Macro Research

Konjunkturrapport

29. april 2020

Dobbel krise

- Koronapandemien har ført til en nedstengt verdensøkonomi
- Oljepriskollapsen kommer som en ekstra krise for Norge
- Gjeninnhentingen blir trolig seig, tross enorm økonomisk stimulans
- Renten antakelig nær null i overskuelig framtid



Handelsbanken

Innhold

Sammendrag
Dobbel krise 3

Globalt bakteppe
Global nedstenging 4

Norge
Varig verditap for norsk økonomi 8

Norge
Lavere renter demper boligprisfallet 14

Penge- og finanspolitikk
Enorm stimulans er mager trøst 17

Renter
Moderat oppgang i norske lange renter 20

Valuta
Økt risikoappetitt kan styrke krona 22

Nøkkeltall 24

Fraskrivningserklæring for analyse 25

Sammendrag

Dobbel krise

Covid-19-pandemien har påført verdensøkonomien det største sjokket noensinne. Oljeprisen har mer enn halvert seg, og norsk økonomi er dermed rammet av en dobbel krise. Regjeringen knuser sparegrisen og sentralbanken brenner det siste kruttet, men en dyp nedtur for norsk økonomi er likevel uunngåelig. Norske kroner har svekket seg markert, og vi ser for oss kun en moderat styrking framover.

Global nedstengning

Utbruddet av koronaviruset har ført til drastiske tiltak verden rundt for å hindre ukontrollert spredning. Utstrakt sosial distansering og andre tiltak legger en vesentlig demper på økonomisk aktivitet. Det er nå liten tvil om at vi på kort sikt får se et historisk stort tilbakeslag for verdensøkonomien. Vi forventer en viss gjeninnhenting i andre halvår av 2020 og årene som følger. Allikevel regner vi med at arbeidsledigheten vil bli liggende høyere enn før virusutbruddet i hele prognoseperioden ut 2022. Sentralbankene vil måtte holde styringsrentene på dagens nivå i flere år. For verdensøkonomien samlet ser vi for oss et fall i BNP på 3,5 prosent i år. Til sammenlikning falt BNP med 0,1 prosent under finanskrisen i 2009.

Varig verditap for norsk økonomi

Norsk økonomi er allerede inne i en dyp nedtur. Selv om vi forventer at norsk økonomi gradvis åpnes opp, ser vi ikke for oss at aktiviteten vil ta seg helt opp igjen til utgangspunktet. I alt ser vi for oss et varig verditap for norsk økonomi, i den forstand at verdiskapingen de neste årene blir lavere enn hva den ellers ville ha vært, og sysselsettingen blir lavere. Utfordringene forsterkes av fallet i oljeprisen, som vil tynge petroleumsinvesteringene allerede fra i år, og dempe gjeninnhentingen videre framover. Arbeidsledigheten vil avta fra de spesielt høye nivåene vi nå observerer, men fortsatt holde seg høy de neste årene. I våre prognoser faller Fastlands-BNP i år med 5,8 prosent, før økonomien stiger med 3,6 prosent i 2021 og 1,8 prosent i 2022.

Boligprisene vil trolig falle videre på kort sikt

Koronakrisen har foreløpig gitt moderate utslag i boligmarkedet. Lavere utlånsrenter har nok bidratt til å dempe prisnedgangen. Tallene for mars viser imidlertid at boligomsetningen falt sammenliknet med normalen for de siste 10 årene samtidig som utbudet av boliger holdt seg bedre oppe. Dersom vi skulle vi se en økt opphopning av antall usolgte boliger framover, vil det typisk lede til at prisene må justeres ned. Gitt at vi ser for oss en forverring av husholdningenes økonomiske situasjon i år, venter vi også at boligprisene vil avta noe videre i månedene som kommer. Vi ser imidlertid ikke for oss noe markert boligprisfall i år. Men svakere inntektsutvikling fremover vil uansett sørge for at boligprisene utvikler seg svakere enn de ellers ville ha gjort.

Enorm stimulans er mager trøst

Norsk økonomi er rammet av en dobbel krise, og myndigheter og sentralbank gjør hva de kan. Regjeringen knuser sparegrisen, og oljepengebruken blir i år trolig omtrent dobbelt så stor som antatt før krisen. Norges Bank brenner det siste kruttet og setter styringsrenten ned til null. Men alle tap kan ikke dekkes, og en dyp nedtur har allerede startet. Myndighetenes valg av virusstrategi blir avgjørende for hvordan norsk økonomi vil se ut «på den andre siden».

Lange norske renter noe opp framover

Den økonomiske nedturen har i enkelte områder bidratt til store fall i rentene på statsobligasjoner. Framover venter vi at en oppgang i amerikanske lange renter vil bidra til en oppgang også i norske lange renter. Samtidig blir trolig oppgangen dempet av en mer forsiktig oppgang i tyske renter. Vårt anslag innebærer en oppgang i den norske tiårige swaprenten til 1,55 prosent i slutten av 2022. Vi venter at tremåneders Nibor blir liggende på 0,5 prosent, altså rundt 50 basispunkter over styringsrenten, ut hele prognosehorisonten.

Moderat styrking av norske kroner

De økonomiske ringvirkningene av covid-19-pandemien har ført til et eksepsjonelt ras i kronekursen, med nye rekordsvake nivåer mot både den amerikanske dollaren og den europeiske fellesvalutaen som en konsekvens. Fremover vil kronekursen avhenge av forventningene til global vekst og oljepris. Vi venter at økt risikoappetitt i tiden som kommer vil bidra til at norske kroner styrker seg noe. Mot euro ser vi for oss at krona kan styrke seg fra dagens nivå til 10,70 mot slutten av prognoseperioden i 2022.

Globalt bakteppe

Global nedstenging

Utbruddet av covid-19-pandemien har ført til drastiske tiltak verden rundt for å hindre ukontrollert spredning. Utstrakt sosial distansering og andre tiltak legger en vesentlig demper på økonomisk aktivitet. Det er nå liten tvil om at vi på kort sikt får se et historisk stort tilbakeslag for verdensøkonomien. Vi forventer en viss gjeninnhenting i andre halvår av 2020 og årene som følger. Allikevel regner vi med at arbeidsledigheten vil bli liggende høyere enn før virusutbruddet i hele prognoseperioden. Sentralbankene vil måtte holde styringsrentene på dagens nivå i flere år.

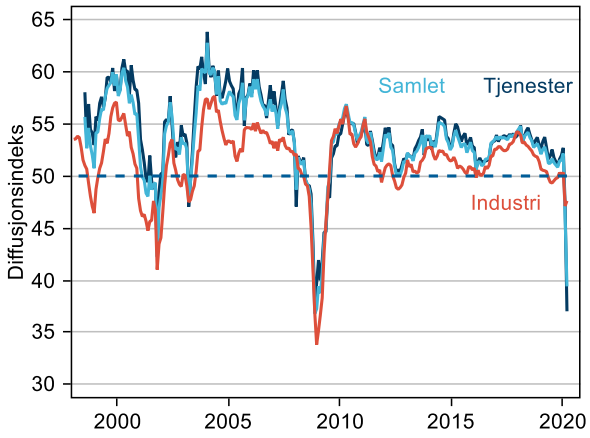
Fra lysglimt til totalt mørke

Etter at verdensøkonomien gjennomgikk en synkronisert nedbremsing gjennom 2018 og store deler av 2019, så vi endelig tegn til et oppsving mot slutten av fjoråret. De positive tegnene har nå blitt avløst av det som vil bli et historisk stort fall i økonomisk aktivitet som følge av covid-19-pandemien. For å motvirke smittespredningen har myndigheter verden over innført innreiseforbud, strenge karanteneregler og utstrakt sosial distansering. Tiltakene har særlig rammet tjenestesektoren hardt ettersom sosial kontakt ofte er en innebygd del av tjenesten som leveres. Vi ser imidlertid at inntjeningen i store deler av næringslivet har falt kraftig, og at arbeidsledigheten stiger i et tempo vi ikke har sett i moderne tid.

Veien ut av krisen er brolagt med usikkerhet

De globale innkjøpssjefsindeksene (PMI) har falt kraftig som følge av myndighetenes tiltak for å hindre smittespredning. I mars falt samleindeksen ned mot bunnoteringene under finanskrisen. Indeksen for tjenestesektoren falt til et rekordlavt nivå, mens industri-PMI holdt seg noe bedre oppe. For sistnevnte bidrar teknikaliteter rundt indeksens konstruksjon til at nivået har blitt holdt kunstig oppe, og dermed reflekterer indeksen trolig ikke fullt ut aktivitetsfallet innen industrien.

