år til trods for nedlukningen af økonomien. Den stærke udvikling skal formentligt i vid udstrækning tilskrives gunstige finansieringsforhold som følge af de lave renter under krisen kombineret med stigninger i husholdningernes disponible indkomster. Der er dog formentligt også et adfærdsmæssigt aspekt bag udviklingen, hvor nedlukningen af økonomien formentligt både har ført til overvejelser af og øget fokus på egne boligforhold samt et øget boligforbrug som følge af en begrænsning af andre muligheder for forbrug. Endvidere har udbuddet af boliger ikke kunnet følge med den stærke handelsaktivitet. Udbuddet af boliger til salg er således styrtdykket under pandemien – ikke mindst for lejligheder, hvor der i dag er færre til salg, end da det gik allerstærkest forud for finanskrisen. Det har formentligt også medvirket til at forstærke det opadgående pres på priserne.

Udbuddet af boliger er banket i bund

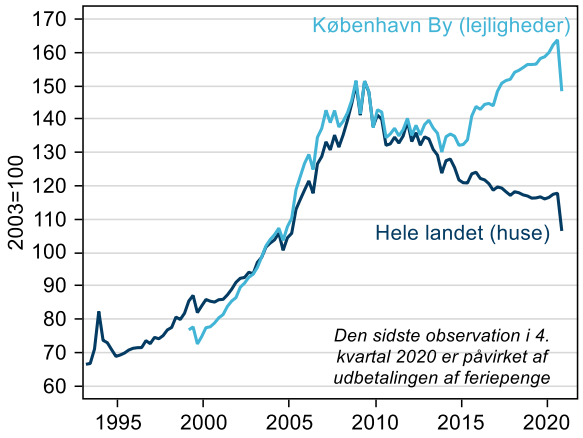


Kilde: Macrobond

Den voldsomme stigning i både antallet af handler og boligpriser til nye rekorder har givet anledning til bekymringer, om hvorvidt vi er i gang med at opbygge en boble på boligmarkedet. En boligboble er defineret ved en kraftig prisstigning, som ikke kan forklares ud fra økonomiske faktorer som eksempelvis beskæftigelse, indkomstniveau, befolkningsstørrelse, renteniveau og skatter, men hvor priserne presses i vejret af spekulation i forventning om, at priserne vil stige endnu mere i morgen med øget gældsætning til

følge. Problemet med bobler er imidlertid, at vi først ved at der er tale om en boble, efter at den er bristet. Ser vi på udviklingen i boligpriserne i forhold til udviklingen i indkomsterne er der dog for indeværende ikke tegn på, at boligmarkedet som helhed er i farezonen endnu. Der er heller ikke tegn på, at det overordnet set er en kraftig øget gældsætning, der trækker priserne i vejret som tilfældet var det op til finanskrisen. Billedet er dog lidt anderledes for lejligheder i for eksempel København By, hvor især gældsætningen i forhold til indkomsterne i dag er højere end under finanskrisen, til trods for tiltag de senere år, der har haft til hensigt at begrænse gældsfaktoren. Det har også ført til spekulationer om yderligere indgreb på boligmarkedet for at begrænse de kraftige prisstigninger.

Gæld til indkomst er steget i København



Kilde: Det Systemiske Risikoråd

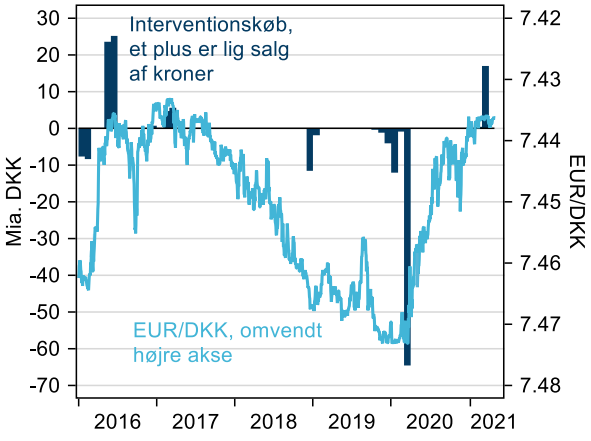
Selv om advarselslamperne blinker skarpest for det trods alt mindre lejlighedssegment, er det dog også klart, at jo længere tid boligpriserne fortsætter med at stige i det nuværende tempo, jo større bliver også risikoen for en negativ korrektion på et senere tidspunkt. Der er imidlertid indtil videre ikke tegn på samme ustabilitet på boligmarkedet generelt som op til finanskrisen. Vi venter dog, at boligmarkedet vil begynde at køle ned i løbet af andet halvår, hvor udsigten til (svagt) stigende renter i kombination med den seneste tids prisstigninger vil øge boligbyrden i et omfang, som gør det sværere for nye købere at komme ind på boligmarkedet. Hertil kommer en forventning om et stigende udbud af boliger til salg samt en normalisering af adfærdseffekten fra coronakrisen, i takt med at økonomien åbnes op. Det ventes at tage dampen af prisvæksten fra andet halvår og frem. Den såkaldte bløde landing, som vi forudser for boligmarkedet, kan dog blive truet, hvis renterne stiger kraftigere end vi antager i vores prognose.

Pres på kronen får Nalen på banen

I marts i år gennemførte Nationalbanken en såkaldt teknisk tilpasning af sine pengepolitiske instrumenter, som medførte, at den toneangivende indskudsbevisrente blev sat op fra -0,6% til -0,5%. Der var dog i princippet ikke tale om en egentligt renteforhøjelse, da den tidligere såkaldte foliorente samtidigt blev sat lig indskudsbevisrenten, hvormed bankerne ikke længere har mulighed for at placere et (begrænset) antal midler til 0% i Nationalbanken. Endvidere er der nu blot tale om én rente på udlån, som blev fastsat på -0,35%. Dermed findes der nu kun to entydige renter for henholdsvis ind- og udlån, hvor spændet imellem disse fremadrettet skal sætte tonen for, samt sikre en mere stabil udvikling i, pengemarkedsrenterne. Som udgangspunkt var disse ændringer som nævnt af teknisk karakter og ikke foretaget med henblik på at påvirke niveauet for kursen på DKK over for EUR.

Der er da heller ikke tegn på, at tilpasningen har svækket styrkelsespresset på DKK, der de sidste par måneder har ligget på et niveau over for EUR, der har givet anledning til intervention i form af salg af DKK fra Nationalbankens side. Vi venter, at Nationalbanken fortsat vil intervenere for at imødegå presset for en stærkere DKK, og vi ser nu overvejende sandsynlighed for, at det vil udløse en nedsættelse af indskudsbevisrenten fra -0,5% til -0,6% inden for de kommende måneder, hvorefter den ventes uændret i resten af vores prognosehorisont. Rentenedsættelsen ventes dog kun at have en begrænset effekt på obligationsrenterne, der i højere grad ventes at følge tendensen til moderat stigende renter i euroområdet.

EUR/DKK har ramt Nalens smertergrænse



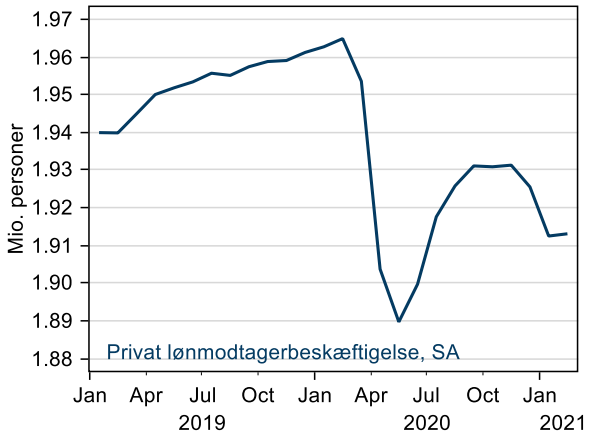
Kilder: Macrobond

Modstandsdygtigt arbejdsmarked

Sidste forår satte den abrupte opbremsning i økonomien sig hurtigt markante spor på arbejdsmarkedet, hvor mere end 75.000 jobs forsvandt på bare tre måneder. Havde det ikke været for hjælpepakkerne samt især lønkompensationsordningen, havde udviklingen formentligt set meget værre ud. I takt med genåbningen vendte en stor del af jobbene imidlertid tilbage igen i et markant højere

tempo end set under tidligere kriser. I november sidste år var mere end 50.000 personer således allerede kommet i beskæftigelse igen, om end en del af bedringen kan tilskrives stigende offentlig beskæftigelse. I takt med virussens opblussen og genindførelsen af restriktioner gik bedringen i den private beskæftigelse således i stå i løbet af efteråret. Hen over vinteren har nedlukningen af økonomien sendt genopretningen på arbejdsmarkedet i bakgear igen, med et fald i beskæftigelsen og nye optag på den genindførte lønkompensationsordning.

Nedlukning gjorde mindre ondt på arbejdsmarked



Kilde: Macrobond

Det er imidlertid tydeligt, at arbejdsmarkedet i denne omgang har været væsentligt mere modstandsdygtigt i forhold til nedlukningen i foråret sidste år. Efter at være faldet i december og januar steg den private beskæftigelse således – om end meget moderat – i februar. Ganske vist faldt beskæftigelsen inden for de hårdest pandemiramte brancher såsom hoteller og restauranter samt kultur og fritid yderligere, men et højere aktivitetsniveau i andre dele af økonomien såsom industri og byggeri, har medvirket til at begrænse de værste negative effekter på arbejdsmarkedet.

Med den påbegyndte genåbning af økonomien ventes bunden for beskæftigelsen da også allerede at være nået, og vi venter en solid beskæftigelsesvækst i de kommende måneder, på linje med den hurtige genopretning vi så efter genåbningen sidste år. De daglige tal fra beskæftigelsesministeriet over udviklingen i antallet af tilmeldte ledige peger da også på, at arbejdsløsheden ser ud til at have toppet i denne omgang. Vi forventer dog, at der er udsigt til en vis strukturel tilpasning på arbejdsmarkedet efter krisen. De betyder, at en del af jobtabene over det seneste år formentligt er af mere permanent karakter. Vi forventer således, at der fortsat vil gå noget tid før end at ledigheden er tilbage på niveauet fra før krisen, da de tabte job skal erstattes af nye jobfunktioner.

Nu har inflationen pilen opad

Inflationen målt ved årsstigningstakten i forbrugerpriserne har generelt været lav under pandemien og har gennem et stykke tid ligget stabilt omkring de 0,5%, stort set udelukkende holdt over nul af sidste års forhøjelse af tobaksafgifterne. Det billede ændrede sig imidlertid i marts, hvor såkaldte basiseffekter, fra de store fald vi så i energipriserne sidste år, var medvirkende til at trække inflationen op i 1,0% - det højeste niveau i 2 år. Vi venter, at inflationen vil fortsætte yderligere i vejret i den kommende tid, trukket op af fortsatte basiseffekter fra energipriserne samt en 'normalisering' af priserne i de hårdest pandemiramte sektorer, i takt med at økonomien åbner op. Stigende problemer med flaskehalse på leveringer af varer og input til virksomhedernes produktion, som øger deres omkostninger, kan også i tilfælde af en stærk udvikling i efterspørgslen give virksomhederne incitament til at overvælte disse i forbrugerpriserne.

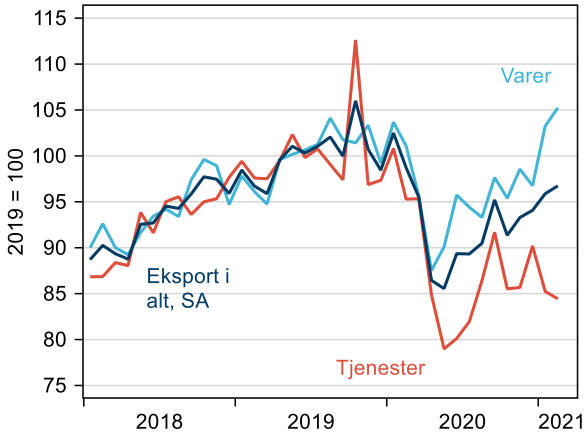
Det underliggende prispres i dansk økonomi ventes dog at være begrænset. Givet at vi venter, at arbejdsmarkedet vil være et godt stykke tid om at være kommet sig helt efter krisen, vurderer vi, at lønpresset i økonomien vil holde sig relativt afdæmpet, hvormed inflationen ikke ses at begynde at løbe løbsk. Hvis alting går efter planen, når det kommer til genåbningen af økonomien, peger risikopilen for inflationen dog nok opad i den kommende tid. Det vil tage en lille luns ud af forbrugernes købekraft. Vi venter således, at inflationen vil stige fra 0,4% sidste år til 1,1% i år for derefter at lande på 1,3% i 2022, hvor tobakspriserne også får et ekstra nøk opad igen. Med forventning om lønstigninger på den pæne side af 2%, venter vi dog ikke, at inflationsudviklingen vil ændre på udsigten til fortsat om end mere afdæmpet reallønsfremgang for husholdningerne.