Kraftig fall i global PMI

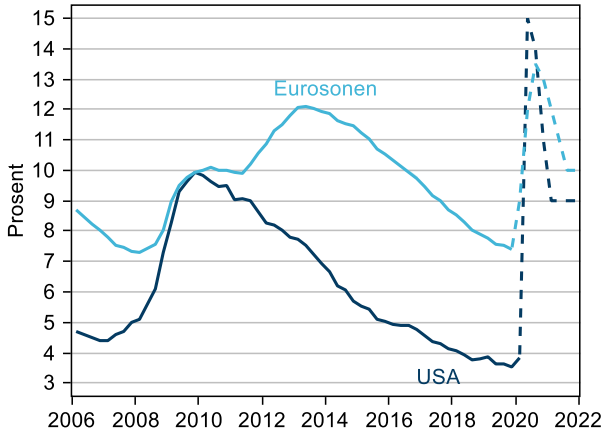


Kilde: Macrobond

Kina ble først rammet av det nye koronaviruset, og har dermed kjent de økonomiske effektene av myndighetens nedstenging lengre enn øvrige land. Her har vi sett kraftige fall i detaljomsetning og industriproduksjonen. I første kvartal falt BNP med nesten 10 prosent. Erfaringen fra Kina kan dermed fungere som en indikasjon på utviklingen i andre land gjennom viruskrisen. Etter å ha lagt kraftige restriksjoner på økonomisk aktivitet i knappe tre måneder, er Kina nå i ferd med å gjenåpne samfunnet. Vi forutsetter at mange av de mest inngripende tiltakene for å hindre smittespredning vil skaleres tilbake også i Europa og i USA inn mot sommeren. De økonomiske konsekvensene av disse tiltakene er så store at lettelser trolig vil tvinge seg frem etterhvert som den første smittebølgen kommer under kontroll. Risikoen er imidlertid høy for ny oppblomstring i antall i smittetilfeller ettersom økonomiene åpnes opp, og myndighetene verden rundt vil måtte veie de økonomiske skadene mot de helsemessige konsekvensene av å rulle tilbake smittetiltakene.

Langvarig svekkelse av den globale økonomien
Vi forventer at global BNP-vekst i første halvår av 2020 vil bli lavere enn vi noensinne har registrert. Gitt at de mest inngripende tiltakene mot smittespredning skaleres ned inn mot sommeren, venter vi at den globale BNP-veksten igjen tar seg opp i andre halvår. Ettersom konsumenter kan bevege seg friere og omfanget av permitteringer faller tilbake, vil husholdningene igjen returnere til mer normale konsummønstre. Inntjeningen i selskapene vil ta seg opp, og investeringsveksten vil øke. Vi forventer imidlertid at usikkerheten rundt smittespredningen vil dempe aktivitetsveksten resten av året selv om de mest inngripende tiltakene fjernes. Sammen med høyere finanseringskostander for selskapene, vil vedvarende usikkerhet trolig føre til at den økonomiske aktiviteten vil være markert lavere de kommende årene enn vi antok i vår globale makrorapport fra januar. Det betyr også at selv om sysselsettingsveksten i de største økonomiene vil ta seg opp fra andre halvår, vil arbeidsledigheten bite seg fast på høyere nivåer gjennom hele prognosehorisonten ut 2022.

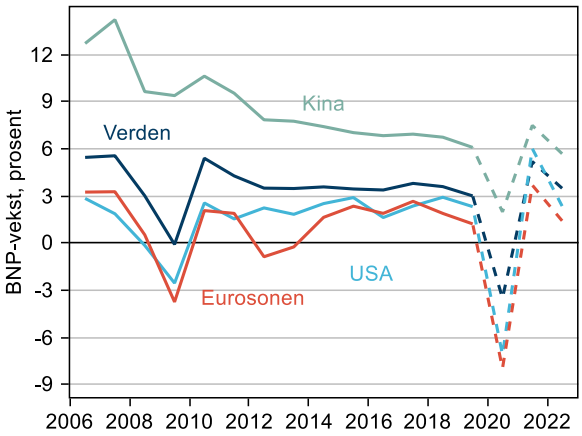
Arbeidsledigheten biter seg fast



Kilder: Macrobond og Handelsbanken

Samlet venter vi at den globale BNP-veksten faller med 3,5 prosent i år, for deretter å stige med 5,2 prosent i 2021 og 3,5 prosent i 2022. Total verdiskapning i verden vil dermed ligge nesten 4,5 prosent lavere ved utgangen av 2021 enn vi så for oss i januar-rapporten. Den kortsiktige effekten av pandemien vil være ensartet for de største økonomiske regionene i den forstand at verdiskapningen faller raskt og arbeidsledigheten stiger kraftig. På veien mot en normalisering ser vi for oss at USA og Kina som har større finanspolitisk og pengepolitisk handlingsrom, vil se en raskere gjeninnhenting enn eurosonen. I eurosonen står de verst rammede landene, som Italia og Spania i fare for å bli straffet med høyere renter av markedsaktørene dersom de finanspolitiske tiltakene skulle bli for kostbare. Det vil kunne gjøre veien tilbake til en normal økonomisk hverdag lang og krevende for eurosonen samlet.

Dyp, global resesjon

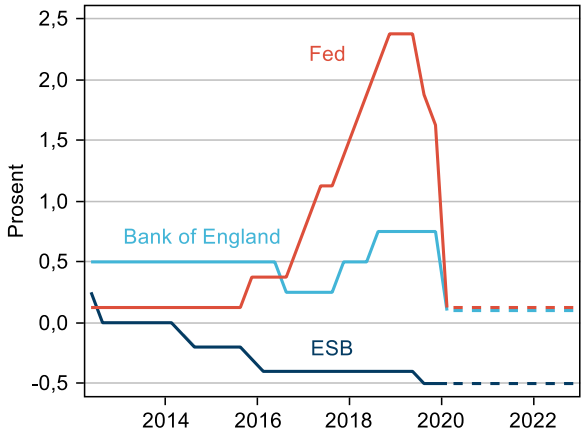


Kilder: Macrobond og Handelsbanken

Det vil ta lang tid før verdensøkonomien henter seg inn etter koronakrisen

Sentralbankene gjør det de kan
Federal Reserve (Fed) har kuttet styringsrentene med til sammen 1,50 prosentenheter siden virusutbruddet startet. Andre sentralbanker som Bank of England, Bank of China og en rekke mindre sentralbanker, har også kuttet rentene. I mange land er styringsrentene nå nær et nedre gulv. Vi venter at styringsrentene generelt vil bli liggende nær dagens nivåer ut prognosehorisonten i 2022. Med vedvarende høy arbeidsledighet og lav inflasjon i hele prognoseperioden, forventer vi at de fleste sentralbankene vil måtte opprettholde en svært ekspansiv pengepolitikk.

Rekordlave renter i lang tid



Kilder: Macrobond og Handelsbanken

Den Europeiske Sentralbanken (ESB) har lettet på pengepolitikken uten å senke renten fra et allerede rekordlavt nivå på -0,5 prosent. Det har skjedd gjennom å tilby mellomlangsiktige lån til bankene med svært gode lånevilkår. I tillegg har man gjennom Pandemic Emergency Purchase Programme (PEPP) i praksis åpnet for ubegrensede kjøp av statsobligasjoner i annenhåndsmarkedet. Sammen med tidligere annonseringer, venter vi at ESB vil kjøpe obligasjoner for mer enn 1000 milliarder euro i år, noe som i så fall vil øke sentralbankens balanse med nesten 20 prosent sammenliknet med nivået før krisen.

De finansielle forholdene svekket seg mer i USA enn i eurosonen tidlig i pandemiforløpet. Særlig uro i penge- og obligasjonsmarkedet bidro til dette. Som et svar, har Fed i tillegg til rentekuttene annonsert en rekke tiltak for å bedre likviditeten og støtte selskapene. Også i USA har man åpnet for ubegrensede kjøp av obligasjoner i markedet. Rask og kraftig respons fra verdens sentralbanker har bidratt til å redusere finansieringskostnadene for selskapene og dermed den umiddelbare konkursrisikoen, samt å støtte finansmarkedene. Også kraftfulle finanspolitiske tiltak i USA og mange andre steder, har bidratt til å støtte selskapene og husholdningene i en svært krevende periode.

Vi venter altså at de største sentralbankene vil holde rentene på rekordlave nivåer gjennom hele prognoseperioden. Vi tror allikevel at lange markedsrenter kan stige noe ettersom den økonomiske gjeninnhentingen tar fart. Gjeninnhentingen vil også trolig bidra til større risikoappetitt i finansmarkedene, noe som vil støtte mer sykliske valutaer. Samlet tror vi at dollaren vil svekke seg litt. Mot slutten av prognoseperioden i 2022 ser vi for oss EUR/USD på 1,15.

Rekordlave renter i hele prognoseperioden

Usikkerheten er usedvanlig høy

Det er alltid knyttet stor usikkerhet til anslag på den økonomiske og finansielle utviklingen. I dagens situasjon er usikkerheten allikevel markert høyere enn normalt. Vi står nå i en situasjon uten relevante historiske paralleller. Sammen med høy usikkerhet rundt det videre smitteforløpet, gjør det at økonomiske anslag nå formuleres under uvanlig stor usikkerhet. Over har vi beskrevet vår hovedforventning til den globale økonomiske utviklingen de neste årene. Øvrige prognoser i denne rapporten vil bygge på disse forventningene. Vi har imidlertid valgt å skissere et mer optimistisk- og et pessimistisk scenario for verdensøkonomien. Disse scenarioene kan ses på som beskrivende, men ikke uttømmende, for utfallsrommet vi nå står overfor.

En viktig forutsetning for dybden på den globale resesjonen og kraften i den påfølgende gjeninnhentingen, er varigheten på de mest inngripende tiltakene for å hindre smittespredningen. Vårt hovedscenario antar en gradvis nedskalering av disse tiltakene fra sommeren. Vi venter imidlertid at faren for ny oppblomstring av smitte vil gjøre at veien tilbake til en normal hverdag for folk flest kan trekke ut i tid.