Eksporten øjner lysere tider

2020 var et hårdt år for eksporten, hvor det blev til et samlet fald på næsten 8% i forhold til året før. Det var især tjenesteeksporten, relateret til bygge- og anlæg, søfart, samt rejser og turisme, der led et markant knæk, i kølvandet på nedlukningerne på eksportmarkederne i foråret sidste år. Eksporten af varer var også initialt under pres. Danmarks mindre konjunkturfølsomme eksportsammensætning i form af en høj andel af medicin, fødevarer og grøn teknologi skærmede dog vareeksporten, som faldt væsentligt mindre end i mange andre lande under pandemiens første fase. Den gunstige udvikling i den globale vareefterspørgsel og i den globale industrisektor har endvidere også sat et positivt aftryk på eksporten af varer i løbet af andet halvår 2020, som også er kommet stærkt ind i det nye år. Det har dog i højere grad været den mere konjunkturfølsomme eksport, såsom maskiner, der har trukket fremgangen på det seneste, og ikke primært

fødevarer og medicin. For sidstnævntes vedkommende er det muligt, at mange lande og herunder USA, der er en stor aftager af danske medicinalprodukter, fik opbygget et betydeligt lager af medicin under forårets nedlukning, som muligvis lægger en dæmper på efterspørgslen herfra. Overordnet set er eksporten af varer vendt tilbage over niveauet i 2019 i de første måneder af i år.

Tjenesteeksporten er hårdt ramt



Kilde: Macrobond

Billedet er dog noget anderledes for tjenesteeksporten, som er langt fra at have indhentet det tabte endnu. Det er især turismen, der har det meget svært, og tjenesteeksporten har haft pilen nedad igen i de første måneder af i år, i takt med de nye nedlukninger på flere af Danmarks eksportmarkeder. Søtransporten understøttes dog af den fortsat høje globale varehandel, men så længe rejserestriktioner og adfærden både herhjemme og i udlandet ikke er normaliseret, er det svært at se tjenesteeksporten for alvor skyde i vejret.

Generelt vurderer vi dog, at forudsætningerne for at eksporten vil udvikle sig positivt i de kommende år er til stede. Vi er således optimistiske med hensyn til udviklingen i den globale efterspørgsel. Det er dog klart, at selv om vi herhjemme har virussen under kontrol, så har covid-19 endnu ikke sluppet sig greb om verden endnu. Især opsvinget i euroområdet ser ud til at være forsinket som følge af fortsatte restriktioner og et til tider haltende vaccinations-program. Det vil formentligt holde eksporten af især tjenester skak i noget tid endnu. Endvidere ventes eksporten af varer også at blive mere afdæmpet, samtidigt med at økonomierne åbner op, da det ventes at øge forbruget af tjenester relativt til varer. Den nævnte danske eksportsammensætning betyder imidlertid, at vareeksporten ses relativt robust over for den ventede normalisering af forbrugsmønstrene.

Hvis alt går vel, burde Europa dog også være i gang med den økonomiske genopretning, når vi kommer hen over sommeren, som vil give et ekstra rygstød til dansk eksport. Forhåbentligt vil turismen også vende tilbage i større stil, om end det nok har lidt længere udsigter. Samlet venter vi, at eksporten vil stige med 3,6% i 2021 efterfulgt af en vækst på 5,3% året efter. Eksporten ventes dog først at være tilbage på samme niveau som før krisen i midten af 2022.

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

	2020	2021F	2022F	2023F
BNP	-2,7	1,7	3,9	1,9
Privatforbrug, inkl NPISH	-1,9	2,3	4,0	2,0
Offentligt forbrug	-0,1	1,7	-0,3	1,1
Faste bruttoinvesteringer	2,1	1,6	4,0	2,3
- offentlige investeringer	8,3	4,5	0,4	0,3
- boliginvesteringer	6,9	5,5	1,8	1,4
- faste erhvervsinvesteringer	-1,0	-0,6	5,8	3,1
Lagerinvesteringer, bidrag i %-point	-0,2	-0,1	0,1	0,0
Eksport	-7,7	3,7	5,0	3,2
Import	-4,8	4,1	4,4	2,6
Arbejdsløshed, AKU, %	5,8	6,2	5,5	5,1
Forbrugerpriser (CPI), % y/y	0,4	1,1	1,3	1,6
Huspriser, enfamilie, % y/y	4,3	11,0	2,0	1,5
Offentlig budgetsaldo, % af BNP	-1,1	-2,7	-1,0	-0,8

Kilde: Danmarks Statistik og Handelsbanken

Global baggrund

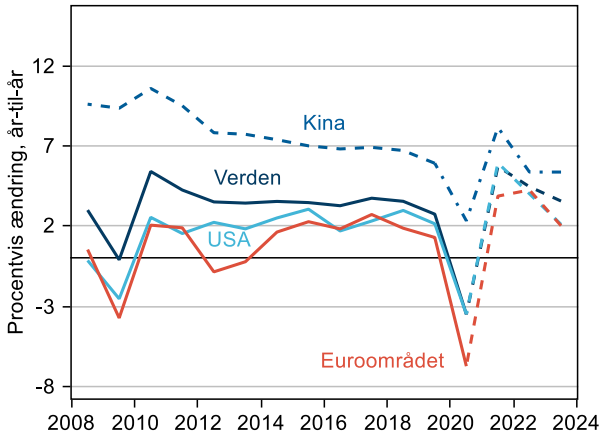
Ulige kapløb mod fælles mål

Imens alle ser frem imod en sejr i kapløbet mod covid-19 udrulles vaccinationerne i et meget varierende tempo rundt omkring i verden, hvor især udviklingslande halter efter de udviklede økonomier. Herudover har pandemien forstærket eksisterende uligheder internt i de enkelte lande delvist som følge af kraftigt stigende aktivpriser. Den globale industriproduktion er allerede oppe i tempo og den tilbageværende genopretning af verdensøkonomien vil blive trukket af en bedring i privatforbruget, i takt med at restriktionerne løftes. Økonomierne i den udviklede del af verden er dog yderst afhængig af økonomisk politisk stimulans. På det punkt bryder USA alle rekorder, og det har rejst spørgsmål om hvorvidt en kraftig stigning i inflationen er lige om hjørnet. Inflationen vil da også stige i år, men efterfølgende venter vi, at den vil aftage igen, og det indikerer lave pengepolitiske renter i lang tid endnu. Vi venter at Fed først vil begynde en neddrosling af dens obligationsopkøb i begyndelsen af næste år.

Genopretning begyndte før pandemien sluttede

Til trods for at covid-19 pandemien stadig hærger, så er genopretningen af den globale økonomi allerede i gang. Efter en dyb økonomisk nedtur i 2020 forventer vi et solidt opsving i år, hvor verdensøkonomien ses at vokse med 5,7%. Til næste år ventes væksten at aftage til 4,5% og dermed nærme sig et mere normalt niveau. Den globale vækst er imidlertid understøttet af en enorm økonomisk stimulans, og der stilles stadig spørgsmålstegn ved om opsvinget er selvbærende.

Global økonomi på vej mod genopretning (BNP)



Kilder: Macrobond og Handelsbanken

Men store dele af verden halter efter

Der er store afvigelser i vaccineudrulningen hen over landkortet og dermed også i betingelserne for vækst blandt forskellige lande og sektorer. Udviklingslandene halter især efter de udviklede økonomier, og mens det meste af Europa har oplevet tilbageslag i vaccinekampagnen, er der hastige fremskridt på det punkt i både USA og Storbritannien. På det seneste har der været en del fokus på vaccineuenigheder og mulige eksportbegrænsninger mellem USA, EU og

Opsummeret antager vi globalt:

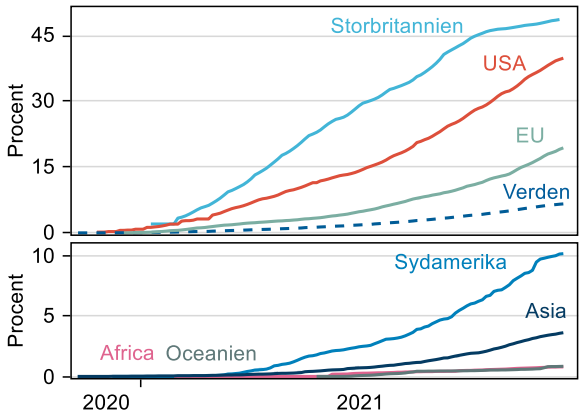
- Restriktioner vil gradvist blive løftet i perioden fra maj til august i takt med vaccineudrulningen

- Privatforbrug vil trække et opsving i BNP i 2. og 3. kvartal i takt med at forbruget som andel af indkomsterne nærmer sig før-krise niveauer

- Pandemien vil kun have begrænset effekt på ledighedsraterne på længere sigt

Storbritannien. Til trods for meldinger om stærk vaccineskepsis i visse af disse udviklede lande, er de dog stadig langt foran resten af verden når det kommer til hvor stor en del af befolkningen, der er blevet vaccineret. Det er bekymrende, da 'ingen er sikre, før alle er sikre', som understreget af FN. Siden den 14. april, har covid-19 Vaccines Global Access (COVAX) blot afskibet 38 mio. vaccine doser til 107 lav- og mellemindkomst lande[1].

Store forskelle i vaccineudrulning



Note: Andel af befolkning, der har fået mindst en vaccinedosis
Kilder: Macrobond og Our World In Data

[1] COVAX vaccine roll-out | Gavi, the Vaccine Alliance

Kinas økonomi er kommet sig hurtigt siden pandemien begyndte for mere end et år siden, hvilket giver visse forhåbninger for de udviklingslande, der er afhængig af samhandel med Kina. Det stærke opsving i Kina har også løftet råvarepriserne. På den anden side er en styrkelse af USD typisk ikke gunstigt for disse økonomier.

Godt hjulpet på vej af genopretningen af den kinesiske økonomi samt en stærk efterspørgsel efter forbrugsvarer har fremstillingssektoren udviklet sig stærkt. Divergensen mellem industri- og servicesektoren, der er mere direkte påvirket af restriktionerne, er blevet øget ,og væksten i de udviklede økonomier bevæger sig på forskellige niveauer i år, forstærket af den massive finanspolitiske stimulans vi har set i USA. Mens genopretningen af Kinas økonomi skete forbavsende hurtigt, og USA nu bevæger sig i raketfart mod at lappe hullerne på arbejdsmarkedet, så er euroområdet sakket agterud og frygter lige nu en ny tabt turistsæson. At en brexit-aftale endeligt faldt på plads burde understøtte samhandlen mellem euroområdet og Storbritannien. Ikke-toldmæssige barrierer for handlen er dog stadig en udfordring og grænsekontrol samt oprindelsesdeklarationer vil formentligt have en vis negativ effekt på samhandlen på længere sigt.

Kina satser på holdbar vækst

Til trods for at Kinas økonomi allerede har mere end reverseret vækstnedgangen sidste år, er der dog ikke tale om at dampen vil blive holdt oppe på fuldt tryk. Den Nationale Folkekongres har for nyligt fremlagt sin nye femårs plan, hvori gældsnedbringelse igen fremhæves, i kontrast til resten af verden, og herigennem en tilbagevenden til en mere holdbar økonomisk vækst. Det implicerer et øget fokus på såkaldt 'høj-kvalitets' vækst i privatforbrug, eksport og erhvervsinvesteringer. Herudover vil de kinesiske myndigheder sigte mod et lavere inflationsmål men ikke et eksplicit mål for pengemængdevæksten. Vi forventer, at Kinas økonomi vil vokse med 8,2% i år og 5,4% i 2022.

Privatforbrug og opsparing er nøglen til opsving

Den økonomiske genopretning i bade USA og euroområdet er afhængig af effektiviteten og hastigheden af vaccinedistributionen samt den efterfølgende lempelse af restriktionerne. Overordnet antager vi, at de fleste restriktioner vil blive løftet i perioden fra maj til august, i takt med at vaccineudrulningen skrider frem. USA er for indeværende længere fremme på det område. I henhold til Joe Bidens vaccinationsplan, skal alle voksne således være tilbudt en vaccination senest 1. maj, hvormed økonomien kan være tæt på en tilbagevenden til 'normalen' når uafhængighedsdagen skal fejres d. 4. juli[2]. I Storbritannien er det planlagt at alle restriktioner skal være fjernet inden d. 21. juni, som fremlagt i Boris Johnsons såkaldte '4-trins plan'. I modsætning hertil tror vi, at euroområdet vil have sværere ved at nå sit mål om flokimmunitet. Sidst i januar var det ifølge EU-Kommissionen planen, at alle medlemslandene skulle have vaccinereret 70% af den voksne befolkning inden sommeren 2021[3]. Vi frygter, at det kan vise sig at tage noget længere tid.

Når restriktionerne løftes forventer vi, at husholdningerne hurtigt vil øge deres overordnede

Lange leveringstider og komponentmangel

I kølvandet på nedlukningen af industrivirksomhederne sidste forår og den efterfølgende hurtige genopretning af efterspørgslen efter sommerferien er der opstået flere udfordringer for de globale forsyningskæder. Mangel på containere har således siden efteråret medvirket til længere leveringstider for virksomhederne samt lave lagerniveauer i detailsektoren. En global mangel på halvledere har også skabt direkte problemer, især i bilindustrien.

I vores øjne er disse problemer i vid udstrækning relateret til hvordan pandemien har påvirket produktionen og sammensætningen af husholdningernes efterspørgsel. På kort sigt, det vil sige i år og til næste år, vil det formentligt fortsat virke som en dæmper på industriproduktionen. Vi har også set tegn på, at udviklingen har bidraget til højere priser på virksomhedernes input. På længere sigt, vil disse problemer dog med stor sandsynlighed blive løst. Vi har allerede set større konkurrence og øgede investeringer i den globale produktion af halvledere. 'Forsyningskædeholdbarhed' vil formentligt forblive et tema også på den anden side af krisen, hvor mange virksomheder vil arbejde på at diversificere forsyningskæderne for at mindske afhængigheden af andre lande. Kina har da også inkluderet investeringer i avanceret teknologi som en del af landets seneste femårs plan.