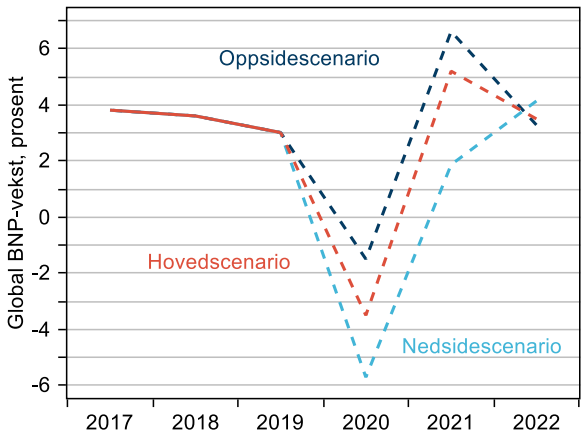
I vårt oppsidescenario ser vi for oss at utviklingen frem mot sommeren vil bli lik som i vårt hovedscenario. Men i oppsidescenarioet har vi imidlertid antatt at gjenåpningen av økonomiene vil gå uten større tilbakeslag og at prosessen vil være forholdsvis rask. Myndighetens tiltak for å støtte økonomiene vil være treffsikre, og hindre større konkursbølger. Med smittespredningen under kontroll og kraftige tiltak gjennom finans- og pengepolitikken, vil usikkerheten blant økonomiske aktører raskt kunne falle tilbake. I dette scenarioet ser vi for oss at den globale BNP-veksten vil bli -1,5 prosent i 2020 og hele 6,5 prosent i 2021. Økonomiene i USA og eurosonen vil hente seg raskt inn med sterk vekst og rask nedgang i arbeidsledigheten gjennom 2021 og 2022. Allikevel venter vi at arbeidsledigheten både i USA og i eurosonen i et slikt scenario vil bli liggende på et noe høyere nivå mot slutten av prognoseperioden enn det som var situasjonen før virusutbruddet.

I vårt mest pessimistiske scenario antar vi at mange av dagens tiltak mot smittespredning må forlenges

ut hele 2020. Det vil kunne komme som en konsekvens av at det viser seg svært vanskelig å kontrollere smitten uten disse tiltakene på plass. I et slikt scenario vil usikkerheten for husholdningene og selskapene holde seg høy over lang tid og bidra til svakere konsum og investeringer. Den forlengede nedstengningen av verdensøkonomien vil kunne føre til at mange selskaper går konkurs, og at arbeidsledigheten stiger raskt og blir værende på høye nivåer over lang tid. Det vil i neste omgang bidra til en svakere gjeninnhenting når den etter hvert kommer. Mange av de verst rammede landene vil ha begrenset rom for ytterligere pengepolitisk og finanspolitisk stimulans mot slutten av pandemiperioden. Dette vil også bidra til å svekke det økonomiske oppsvinget etter pandemien kommer under kontroll. I et slikt scenario ser vi for oss at den globale BNP-veksten vil bli -5,5 prosent i 2020 og bare 2,0 prosent i 2021. Gjeninnhentingen blir treg i både USA og eurosonen, med dempet BNP-vekst både i 2021 og 2022. Arbeidsledigheten vil bli liggende på et historisk høyt nivå de kommende årene med en åpenbar risiko for at ledigheten blir varig høyere enn før virusutbruddet.

Våre alternativscenarioer er beskrevet i mer detalj i vår separate rapport om global økonomi med tittelen «Global lockdown».

Usikkert vekstbilde de kommende årene



Kilder: Macrobond og Handelsbanken

Implikasjoner for norsk økonomi

Den globale risikoappetitten har falt kraftig som følge av virusutbruddet og den påfølgende økonomiske krisen. Sammen med lavere oljepris har dette ført til en kraftig svekkelse av norske kroner. Norges Bank har kuttet styringsrenten til nær null som en respons på de samlede utfordringene norsk økonomi står overfor. Ettersom globale sentralbanker også har innført kraftige lettelser de siste månedene, har norske og internasjonale renter i stort utviklet seg noenlunde likt. Samlet har det dermed ikke oppstått motsetninger mellom norsk og internasjonal pengepolitikk som kunne ha gitt et ekstra press på kronen. Den svakere kronen kan framover bidra til bedret konkurranseevne for norske eksportører, men for tiden er uansett etterspørselen etter norske varer og tjenester svært lav. Den svake kronen bidrar dessuten til høyere prisvekst i Norge, noe som svekker norske husholdningers kjøpekraft.

Oljeprisen har som nevnt falt kraftig som følge av markert lavere etterspørsel i kjølvannet av viruspandemien. Over tid vil lavere oljepris bidra til at investeringsaktiviteten på norsk sokkel faller markert tilbake. Også før virusutbruddet var det forventet at oljeinvesteringenes bidrag til norsk vekst ville avta de nærmeste årene. Virusutbruddet forsterker dermed en allerede negativ trend, og vil trolig bety klart negative bidrag fra oljeinvesteringene til veksten i Fastlands-BNP de nærmeste årene.

For å summere opp, innebærer den globale resesjonen et stort, negativt etterspørselssjokk for norsk eksportnæring. Trolig vil dette sjokket bli enda mer tydelig i statistikken de nærmeste månedene ettersom ordrebøkene tømmes. I perioden fram mot sommeren, og i noe mindre grad i andre halvår, vil bedrifter som er avhengige av komponenter produsert i utlandet kunne oppleve leveranseforstyrrelser. Vårt hovedscenario for verdensøkonomien tilsier en viss gjeninnhenting i global økonomi fra andre halvår i år. Vi tror imidlertid ikke at gjenåpningen av den globale økonomien vil foregå uten tilbakeslag, noe som betyr svekket etterspørsel for norsk eksportnæring de nærmeste årene.

Norge

Varig verditap for norsk økonomi

Norsk økonomi er inne i en dyp nedtur som følge av de drastiske tiltakene som er iverksatt for å bekjempe koronaviruset. Selv om vi forventer at norsk økonomi gradvis åpner opp igjen, ser vi ikke for oss at aktiviteten vil ta seg helt opp til utgangspunktet. Utfordringene forsterkes av fallet i oljeprisen, som vil tynge petroleumsinvesteringene allerede fra i år. Arbeidsledigheten vil avta fra de spesielt høye nivåene vi nå observerer, men fortsatt holde seg høy de neste årene.

Valg av strategi og økonomiske konsekvenser

Folkehelseinstituttet (FHI) har skissert to mulige smittevernsstrategier[1] mot koronaviruset. Valg av strategi betinger en avveiing mellom selve sykdomsbyrden og tiltaksbyrden, og hva som er mulig å gjennomføre. Tiltaksbyrden henspiller på de negative virkningene av tiltakene for virksomheter og individer, samt liv og helse.

De to strategiene er:

- «Brems»: Tiltak settes inn for å bremse smittespredningen og unngå en høy topp. Med denne strategien vil likevel mange bli smittet (ca 40-50 prosent av befolkingen) og sannsynligvis bli immune. Epidemien forventes da å vare i ett år, og sykehusenes kapasitet antas å kunne holde tritt med epidemien.
- «Undertrykk» (eller «slå ned»): Iverksettelse av sterke tiltak for å kvele epidemien, og deretter holde smittespredningen lav (5-10 prosent av befolkningen antas å kunne bli smittet i et slikt scenario). Med denne strategien vil virusepidemien vare frem til en vaksine eller effektiv behandling blir allment tilgjengelig. FHI antar at epidemien da vil få en varighet på to år eller mer.

Undertrykk-strategien kan muligens tilnærmes på to måter. Dersom utvidet testing og smittesporing blir mulig, kan trolig kontaktdempende tiltak gradvis rulles tilbake samtidig som smittespredningen holdes lav og under kontroll. Men dersom dette ikke er mulig, vil strenge kontaktdempende tiltak måtte være på plass helt til en vaksine eller effektiv behandling blir tilgjengelig.

Norske myndigheter har så langt valgt å gå for «undertrykk-strategien.» I verste fall vil altså denne strategien innebære strenge kontaktreduserende tiltak svært lenge. Regjeringen har imidlertid nå valgt å lempe på noen av de mest inngripende tiltakene ved å åpne barnehager og deler av barneskolen, samt noen tjenestetilbydere som tidlig i epidemiforløpet måtte holde stengt. Regjeringens videre strategi vil kunne ha avgjørende konsekvenser for tilstanden i norsk økonomi på andre siden av covid-19 utbruddet.

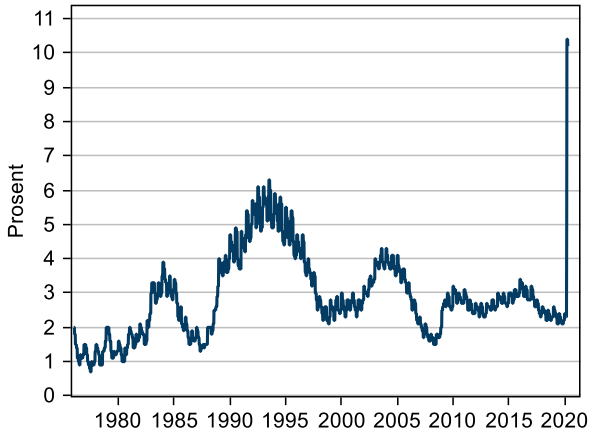
«Undertrykk-strategien» vil kunne innebære et kraftig økonomisk tilbakeslag

Slik rammes norsk økonomi av koronakrisen

De økonomiske konsekvensene av smittevernstiltakene har kommet godt til syne i arbeidsmarkedet. Permitteringer av ansatte har skutt i været, og med det har også den registrerte ledigheten kommet opp i svært høye nivåer. Arbeidsledigheten er per i dag oppe i 10 prosent av arbeidsstyrken. Dette er den høyeste ledighetsraten vi har sett siden andre verdenskrig. Medberegnet antall delvis ledige og på arbeidsmarkedstiltak, er andelen arbeidssøkere oppe i 15 prosent av arbeidsstyrken.