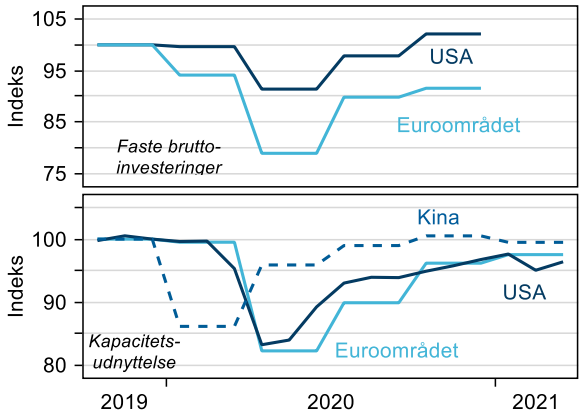
[2] Fact Sheet: President Biden to Announce All Americans to be Eligible for Vaccinations by May 1, Puts the Nation on a Path to Get Closer to Normal by July 4th | The White House

[3] EU Vaccines Strategy | European Commission (europa.eu)

forbrug som en del af indkomsten til tæt på niveauet fra før krisen. Herudover har husholdningerne øger deres opsparing under pandemien, hvilket vi primært tilskriver mangel på forbrugsmuligheder som følge af de virusrelaterede restriktioner. Vi forventer, at den akkumulerede opsparing vil give et yderligere løft til privatforbruget hen over vores prognosehorisont, men omfanget af dette er dog usikkert.

Udsigterne for investeringerne er også positive. Diverse mål for graden af kapacitetsudnyttelse peger på, at produktionen ikke kan løftes mærkbart yderligere i fraværet af investeringer i ny produktionskapacitet. Investeringsniveauet i USA er allerede genoprettet og løftes yderligere af finanspolitisk stimulans. For at investeringerne for alvor skal tage fart, er det imidlertid afgørende, at usikkerheden i forbindelse med udviklingen i pandemien muligheden og risikoen for nye restriktioner forsvinder.

Investeringsudvikling



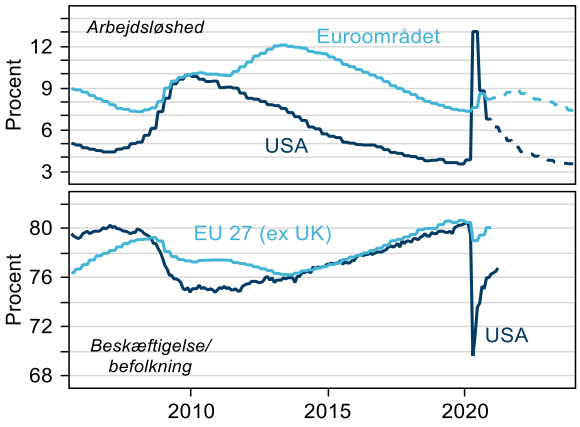
Note: Indeks, dec. 2019 = 100
Kilde: Macrobond

Arbejdsmarkedet er nøglen for centralbankerne

Sidste år bød på en markant stigning i arbejdsløsheden i USA, der var signifikant højere end i euroområdet. En årsag til dette er, at finanspolitikken i euroområdet i langt højere grad har fokuseret på, at fastholde arbejdstagernes tilknytning til arbejdsmarkedet via støtte til beskæftigelsen i form af for eksempel omfattende orlovsordninger. Herudover er der også strukturelle forskelle på arbejdsmarkederne mellem euroområdet og USA, når det kommer til fleksibilitet i arbejdsstyrken og såkaldte automatiske stabilisatorer.

Det betyder, at udviklingen i de officielle arbejdsløshedstal ikke er helt retvisende for tilstanden på arbejdsmarkedet. Til trods for udsigten til stærk økonomisk vækst vil det imidlertid tage tid før end at arbejdsmarkedet i USA er kommet sig helt, hvilket den amerikanske centralbank (Fed) fokuserer på i sit nye, mere inkluderende, beskæftigelsesmål. Fed antager, at mange helt valgte at forlade arbejdsmarkedet sidste år, og vil nu blandt andet gerne se en stigning i deltagelsesgraden.

USA's arbejdsmarked kun mere arret på kort sigt?



Kilder: Macrobond og Handelsbanken

Penge- og finanspolitik, side om side

De globale økonomier er dybt afhængige af økonomisk stimulans. Der offentlige underskud er steget markant side om side med en markant forøgelse af centralbankernes aktivopkøbsprogrammer. Den sammenfaldende brug af kvantitative lempelser (QE) og stimulerende finanspolitik i så vidt omfang er et nyt fænomen. Nye barrierer er tydeligvis blevet brudt og dette skaber i sig selv en vis usikkerhed om fremtiden for rentemarkederne, med et potentiale til at løfte den såkaldte risikopræmie – altså det merafkast som investorer kræver for at holde obligationer med længere løbetid. Herudover har Fed for ikke så længe siden ændret sine pengepolitiske rammer til i stedet at fokusere på et gennemsnitligt inflationsmål, hvormed inflationen midlertidigt kan blive tilladt at overskride målet uden at give anledning til en reaktion fra centralbankens side. På det seneste har renten på obligationer med længere løbetid da også haft pilen opad, især i USA. Det skyldes både stigende forventninger til, at den massive økonomiske stimulans vil føre til højere vækst og inflation samt en større grad af usikkerhed om det fremtidige renteniveau. Vi vurderer, at de aktuelle inflationsforventninger, der i USA ligger lige omkring de 2%, vil være forankrede omkring målet og forventer ikke at de vil stige mærkbart i fremtiden.

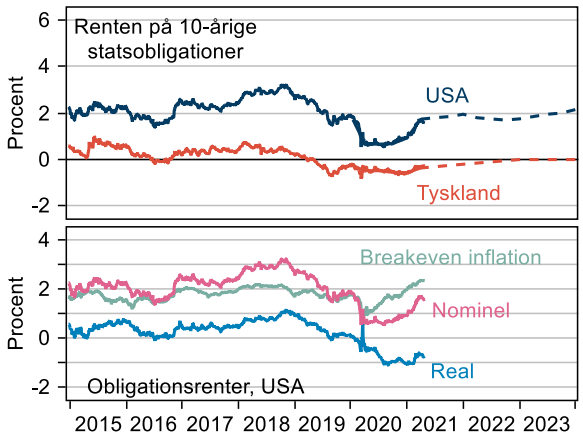
Stigningen i de lange renter vil bremse op…

Vi forventer, at obligationsrenterne vil fortsætte med at stige i takt med genopretningen af økonomierne. Vi tror dog ikke, at vi vil se markante stigninger i markedsrenterne, da vi vurderer, at inflationspresset på længere sigt vil forblive moderat og at Fed vil

være tålmodig i tilbagerulningen af den lempelige pengepolitik. Vi må dog erkende, at den massive finanspolitiske stimulans vil forstærke de inflationære tendenser. Så længe at arbejdsmarkedet ikke er helet, og der er et ikke opfyldt behov for beskæftigelse, vil inflationen efter vores vurdering imidlertid forblive afdæmpet, til trods for en potentiel midlertidig stigning i år.