[1] Folkehelseinstituttet, 24.03.2020: COVID-19-EPIDEMIEN: Risiko, prognose og respons i Norge etter uke 12.

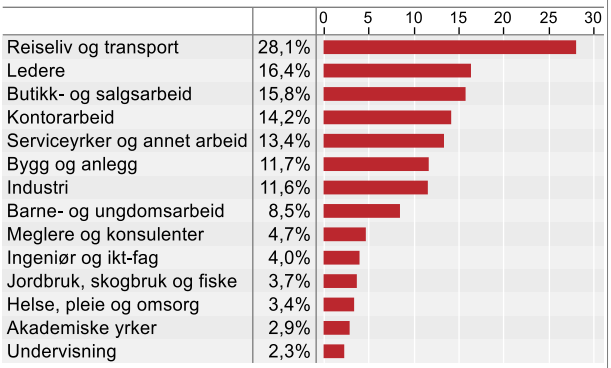
Registrert arbeidsledighet (helt ledige)



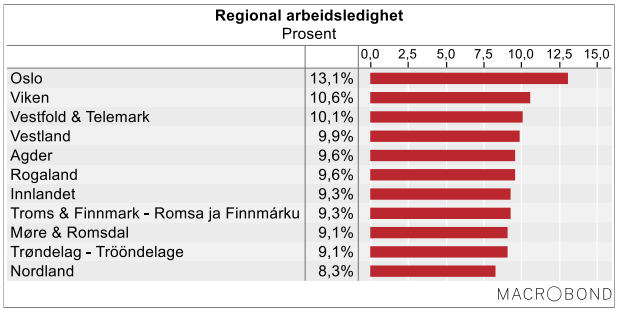
Kilde: Macrobond

Som vist i figurene under, har arbeidsledigheten økt bredt blant de tjenesteproduserende næringene, men spesielt innen reiseliv og transport. Men heller ikke industrien slipper unna. PMI-indeksen for norsk industri har falt til de laveste nivåene siden finanskrisen, trukket ned av signifikante fall innen produksjon, ordreinngang og sysselsetting. Videre ser vi at ledigheten har økt kraftig over hele landet, men at det er Oslo som har de høyeste nivåene.

Arbeidsledighet etter yrke
Prosent



Regional arbeidsledighet
Prosent



Dette viser at koronakrisen treffer oss på bred front, betinget av de valgte strategiene både her hjemme og blant våre handelspartnere, samt ringvirkningene av disse. Grovt oppsummert kan vi si at aktiviteten i norsk økonomi rammes gjennom følgende kanaler:

- **Direkte pålegg fra myndighetene,** som innebærer driftsstans eller begrensninger for en rekke virksomheter.
- **Bratt fall i etterspørselen blant våre viktigste handelspartnere.** Situasjonen er spesielt alvorlig i eurosonen, hvor veksten var svak allerede i forkant av virusutbruddet.
- **Brutte verdikjeder.** Produksjonsstans blant Norges handelspartnere begrenser importen av innsatsvarer som brukes til ferdigstillelse her hjemme. Ifølge PMI har leveringstidene økt markert.
- **Et markert fall i oljeprisen.** Lavere oljepriser fører til et raskere og brattere fall i petroleumsinvesteringene. Dette omtales nærmere i et eget avsnitt.
- **Reduksjon i reisetrafikken.** Ikke bare på tvers av landegrensene (turisme), men også i form av redusert innenlands reise- og møtevirksomhet
- **Forstyrrelser i finansmarkedene.** Oslo Børs har falt med 20 prosent fra toppen, kredittpåslagene har økt, og tilgangen til langsiktig finansiering forventes å være krevende også i tiden fremover.
- **Økt usikkerhet,** som igjen kan legge en demper på både konsum- og investeringsviljen. Konsumenttilliten i Norge (CCI) har falt markert til sitt laveste nivå i tidsserien fra 2007. Indikatoren knyttet til husholdningenes egen økonomiske situasjon har ikke vært lavere siden finanskrisen.

Norsk økonomi rammes gjennom både direkte og indirekte kanaler

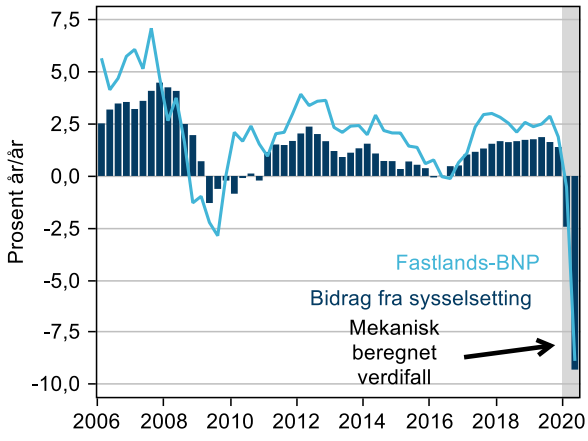
Denne oppsummeringen bærer bud om at norsk økonomi ikke bare er hardt rammet på kort sikt. Vi må også regne med å se langtidsvirkninger etter at selve helsekrisen er over.

Økonomisk nedtur uten sidestykke

Men vi må starte analysen i den korte enden – situasjonen i norsk økonomi «her og nå,» før vi kan

drøfte scenarioer for fremtiden. Her tar vi utgangspunkt i en enkel regnskapsidentitet: Fra produksjonssiden kan BNP uttrykkes som produktet av sysselsettingen og verdiskapingen per sysselsatt (produktiviteten). Oppgangen i antall arbeidssøkere gir oss et bilde av nedgangen i sysselsettingen. Det er imidlertid mer usikkert hvordan produktiviteten i norsk økonomi er rammet av koronakrisen. På den ene siden kan man argumentere for at de som fortsatt er i jobb må ta unna arbeidsoppgavene desto mer effektivt. Det trekker isolert sett produktiviteten opp. På den annen side er det for tiden utbredt bruk av hjemmekontor. Her må vi nok anta at arbeidsproduktiviteten har gått ned for de som skal passe barn, samtidig som de skal forsøke å ta unna ordinære arbeidsoppgaver. Til slutt har vi de bedriftene som foreløpig ikke har tydd til permitteringer, selv om produksjonen har falt. Dette trekker igjen produktiviteten ned. Ettersom det er forhold som tilsier både sterkere og svakere produktivitetsvekst i lys av koronakrisen, har vi beregningsteknisk lagt til grunn at produktivitetsveksten er uendret. I alt tilsier dette at Fastlands-BNP i andre kvartal har falt med nærmere 10 prosent, regnet mot samme periode i fjor.

Fastlands-BNP



Kilder: Macrobond og Handelsbanken

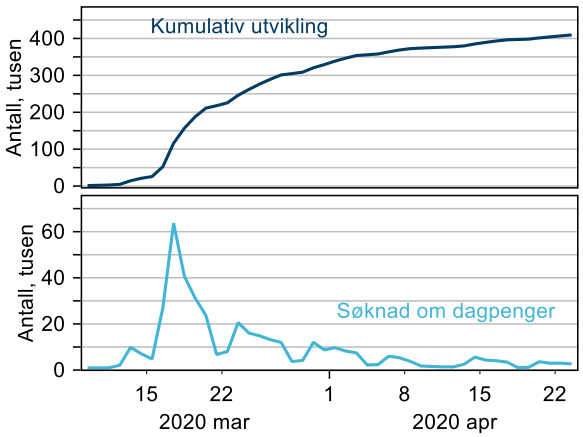
Tiltak for å dempe den økonomiske nedturen

Myndighetene har lansert en rekke tiltak for å dempe de økonomiske skadevirkningene. Norges Bank har kuttet styringsrenten med til sammen 125 basispunkter, til 0,25 prosent, og tilbudt ekstraordinære likviditetstiltak for å sikre at rentekuttene får best mulig gjennomslag til publikum. Finansdepartementet har også vedtatt å øke fleksibilitetskvoten i boliglånsforskriften, med virkning fra andre kvartal. Bankene kan også innvilge utsettelse for renter og avdrag i inntil seks måneder. Videre er det iverksatt en rekke finanspolitiske tiltak for å motvirke inntektsbortfall for både bedrifter og husholdninger, det er kommet på plass støtteordninger for bedrifter med stor omsetningssvikt, og det er lansert tiltak for å lette bedrifters finansiering via obligasjonsmarkedet. I tillegg får de automatiske stabilisatorene i økonomien virke.[2]

Vi dekker disse forholdene mer inngående i et eget kapittel om penge- og finanspolitikken. Her nøyer vi oss her med å understreke at tiltakene vil dempe, men ikke forhindre, et økonomisk tilbakeslag. Det er allerede en realitet.

Det er samtidig noen tegn til at det største fallet ligger bak oss. Ifølge en fersk NHO-undersøkelse (17.april) er det nå noen færre bedrifter som har likviditetsproblemer. Og selv om konkursfrykten fortsatt er høy, er andelen som frykter konkurs litt lavere enn rapportert før påske. De daglige tallene for antall permitterte har også tatt seg ned i det siste, selv om nivåene fortsatt er unormalt høye. Den optimistiske tolkningen av dette er at bedriftene har tiltro til at stimulansetiltakene vil virke. Men vi merker oss at det nå er noen flere bedrifter som melder om planlagte oppsigelser i tiden fremover. Dermed kan vi se at antall ordinære dagpengesøkere (oppsigelser) øker relativt til antall dagpengesøkere ved permittering.