I vores hovedscenarier opererer vi med, at Fed vil påbegynde en neddrosling af dens obligationsopkøb på et tidspunkt mellem første og andet kvartal næste år. På det tidspunkt vil bedringen på arbejdsmarkedet være mere fremskreden, og Fed vil have et bedre indblik i udsigterne for inflationen. Vi venter, at Fed langsomt og gradvist vil nedjustere de månedlige opkøb med USD 10 mia. per måned. Først ved udgangen af 2023 venter vi, at Fed vil begynde at sætte renten i vejret. Herudover ses den Europæiske Centralbank (ECB) at påbegynde en moderat neddrosling af QE medio 2022, og vi forventer ingen renteforhøjelser fra ECB's side i løbet af vores prognoseperiode.

Svagt stigende renter fra lavt niveau



Kilder: Handelsbanken og Macrobond

… og USD vil styrkes yderligere

I vores seneste prognose antog vi en anden holdning end markedsforventningen, idet vi forudså en styrkelse af USD over for EUR. Indtil videre har dette i store træk udspillet sig i Handelsbankens favør. Vi argumenterede, at selv om Fed ikke har travlt med at reversere den lempelige pengepolitik, så er der stadig udsigt til at Fed vil begynde at trykke på bremsen tidligere end for eksempel ECB, som følge af udsigten til et stærkere økonomisk opsving i USA. Fremadrettet ventes styrkelsen af USD at blive mindre udtalt, da vi forventer at markedet vil sænke forventningen til renteforhøjelser fra Fed. Vi venter dog stadig en svagt stærkere USD, hvor EUR/USD imidlertid ses at bunde ud i midten af 2022, når Fed har påbegyndt nedtrapningen af QE. Herefter venter vi, at EUR/USD vil udvikle sig relativt fladt, med kun en begrænset svækkelse af USD mod den langsigtede ligevægtsværdi, indtil udsigterne for stigende relativ vækst i euroområdet bedres signifikant.

Vil stigningen i aktivpriserne fortsætte?

Under pandemien har inflationen målt ved udviklingen i forbrugerpriserne været lav, mens aktivpriserne på aktie- og boligmarkedet er steget markant. Det skyldes bl.a., at den store teknologisektor samt den nye vedvarende energisektor, som har en stor vægt i vækstaktieindeksene, havde optimale betingelser i form af kraftigt stigende efterspørgsel kombineret med faldende omkostninger som følge af økonomisk stimulans og lave renter. I 2021 har der imidlertid været en større grad af modvind for disse sektorer i forbindelse med stigende realrenter i kølvandet på de forbedrede vækstudsigter. Det har ført til en sektorrotation fra vækstaktier ind i værdiaktier, som betyder et øget fokus på sektorer, der vurderes at være lavt værdiansat, og som i højere grad klarer sig bedre under et økonomisk opsving. Disse værdiaktier har en større vægt i de europæiske aktieindeks, som har givet dem en betydelig grad af medvind i den første del af 2021. Da vi forventer yderligere stigninger i realrenten over de kommende år, ses denne tendens til sektorrotation at fortsætte.

Boligmarkederne har ligeledes nydt godt af de meget lave finansieringsomkostninger der har været gældende under pandemien, med stigende priser til følge. Udviklingen er yderligere blevet understøttet af, at mange har fastholdt en solid indkomst, og i visse lande har der også været ændringer i både lånemuligheder og skattereglerne for boligmarkedet. Herudover har adfærdsændringer, som følge af pandemien, med et skift mod øget boligforbrug og et øget fokus på egne boligforhold ført til, at efterspørgslen efter boliger har oversteget antallet af boliger til salg. Der er således udsigt til, at boligpriserne i mange lande vil stige relativt markant i den kommende tid, men vi venter at boligmarkederne vil begynde at køle ned, i takt med at adfærdsændringerne set under pandemien begynder at ebbe ud. Herudover ventes en stigende boligbyrde også ligge en dæmper på boligpriserne.

Stadig stor usikkerhed

Der er mange faktorer der spiller en afgørende rolle for de økonomiske udsigter, og derfor er vores prognose også fortsat behæftet med en øget grad af usikkerhed. En af de mest åbenlyse er tempoet hvormed de virusrelaterede restriktioner løftes, og om det sker hurtigere eller langsommere end antaget i vores hovedscenarie. Dette knytter sig

selvfølgelig også til udviklingen i virusudbruddet, og risikoen for nye vaccine-resistente mutationer, hvor den seneste tids stigning i det globale smittetryk kan give anledning til lidt bekymrende miner.

En anden kilde til usikkerhed er udviklingen i privatforbruget, og i hvilket omfang det vil blive understøttet af den højere opsparing set under pandemien. Herudover er vanskelighederne med at bedømme effekterne af den massive finanspolitiske stimulans i USA også med til at mudre billedet. På den korte bane ser vi primært dette udgøre en risiko i opadgående retning. Det ville dog også afføde øget risiko for højere inflation og renter, som især i USA kunne føre til et muligt såkaldt boom/bust scenarie – altså meget høj vækst på den korte bane afløst af en ny økonomisk tilbagegang.

Muligheden for dette scenarie forstærkes af risikoen for, at Fed vil stramme pengepolitikken hurtigere og mere end vi venter det, som bestemt er en mulighed, der ikke bør negligeres. Givet det aktuelle lavrentemiljø og den store grad af usikkerhed forbundet med aftrykket fra den finanspolitiske stimulans, er der således en vis sandsynlighed for, at realrenten kan stige mere end antaget. Det vurderer vi pt. udgør en af de største negative risici for udviklingen i aktivpriserne.

Nøgletal

BNP-prognoser **Årligt gennemsnit**

	2020	2021p	2022p	2023p
Sverige*	-3,0 (-3,1)	3,6 (2,7)	3,7 (4,1)	2,2 (na)
Danmark	-2,7 (-3,8)	1,7 (1,3)	3,9 (4,0)	1,9 (na)
Finland	-2,8 (-3,1)	2,8 (2,5)	3,0 (2,3)	1,8 (na)
Norge, fastland	-3,1 (-3,4)	3,7 (3,7)	3,4 (2,8)	1,2 (na)
Euroområdet	-6,8 (-7,2)	3,9 (4,0)	4,3 (4,3)	2,0 (na)
Holland	-3,7 (-4,2)	2,9 (3,0)	3,9 (3,6)	1,7 (na)
Storbritannien	-9,9 (-10,1)	4,1 (5,8)	7,2 (4,4)	1,6 (na)
USA*	-3,5 (-3,6)	6,0 (4,1)	4,0 (3,6)	2,1 (na)
Kina	2,3 (2,4)	8,2 (8,2)	5,4 (5,3)	5,4 (na)