Dagpengesøknader



Kilde: Macrobond

[2] Mekanismer som bidrar til å redusere effekten av etterspørselssjokk på samlet etterspørsel og dermed aktivitetsnivået i økonomien

Krisetiltak demper, men forhindrer ikke et tilbakeslag i norsk økonomi

Gradvis gjenåpning av økonomien; hva nå?

Myndighetene har som uttalt ambisjon å opprettholde en reproduksjonsrate for viruset på under 1. Dette innebærer at viruset fortsatt skal slås ned/undertrykkes (ref strategiene beskrevet over). Men restriksjonene slippes nå så vidt opp. Ifølge Erna Solberg har de nemlig lykkes i å få viruset under kontroll (7.april). Og tiltro til at de fortsatt kan holde reproduksjonsraten nede, gjør at de fra utgangen av april vil begynne å lempe litt på restriksjonene. Men merk at dette skjer gradvis og med fare for ny innstramming dersom virusspredningen tar seg for mye opp.

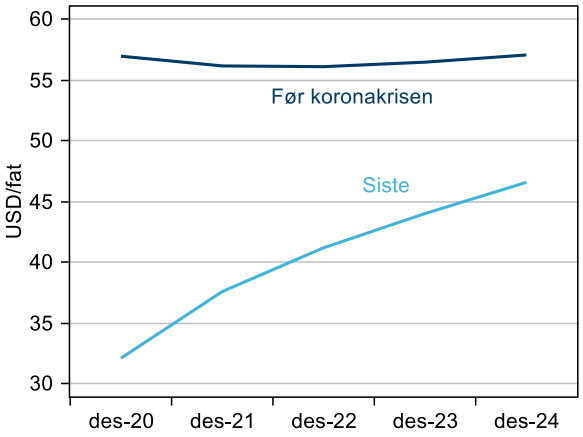
Men som hovedforutsetning legger vi til grunn at det kan lempes ytterligere på restriksjonene gjennom andre halvår. Det vil i så fall trekke aktiviteten opp igjen fra og med tredje kvartal. Dette vil også innebære at husholdningene kan begynne å bevege seg mer fritt og etter hvert finne tilbake til et mer normalt konsummønster. Tilsvarende forventer vi at restriksjonene lettes gradvis blant våre handelspartnere. Dette gir ikke bare bedre muligheter for fastlandseksporten, men sørger også for at verdikjedene fungerer bedre igjen. Når det er sagt, må vi uansett regne med at usikkerhet rundt videre smittespredning vil fortsette å dempe den økonomiske aktiviteten. Og vi understreker at en full gjenåpning av økonomien trolig ligger langt frem i tid. Noen vaksine forventes ikke å foreligge før tidligst om 12-18 måneder,[3] og dermed antar vi at den forsiktige prosessen med å lempe på restriksjonene vil fortsette å prege norsk økonomi i lang tid fremover.

Gjenåpningen av norsk økonomi vil ta lang tid

En særs ubeleilig oljekrise

Gjeninnhentingen utfordres også av det markerte fallet i oljeprisen. Allerede før krisen var det kjent at petroleumsinvesteringene ville avta igjen fra neste år (regnet som årsgjennomsnitt).[4] Men slik bildet ser ut nå, må vi regne med å se at nedgangen starter allerede fra i år. De største aktørene på norsk sokkel har allerede annonsert reduserte budsjetter for 2020; med kutt i letebudsjettene, og utsettelse av ikke-sanksjonerte prosjekter hvor det i utgangspunktet var ventet innlevering av planer for utbygging og drift.

Oljepris (Brent, fremtidspriser)



Kilde: Bloomberg

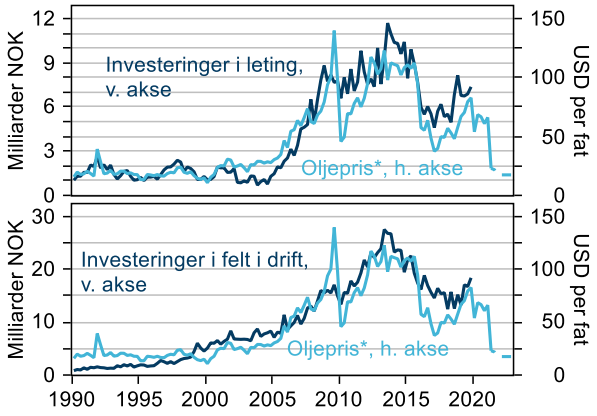
Utviklingen er ikke overraskende. Historisk har vi observert en relativt nær samvariasjon mellom utvikling i oljeprisen og investeringer innen letevirksomhet og felt i drift.[5] Intuisjonen er enkel: En lavere oljepris bidrar til svekket lønnsomhet, og gjør det mindre attraktivt å investere i nye ressurser. Det er også mindre attraktivt å utnytte marginale forekomster rundt felt i drift. Historien viser imidlertid at det tar noe tid før vi ser at endringer i oljeprisen påvirker disse investeringskomponentene; effekten kommer gjerne vel et år senere. Men denne gangen ser det altså ut til å skje raskere. Nettopp derfor forventer vi en relativt bratt nedgang i petroleumsinvesteringene i år, som også forlenges inn i neste år. Det betyr at selv om «resten» av norsk økonomi etter hvert vil åpne opp igjen, vil lavere aktivitet blant oljeleverandørene virke dempende på den samlede aktivitetsveksten i årene fremover.

[3] https://forskning.no/sykdommer-vaksiner-virus/derfor-tar-korona-vaksine-maneder-a-lage/1657081

[4] Se f.eks Oljedirektoratet: «Sokkelåret 2019,» publisert i januar 2020

[5] Se Handelsbankens Konjunkturrapport 1/19 for en nærmere gjennomgang av sammenhengene mellom oljepris- og investeringer

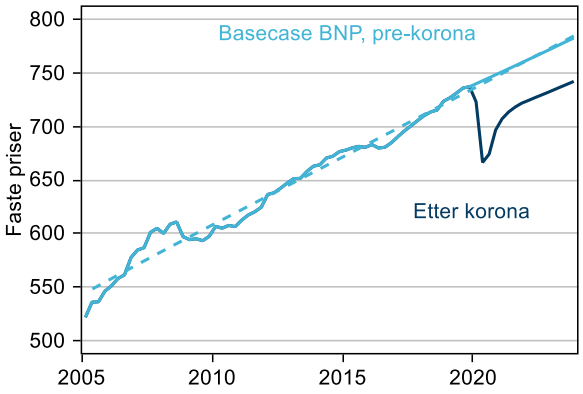
Oljeinvesteringer og oljepris



Kilder: Macrobond og Bloomberg
* Tilbakedatert 5 kv. og forlenget med dagens oljepris

Fastlands-BNP

Før og etter koronakrisen



Kilder: Macrobond og Handelsbanken

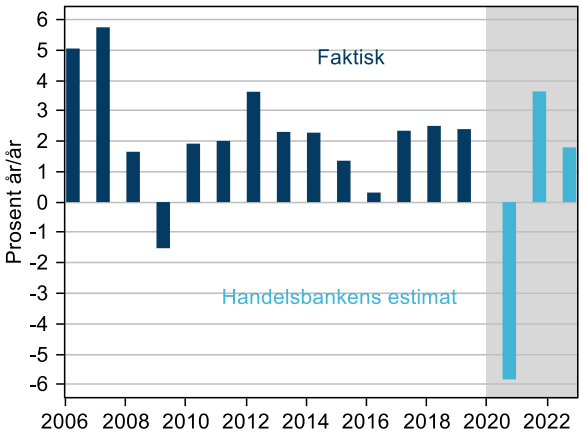
Allerede fra i år kan vi se en betydelig nedgang i petroleumsinvesteringene

Oppsummert: Varig verditap for norsk økonomi

I alt ser vi for oss et varig verditap for norsk økonomi, i den forstand at verdiskapingen de neste årene blir lavere enn hva den ellers ville ha vært, og sysselsettingen blir lavere. Dette skyldes dels langtidsvirkningene av de inngripende tiltakene her hjemme og blant våre handelspartnere. Men det skyldes også at det betydelige fallet i oljeprisen vil svekke investeringsutsiktene for norsk sokkel i tiden fremover. I følge våre beregninger blir verdiskapingen i Fastlands-Norge liggende om lag 5 prosent lavere de neste årene; sammenlignet med det som var utgangspunktet før koronakrisen. Dette er skissert i figuren under. Differansen opp til trendlinjen uttrykker verditapet for norsk økonomi.

Videre viser vi prognosene som årlig prosentvis endring i Fastlands-BNP, se figur og tabell. Tallene i klammeparentes i tabellen under uttrykker anslagene fra vår forrige konjunkturrapport i oktober 2019. I alt ser vi for oss at Fastlands-BNP vil falle med 5,8 prosent i 2020, regnet som årsgjennomsnitt, før økonomien igjen stiger med hhv. 3,6 prosent i 2021 og 1,8 prosent i 2022. Men selv med positiv vekst igjen de neste årene, er det altså langt opp igjen til trendlinjen for produksjon fra perioden før korona- og oljekrisen.