*Kalenderjusteret

Inflationsprognoser **Årligt gennemsnit**

	2020	2021p	2022p	2023p
Sverige, KPI	0,5 (0,5)	1,3 (1,2)	1,1 (1,1)	1,5 (na)
Sverige, KPIF	0,5 (0,5)	1,5 (1,3)	1,1 (1,1)	1,4 (na)
Danmark	0,4 (0,4)	1,1 (1,2)	1,3 (1,4)	1,6 (na)
Finland	0,3 (0,3)	1,6 (0,9)	1,4 (1,3)	1,6 (na)
Norge, KPI	1,3 (1,3)	2,7 (2,2)	1,1 (1,9)	1,4 (na)
Norge, kerne	3,0 (3,0)	1,9 (2,1)	1,3 (1,4)	1,5 (na)
Euroområdet	0,3 (0,3)	1,5 (0,9)	1,3 (1,2)	1,4 (na)
Holland	1,1 (1,1)	1,7 (1,3)	1,0 (1,5)	1,5 (na)
Storbritannien	1,0 (1,2)	1,7 (1,5)	2,5 (2,0)	2,5 (na)
USA, kerne	1,4 (1,4)	2,1 (1,7)	1,8 (1,9)	2,2 (na)

Arbejdsløshedsprognoser **Årligt gennemsnit**

	2020	2021p	2022p	2023p
Sverige	8,3 (8,4)	8,4 (8,7)	7,4 (7,6)	7,0 (na)
Danmark, AKU	5,8 (5,8)	6,2 (6,4)	5,5 (5,5)	5,1 (na)
Finland	7,8 (7,7)	7,8 (7,5)	7,3 (7,2)	6,6 (na)
Norge, NAV	5,0 (5,0)	3,4 (3,3)	2,4 (2,7)	2,4 (na)
Euroområdet	7,9 (8,0)	8,6 (9,3)	8,3 (8,6)	7,7 (na)
Holland	3,8 (4,1)	4,9 (6,0)	5,4 (5,3)	4,7 (na)
Storbritannien	4,5 (4,5)	5,3 (6,5)	5,0 (5,5)	4,8 (na)
USA	8,1 (8,1)	5,4 (6,1)	4,1 (5,5)	3,5 (na)

Kilde: Handelsbanken

I parentes: Handelsbankens Konjunkturprognose Januar 2021

Renteprognoser	Ultimo året			
Pengepolitisk rente	**2020**	**2021p**	**2022p**	**2023p**
USA	0,125	0,125 (0,125)	0,125 (0,125)	0,375 (na)
Euroområdet	-0,50	-0,50 (-0,50)	-0,50 (-0,50)	-0,50 (na)
Sverige	0,00	0,00 (0,00)	0,00 (0,00)	0,00 (na)
Danmark	-0,60	-0,60 (-0,60)	-0,60 (-0,60)	-0,60 (na)
Storbritannien	0,10	0,10 (0,10)	0,10 (0,10)	0,10 (na)
Norge	0,00	0,25 (0,00)	0,75 (0,50)	1,25 (na)
3-månaders interbankrente	**2020**	**2021p**	**2022p**	**2023p**
USA, LIBOR	0,24	0,25 (0,25)	0,25 (0,25)	0,50 (na)
Sverige, STIBOR	-0,05	-0,05 (-0,05)	-0,05 (-0,05)	-0,05 (na)
Euro Area, EURIBOR	-0,55	-0,40 (-0,40)	-0,40 (-0,40)	-0,25 (na)
Danmark, CIBOR	-0,23	-0,30 (-0,15)	-0,30 (-0,15)	-0,30 (na)
Norge, NIBOR	0,49	0,60 (0,40)	1,10 (0,90)	1,60 (na)
2-årig statsobligationsrente	**2020**	**2021p**	**2022p**	**2023p**
USA	0,13	0,35 (0,25)	0,60 (0,45)	1,10 (na)
Euroområdet (Tyskland)	-0,71	-0,60 (-0,60)	-0,50 (-0,60)	-0,30 (na)
Sverige	-0,34	-0,20 (-0,20)	-0,10 (-0,20)	0,10 (na)
Danmark	-0,63	-0,50 (-0,55)	-0,40 (-0,50)	-0,15 (na)
Finland	-0,74	-0,55 (-0,55)	-0,45 (-0,55)	-0,25 (na)
Storbritannien	-0,07	0,10 (0,10)	0,10 (0,10)	0,15 (na)
Norge	0,23	0,75 (0,40)	1,15 (0,60)	1,25 (na)
5-årig statsobligationsrente	**2020**	**2021p**	**2022p**	**2023p**
USA	0,36	1,10 (0,85)	0,95 (1,00)	1,60 (na)
Euroområdet (Tyskland)	-0,73	-0,40 (-0,60)	-0,25 (-0,30)	-0,10 (na)
Sverige	-0,30	0,05 (-0,15)	0,20 (0,10)	0,35 (na)
Danmark	-0,60	-0,30 (-0,40)	-0,15 (-0,15)	0,00 (na)
Finland	-0,70	-0,30 (-0,45)	-0,15 (-0,20)	0,00 (na)
Storbritannien	-0,12	0,25 (0,25)	0,35 (0,35)	0,40 (na)
Norge	0,64	1,10 (0,85)	1,25 (1,05)	1,45 (na)
10-årig statsobligationsrente	**2020**	**2021p**	**2022p**	**2023p**
USA	0,93	1,95 (1,60)	1,65 (1,75)	2,15 (na)
Euroområdet (Tyskland)	-0,56	-0,20 (-0,30)	0,00 (0,00)	0,10 (na)
Sverige	0,03	0,30 (0,25)	0,45 (0,50)	0,55 (na)
Danmark	-0,46	0,15 (-0,15)	0,35 (0,10)	0,45 (na)
Finland	-0,40	0,00 (-0,10)	0,20 (0,20)	0,30 (na)
Storbritannien	0,19	0,50 (0,50)	0,65 (0,65)	0,70 (na)
Norge	0,96	1,60 (1,35)	1,70 (1,55)	1,90 (na)
2-årig swap	**2020**	**2021p**	**2022p**	**2023p**
USA	0,20	0,50 (0,40)	0,75 (0,60)	1,25 (na)
Euroområdet	-0,52	-0,37 (-0,40)	-0,27 (-0,40)	-0,07 (na)
Sverige	-0,02	0,10 (0,10)	0,20 (0,10)	0,40 (na)
Danmark	-0,18	-0,15 (-0,05)	-0,05 (0,00)	0,20 (na)
Storbritannien	0,03	0,15 (0,15)	0,25 (0,25)	0,38 (na)
Norge	0,59	1,15 (0,70)	1,55 (0,90)	1,65 (na)
5-årig swap	**2020**	**2021p**	**2022p**	**2023p**
USA	0,42	1,15 (0,90)	1,00 (1,05)	1,65 (na)
Euroområdet	-0,46	-0,09 (-0,35)	0,06 (-0,05)	0,21 (na)
Sverige	0,13	0,40 (0,20)	0,60 (0,45)	0,80 (na)
Danmark	-0,17	0,15 (0,05)	0,30 (0,30)	0,45 (na)
Storbritannien	0,19	0,33 (0,33)	0,40 (0,40)	0,50 (na)
Norge	0,97	1,45 (1,20)	1,60 (1,40)	1,80 (na)
10-årig swap	**2020**	**2021p**	**2022p**	**2023p**
USA	0,91	2,00 (1,60)	1,70 (1,75)	2,15 (na)
Euroområdet	-0,26	0,19 (0,00)	0,39 (0,30)	0,49 (na)
Sverige	0,39	0,70 (0,65)	0,85 (0,90)	0,95 (na)
Danmark	-0,03	0,50 (0,30)	0,70 (0,55)	0,80 (na)
Storbritannien	0,40	0,65 (0,65)	0,80 (0,80)	1,00 (na)
Norge	1,29	1,90 (1,70)	2,00 (1,95)	2,20 (na)