Fastlands-BNP, faktisk og anslått vekst



Kilder: Macrobond og Handelsbanken

Tabell: Faktisk og anslått utvikling i Fastlands-BNP

	2019	2020	2021	2022
Faktisk	2,4			
Anslag Handelsbanken	(2,6)	-5,8 (1,8)	3,6 (1,2)	1,8

Usikkerhet i prognosene

Prognosene er uvanlig usikre. Ikke så mye på kort sikt siden vi har en god del informasjon om den umiddelbare nedgangen i BNP, men utviklingen videre fremover er betinget av en rekke usikre forhold. Det lyse scenarioet er at norsk økonomi kan åpne relativt raskt opp igjen, uten at de helsemessige effektene blir for store. For eksempel dersom teknologiske eller medisinske gjennombrudd skulle tilsi at de smittedempende restriksjonene kan lempes på raskere, vil økonomien kunne utvikle seg bedre enn vi har beskrevet så langt.

Vi mener imidlertid at det er lettere å se for seg at risikoen ligger på nedsiden. Store verdier går tapt for hver uke og måned som går. Dermed er det usikkert hvor mange bedrifter som vil overleve gjennom krisen, og kan åpne opp igjen. Så kan man alltids innvende at bedrifter som går konkurs vil kunne erstattes av nye aktører. Men dette vil igjen ta tid. Videre kan fortsatt høy risikoaversjon blant husholdninger og foretak legge en vedvarende demper på utviklingen i konsum og investeringer. Ikke minst kan vi oppleve at restriksjonene for å bekjempe viruset blir liggende fast i tiden fremover, uten noen form for lettelser. Skulle en eller flere av disse risikofaktorene materialisere seg, blir verditapet i norsk økonomi vesentlig større enn vi har lagt til grunn.

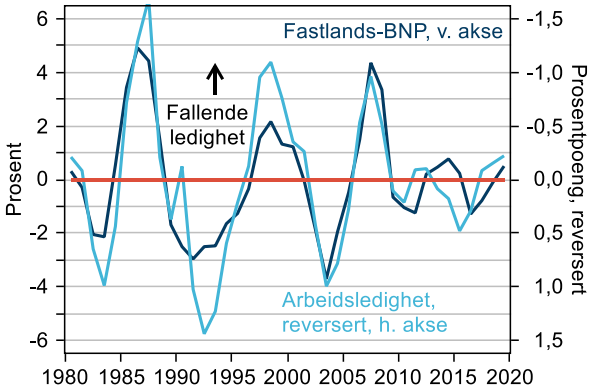
«Varig» økning i arbeidsledigheten

Selv i vårt hovedscenario blir arbeidsledigheten relativt høy de neste årene. Den vil riktignok ikke holde seg helt oppe på dagens nivåer ettersom vi ser for oss en gradvis gjenåpning av økonomien hvor flere av de permitterte vil komme tilbake til jobb igjen. Men med en varig svekkelse av verdiskapingen i norsk økonomi, slik vi argumenterer for, må vi anta at arbeidsledigheten blir høyere enn hva den ellers ville ha vært. For å gi et bilde av utviklingen fremover har vi tatt utgangspunkt i Okuns lov, som er den observerte sammenhengen mellom arbeidsledigheten og BNP-veksten.[6] Med den BNP-prognosen vil har lagt til grunn, tilsier dette at den registrerte arbeidsledigheten først vil ta seg ned til 5,5 prosent gjennom andre halvår i år, før den faller til rundt 4 prosent i årene fremover. Dette er mye høyere enn hva som ville vært situasjonen uten koronakrisen og fallet i oljeprisen. Og det er mye høyere enn hva vi ellers har sett i nyere norsk historie. Til sammenligning steg aldri ledigheten noe særlig over 3 prosent verken under finanskrisen eller den forrige oljekrisen.

Høy arbeidsledighet i årene fremover

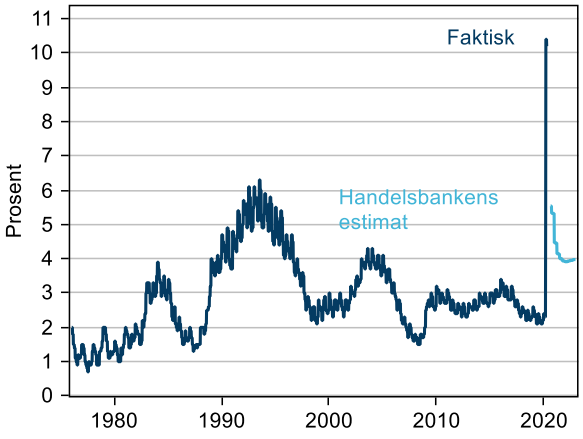
Okuns lov, årlige data for 1980-2019

BNP og arbeidsledighet, avvik fra trend



Kilder: Macrobond og Handelsbanken

Utviklingen i arbeidsledigheten



Kilder: Macrobond og Handelsbanken

[6] For estimering av Okuns lov på norske data, se f.eks Norges Bank, Pengepolitisk rapport 4/2016, ramme om arbeidsledighet og kapasitetsutnytting. Med alle størrelser beregnet som avvik fra en normalsituasjon, legger vi til grunn at ledighetsraten vil være 0,1 prosentpoeng høyere dersom BNP-veksten viser seg 0,3 prosentpoeng svakere

Norge

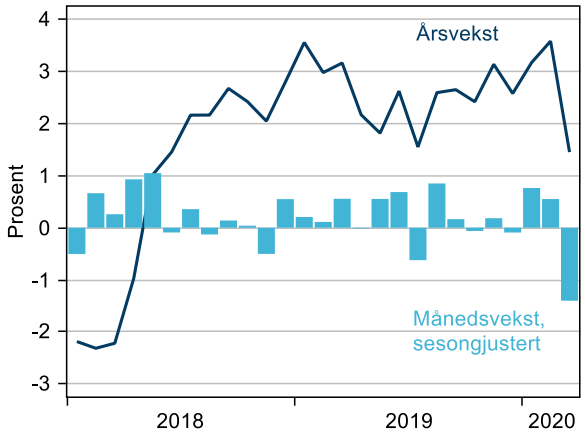
Lavere renter demper boligprisfallet

Boligprisnedgangen har vært relativt moderat så langt, gitt den skyhøye arbeidsledigheten. Balansen mellom tilbud og etterspørsel tyder heller ikke på et dypt prisfall på kort sikt. Når det er sagt, er det grunn til å tro at husholdningenes inntekter er varig svekket av denne krisen. Det vil igjen føre til at boligprisene over tid utvikler seg svakere enn hva de ellers ville ha gjort.

Beskjeden prisnedgang så langt

Koronakrisen har foreløpig gitt moderate utslag i boligmarkedet, i hvert fall prismessig. I mars falt de sesongjusterte boligprisene med 1,4 prosent m/m på landsbasis (-1,5 prosent i Oslo), som må sies å være moderat gitt den skarpe økningen i arbeidsledigheten. Lavere utlånsrenter, både faktiske og forventede, har nok bidratt til å dempe nedgangen i boligprisene så langt. Vår hovedforutsetning er at det momentane boligprisfallet vil bli relativt moderat. Koronakrisen vil heller føre til at boligprisene over tid utvikler seg svakere enn hva de ellers ville ha gjort.

Boligpriser



Kilde: Macrobond

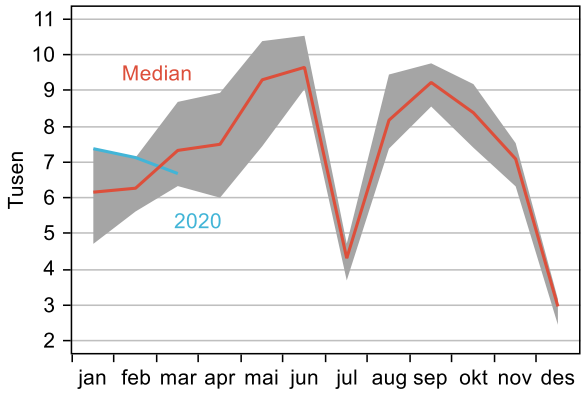
For å dvele litt mer ved det første poenget, tar vi som vanlig utgangspunkt i at boligprisene bestemmes gjennom transaksjonene. Det er nemlig balansen i boligmarkedet, eller det relative forholdet mellom antall boliger som legges ut for salg og antall boliger som etterspørres, som vil gi en pekepinn på prisveksten den nærmeste tiden. Erfaringsmessig vil forholdet mellom disse størrelsene gi en indikasjon på boligprisutviklingen de neste 2-3 månedene. Bryter vi ned tallene for mars, viser de at boligomsetningen på landsbasis falt relativt til medianverdien de siste 10 årene.[7] Dette tyder på lavere etterspørsel. Samtidig observerte vi at tilbudet av boliger til salgs, målt på samme måte, holdt seg bedre oppe. Balansen tippet altså i retning av lavere boligpriser. Men poenget er at den relative forskjellen ikke har vist seg særlig stor så langt. Og som sagt ble også prisfallet i mars relativt moderat. Skulle vi anslått et dypt fall i boligprisene på kort sikt, skulle vi nok først og fremst ha sett at tilbuds- og etterspørselsbalansen virkelig hadde gått i disfavør av boligprisene med en stor tilbudsside relativt til etterspørselen etter bolig. Men der er vi ikke nå. Markedsbalansen indikerer heller en ganske moderat prisnedgang på kort sikt.

Når det er sagt, innrømmer vi at boligmarkedet er forbundet med stor usikkerhet. Skulle vi få en opphopning av antall usolgte boliger framover , tilsier erfaringen at dette fører til at prisene må justeres nedover for at varelageret skal kunne selges unna, lave renter til tross.

[7] Som følge av påskens ulike plassering i 2019 og 2020 blir det misvisende å gjøre år/år-sammenligner. Vi foretrekker heller å sammenligne tallene med det som har vært tendensen over tid.

Transaksjoner i boligmarkedet

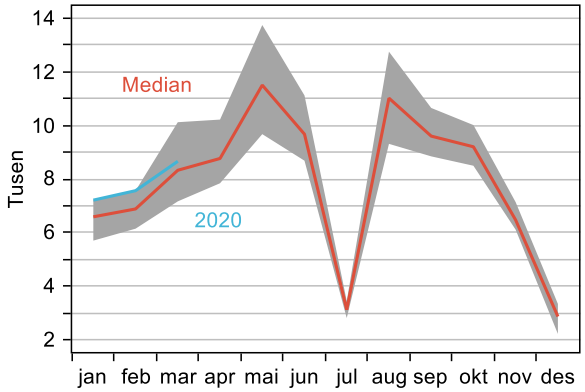
Faktisk, median og høy/lav siste 10 år



Kilde: Macrobond

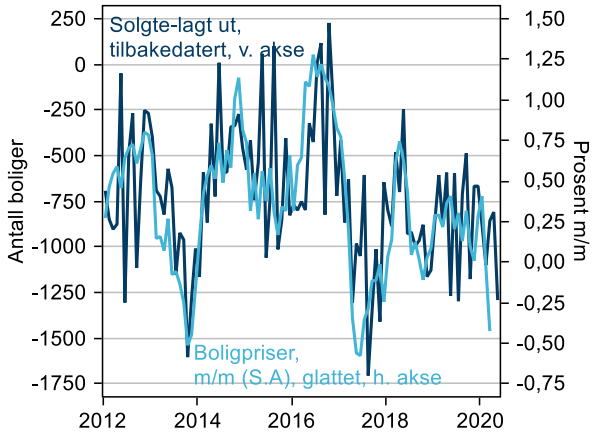
Bruktboliger lagt ut for salg

Faktisk, median og høy/lav siste 10 år



Kilde: Macrobond

Boligpriser, tilbuds- etterspørselsbalanse



Kilde: Macrobond

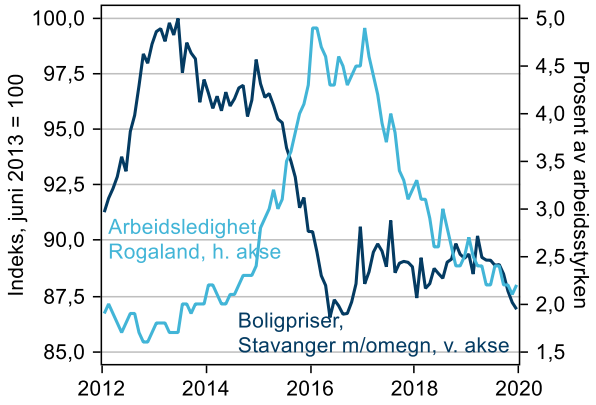
Men boligprisene vil utvikle seg svakere på sikt

Det mer grunnleggende spørsmålet er om boligmarkedet kan komme raskt i gang igjen etter at selve helsekrisen er over. På den ene siden vil nok aktiviteten etter hvert kunne bedre seg. Men det er samtidig grunn til å advare mot påstanden om at boligprisene «alltid» henter seg raskt inn igjen. Situasjonen nå er en helt annen enn vi så under f.eks finanskrisen. Alt i alt førte finanskrisen til et relativt moderat tilbakeslag i norsk økonomi, som ble etterfulgt av en rask gjeninnhenting. Dermed ble også nedturen i boligmarkedet en heller kortvarig affære. Den forrige oljekrisen var også spesiell, ettersom den i all hovedsak rammet leverandørregionene. Områder som Oslo styrte mer eller mindre unna krisen; i hvert fall hvis vi skal bedømme situasjonen ut i fra utviklingen i arbeidsmarkedet. Det er samtidig verdt å merke seg at områdene som ble sterkt berørt av oljekrisen, som Stavanger, gjennomlevde et permanent fall i boligprisene. For selv om arbeidsledigheten etter hvert kom seg ned igjen etter at selve oljekrisen var over, ble boligprisene i Stavanger fortsatt liggende 10-15 prosent lavere enn før krisen. De nye jobbene ga ikke det samme høye lønnsnivået som de jobbene som hadde forsvunnet. Dette indikerer at en varig svekkelse av det generelle inntektsnivået også fører med seg en varig svekkelse av prisene i boligmarkedet.

Situasjonen i Stavanger var spesiell og kan ikke overføres direkte til dagens situasjon, i alle fall ikke på landsbasis. Men det kan likevel være verdt å trekke en viss parallell. Som vi har argumentert for, er det grunn til å tro at verdiskapingen i norsk økonomi har fått en varig knekk. Arbeidsmarkedet, og dermed også det generelle inntektsnivået, er svekket i overskuelig fremtid. Dette peker nettopp i retning av en svakere boligprisutvikling enn hva vi ellers ville ha sett, selv om rentene forventes å være lave.

Et «varig» inntektstap kan også prege boligprisene i lang tid fremover

Arbeidsledighet og boligpriser i Stavanger m/omegn (2012-2019)



Kilde: Macrobond

Husholdningenes inntekter er varig svekket

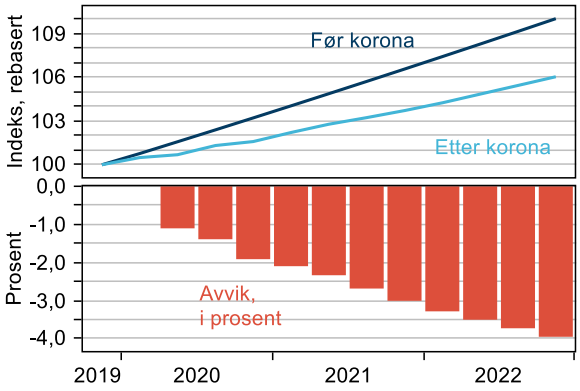
I det følgende har vi forsøkt å beregne størrelsen på denne inntektssvekkelsen for husholdningene. Sammenligningsgrunnlaget er hvordan situasjonen kunne ha sett ut dersom koronakrisen ikke hadde inntruffet. Beregningene er betinget på følgende forhold:

- Husholdningenes aggregerte lønnsinntekter antas varig svekket. Dette følger dels av at arbeidsledigheten blir høyere gjennom hele perioden. Riktignok bidrar mer generøse permitteringsordninger til å dempe mer av inntektsbortfallet i starten. Men denne generøsiteten vil neppe kunne vare ved gjennom hele prognoseperioden.
- Videre svekkes de aggregerte inntektene ved at lønnsveksten blir svakere de neste årene. Dette gir et akkumulert lønnsavvik gjennom prognoseperioden.
- Gjeldsmengden er akkumulert over tid, og er dermed en treg størrelse. Det betyr at gjeldsmengden i stor grad vil være den samme, uavhengig av om koronakrisen hadde inntruffet eller ikke.
- Rentekostnadene vil imidlertid være svært forskjellige i disse scenariene. Utgangspunktet før koronakrisen var at Norges Bank ville holde renten i ro, på 1,50 prosent gjennom hele prognosen. Med som følge av krisen er renta allerede kuttet til 0,25 prosent, og Norges Bank har også signalisert at de er villige til å kutte videre. Vi antar at Norges Bank kutter renta til null prosent i andre kvartal, for deretter å holde den i ro på dette nivået ut prognoseperioden.

Det følger av denne gjennomgangen at beregningene er betinget på flere usikre forhold. Resultatene må dermed tolkes med varsomhet. Men de gir likevel en illustrasjon av forløpet fremover. Det vi først og fremst kan lese ut av beregningene, er at rentekutt og mer generøse permitteringsordninger bidrar til å dempe inntektsbortfallet i starten av prognoseperioden. Men lenger utover i prognoseperioden blir «inntektstapet» stadig større sammenlignet med utgangspunktet før koronakrisen. Trolig blir ikke renta satt videre ned fra null, og dermed vil det oppstå et stadig større inntektsgap som følge av (1) varig økt arbeidsledighet og (2) en akkumulasjon av lavere lønnsinntektsvekst. Slik vi har beregnet det, gir dette et «inntektstap» som etter hvert nærmer seg 4 prosent, sammenlignet med en situasjon hvor koronakrisen ikke hadde inntruffet. Dette skal *ikke* leses som at boligprisene vil falle med 4 prosent fra dagens nivå. Men det gir et bilde på hvor mye svakere prisutviklingen kan bli over tid, sammenlignet med det som var situasjonen i utgangspunktet.

Husholdningenes disponible inntekter

Nominelle størrelser



Kilder: Macrobond og Handelsbanken

Enorm stimulans er mager trøst

Norsk økonomi er rammet av en dobbel krise, og myndigheter og sentralbank gjør hva de kan. Regjeringen knuser sparegrisen. Norges Bank brenner det siste kruttet og setter styringsrenten ned til null. Men alle tap kan ikke dekkes, og en dyp nedtur har allerede startet. Myndighetenes valg av virusstrategi blir avgjørende for hvordan norsk økonomi vil se ut «på den andre siden».