Kilde: Handelsbanken I parentes: Handelsbankens Konjunkturprognose Januar 2021

Valutaprognoser **Ultimo året**

	2020	2021p	2022p	2023p
EUR/SEK	10,04	9,80 (9,95)	9,75 (9,80)	9,75 (na)
USD/SEK	8,20	8,17 (8,43)	8,41 (8,31)	8,26 (na)
GBP/SEK	11,15	11,53 (11,57)	11,61 (11,40)	12,04 (na)
NOK/SEK	0,96	0,98 (0,97)	0,99 (0,96)	1,00 (na)
DKK/SEK	1,35	1,32 (1,34)	1,31 (1,31)	1,31 (na)
CHF/SEK	9,29	9,07 (9,39)	9,03 (9,25)	9,03 (na)
JPY/SEK	7,95	7,78 (7,81)	8,16 (7,62)	7,87 (na)
CNY/SEK	1,26	1,26 (1,26)	1,31 (1,24)	1,29 (na)

	2020	2021p	2022p	2023p
EUR/USD	1,22	1,20 (1,18)	1,16 (1,18)	1,18 (na)
USD/JPY	103,22	105,00 (108,00)	103,00 (109,00)	105,00 (na)
EUR/GBP	0,900	0,850 (0,860)	0,840 (0,860)	0,810 (na)
GBP/USD	1,36	1,41 (1,37)	1,38 (1,37)	1,46 (na)
EUR/CHF	1,08	1,08 (1,06)	1,08 (1,06)	1,08 (na)
USD/CNY	6,53	6,50 (6,70)	6,40 (6,70)	6,40 (na)

	2020	2021p	2022p	2023p
EUR/DKK	7,44	7,45 (7,45)	7,46 (7,46)	7,46 (na)
SEK/DKK	0,74	0,76 (0,75)	0,77 (0,76)	0,77 (na)
USD/DKK	6,08	6,21 (6,31)	6,43 (6,32)	6,32 (na)
GBP/DKK	8,27	8,76 (8,66)	8,88 (8,67)	9,21 (na)
CHF/DKK	6,89	6,90 (7,03)	6,91 (7,04)	6,91 (na)
JPY/DKK	5,89	5,91 (5,85)	6,24 (5,80)	6,02 (na)

	2020	2021p	2022p	2023p
EUR/NOK	10,47	9,95 (10,30)	9,85 (10,20)	9,75 (na)
SEK/NOK	1,04	1,02 (1,04)	1,01 (1,04)	1,00 (na)
USD/NOK	8,56	8,29 (8,73)	8,49 (8,64)	8,26 (na)
GBP/NOK	11,63	11,71 (11,98)	11,73 (11,86)	12,04 (na)
CHF/NOK	9,69	9,21 (9,72)	9,12 (9,62)	9,03 (na)
JPY/NOK	8,29	7,90 (8,08)	8,24 (7,93)	7,87 (na)

Kide: Handelsbanken I parentes: Handelsbankens Konjunkturprognose Januar 2021

Analyser – ansvar og forbehold (Disclaimer)

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 når 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-korrutionsretningslinjer 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
Christina Nyman	Head of Macro Research and Chief Economist	+46 8 701 51 58

Web

Terese Loon		+46 8 701 28 72

Sweden

Helena Bornevall	Senior Economist, Sweden	+46 8 701 1859
Johan Löf	Senior Economist, Sweden	+46 8 701 5093
Anders Bergvall	Senior Economist, Sweden	+46 8 701 8378
Erik Meyersson	Senior Economist, Eurozone	+46 8 701 1412
Johanna Högfeldt	Senior Economist, US	+46 8 701 1711

Finland

Timo Hirvonen	Chief Economist, Finland	+358 10 444 2404
Janne Ronkanen	Senior Economist, Finland	+358 10 444 2403

Denmark

Jes Asmussen	Head, Macro Research, Denmark	+45 46 79 12 03
Rasmus Gudum-Sessingø	Senior Economist, Denmark	+45 46 79 16 19

Norway

Kari Due-Andresen	Head, Macro Research, Norway	+47 22 39 70 07
Nils Kristian Knudsen	Senior Strategist FX/FI	+47 22 82 30 10
Marius Gonsholt Hov	Senior Economist, Norway	+47 22 39 73 40
Halfdan Grangård	Senior Economist, Norway	+47 22 39 71 81

UK

James Sproule	Chief Economist, UK	+44 7812 4861 87

Trading Strategy

Claes Måhlén	Chief Strategist	+46 8 463 45 35
Nils Kristian Knudsen	Senior Strategist FX/FI	+47 22 82 30 10
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

Linnea Lindström	+46 8 463 48 97

Syndication

Thomas Grandin	+46 8 701 345 83

Regional sales

Amsterdam

Annelies Pruik	+31 204 127 668

Copenhagen

Kristian Nielsen	+45 46 79 12 69

Gothenburg

Björn Torsteinsrud	+46 31 774 83 39

Gävle

Petter Holm	+46 26 172 103

Helsinki

Mika Rämänen	+358 10 444 62 20

Linköping

Fredrik Lundgren	+46 13 28 91 10

London

Chris Yoxall	+44 207 578 86 20

Luleå/Umeå

Ove Larsson	+46 90 154 719

Malmö

Fredrik Lundgren	+46 40 243 900

Oslo

Petter Fjellheim	+47 22 82 30 29

Stockholm

Malin Nilén	+46 8 701 27 70

Toll-free numbers	From Sweden to N.Y. & Singapore	From Norway to N.Y. & Singapore	From Denmark to N.Y. & Singapore	From Finland to N.Y. & Singapore	Within the US
	020-58 64 46	800 40 333	8001 72 02	0800 91 11 00	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