Regjeringen knuser sparegrisen

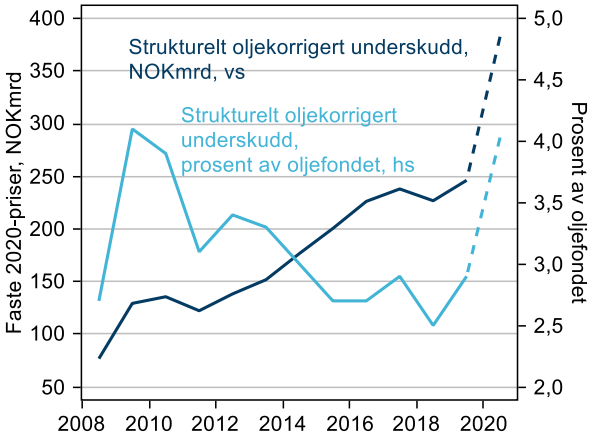
Norsk økonomi er truffet av en dobbel krise, med dramatisk effekt på aktivitet og sysselsetting. Regjering og sentralbank gjør hva de kan for å dempe de negative effektene på norsk økonomi, men alle tap kan uansett ikke dekkes.

Regjeringen har lansert en rekke økonomiske krisetiltak. Disse inkluderer blant annet tiltak for å motvirke inntektsbortfall for både bedrifter og personer, som for eksempel mer gunstige dagpengeordninger. Det er også kommet på plass en ny støtteordning for bedrifter med stor omsetningssvikt for å dekke uunngåelige faste kostnader. Staten vil også gi lån og lånegarantier til bedrifter som er rammet av viruskrisen. I tillegg får de automatiske stabilisatorene[8] i økonomien virke, blant annet ved at staten får lavere skatteinngang og høyere utgifter til ledighetstrygd. Finansdepartementet har dessuten vedtatt å øke fleksibilitetskvoten i boliglånsforskriften, noe som vil tillate bankene å avvike fra boliglånsforskriften i flere tilfeller enn ellers.

Krisen belaster trolig statsbudsjettet ekstra med 200mrd kroner eller mer i år

Finansdepartementet har anslått at tiltakspakkene, samt effekten av automatiske stabilisatorer, vil belaste statsbudsjettet i år med rundt 200 mrd kroner. Det er hvis de smittedempende tiltakene er på plass i to måneder, og vi deretter får en gradvis normalisering av økonomien. Finansdepartementet har også anslått at for hver ekstra måned krisen varer og tiltak er på plass, belaster det statsbudsjettet med 60 mrd. kroner. Disse utgiftene kommer altså i tillegg til den allerede planlagte offentlige pengebruken for i år. I nasjonalbudsjettet for 2020 hadde regjeringen sett for seg en oljepengebruk (strukturelt oljekorrigert underskudd), i år på 243,6 mrd. kroner, eller omtrent 2,6 prosent av oljefondets verdi ved inngangen til året i år. Som følge av viruskrisen vil dermed oljepengebruken over statsbudsjettet i år trolig bli på 4 prosent av oljefondet eller mer. Oljeinntektene til staten vil i år dessuten bli betydelig redusert sammenliknet med hva som er lagt til grunn i nasjonalbudsjettet for 2020 siden oljeprisen nå er langt lavere enn regjeringens forutsetning om 476 kroner per fat. Ifølge Nasjonalbudsjettet 2020 vil et fall i oljeprisen med 10 kroner per fat innebære en reduksjon i statens netto kontantstrøm på 4,7 mrd. kroner. Det betyr at kontantstrømmen til staten kan bli rundt 80 mrd. kroner lavere enn antatt i år.

Oljepengebruk i statsbudsjettet



Kilder: Nasjonalbudsjett 2020 og Handelsbanken

[8] Mekanismer som bidrar til å redusere effekten av etterspørselssjokk på samlet etterspørsel og dermed aktivitetsnivået i økonomien

Samtidig som pengebruken over statsbudsjettet tiltar kraftig og inntektsgrunnlaget reduseres, blir også størrelsen på oljefondet påvirket av fallet på verdens børser. Siden fondet er investert i utlandet, har imidlertid nedgangen i aksjemarkedene langt på vei blitt motvirket av den betydelige svekkelsen av norske kroner.

Rause stimulansetiltak er høyst nødvendig

Gitt at dette er en midlertidig krise, som delvis er påført oss av norske myndigheter, er vår oppfatning at den omfattende bruken av oljepenger er helt på sin plass. Et ekspert-utvalg ledet av Steinar Holden har estimert at omtrent to tredeler av aktivitetsfallet i norsk økonomi skyldes hjemlige tiltak for å dempe smittespredning. Slik vi ser det, er det hensiktsmessig at staten sørger for at flest mulig sunne og solide bedrifter klarer seg gjennom krisen, samt at husholdningene så langt som mulig kan betale sine boliglån og øvrige regninger. Oljefondet ble satt opp med sikte på å dekke fremtidige velferdsutgifter, men også til bruk for en regnværsdag, og det regner mye nå. Etter vårt syn, er det også viktigere for dagens barn og unge å ha et arbeidsmarked å ta del i, enn en stor sparegris.

Valg av virusstrategi blir avgjørende

Det vi imidlertid etterlyser fra myndighetene er tydeligere kommunikasjon. Slik vi ser det, må regjeringen komme på banen og bedre forklare husholdninger og bedrifter hva de skal forberede seg på i tiden som kommer. Så langt vet vi lite om hva regjeringen ser for seg de kommende månedene og årene. Hvilken smittedempende strategi myndighetene velger framover er nemlig helt essensielt.

Som nevnt tidligere i rapporten, har Folkehelseinstituttet (FHI) lansert to strategier for å dempe virusspredningen, og de kalles hhv «brems» og «slå ned» (eller «undertrykk»). Ekspertutvalget ledet av Holden har sett på kostnaden av de ulike strategiene. Ifølge utvalget kan «slå ned»-strategien tilnærmes på to måter. I den ideelle varianten slås smitten ned til et lavt nivå, og deretter holdes smitten lav ved utstrakt smittetesting og smittesporing. Samtidig kan da samfunnet gradvis normaliseres. Men dersom utstrakt testing og smittesporing ikke er mulig, må svært strenge, kontaktdempende tiltak være på plass i samfunnet helt til en vaksine eller behandling for sykdommen er allment tilgjengelig. FHI anslår at dette kan ta to år eller mer. Ifølge Holden-utvalget vil den siste tilnærmingen av slå ned-strategien ikke være å anbefale, siden den vil påføre Norge for store samfunnsmessige og økonomiske kostnader. Dette er et syn vi deler.

Dersom regjeringen velger en bremsestrategi, vil epidemien kunne være over i løpet av et år. Det innebærer i så fall at de smittedempende tiltakene i løpet av få måneder kan rulles gradvis tilbake. Men dersom regjeringen skulle velge «slå ned-strategien» uten utstrakt smittetesting og smittesporing, er det sannsynlig at omfattende tiltak må være på plass mye lenger enn vi har lagt til grunn i vårt hovedscenario. Dersom regjeringen skulle ønske å gå for denne strategien, ødelegges mye av vekstevnen i norsk økonomi. Da får vi ikke bare en resesjon, men trolig en langvarig periode med lav aktivitet og høy ledighet. Slik vi ser det, vil det kunne bli vanskelig å få aksept i befolkningen for en slik strategi, og det er derfor ikke gitt at den er mulig å gjennomføre i praksis. Vi heller derfor i retning av å tro at en av de andre strategiene uansett tvinger seg fram.

Norges Bank brenner det siste kruttet

Norges Bank har måttet kaste seg rundt og komme med tiltak for å bøte på den akutte krisen. Sentralbanken kuttet 13. mars styringsrenten med 50 basispunkter til 1,0 prosent, og like etterpå (20. mars) med 75 basispunkter til 0,25 prosent. I tillegg har sentralbanken lansert flere tiltak for å avhjelpe funksjonen i finansmarkedene, inkludert utvidede F-lån[9] og lån i utenlandsk valuta til bankene. Sentralbanken har også varslet at den kan intervenere i valutamarkedet for å støtte norske kroner. Dette er svært uvanlig, og selv ikke under finanskrisen benyttet Norges Bank seg av denne muligheten.

I den pengepolitiske rapporten fra 13. mars la sentralbanken til grunn at BNP i Fastlands-Norge vil stige med 0,4 prosent i år. Men dette estimatet er allerede foreldet, og alt for optimistisk. Registrert ledighet ble anslått til 2,5 prosent, noe som også er alt for lavt. Inflasjonen blir i år trukket opp av en svekket norsk krone, men gitt at dette er en midlertidig effekt, burde det ikke påvirke

[9] F-lån blir primært brukt for å tilføre likviditet til banksystemet. F-lån er lån mot sikkerhet i verdipapirer til flytende rente og gitt løpetid.

inflasjonsforventningene lenger fram. Vi venter derfor at sentralbanken ser igjennom den midlertidig høyere prisveksten i sin rentevurdering.

Nøkkeltall tegner et mørkt bilde av norsk økonomi

Foreløpig har vi kun et begrenset sett med nøkkeltall som dekker perioden etter Norge ble stengt ned, men de tallene vi har tegner et mørkt bilde. Ettersom flere nøkkeltall kommer inn, regner vi med at de i stadig større grad vil vise hvor hardt norsk økonomi er rammet.

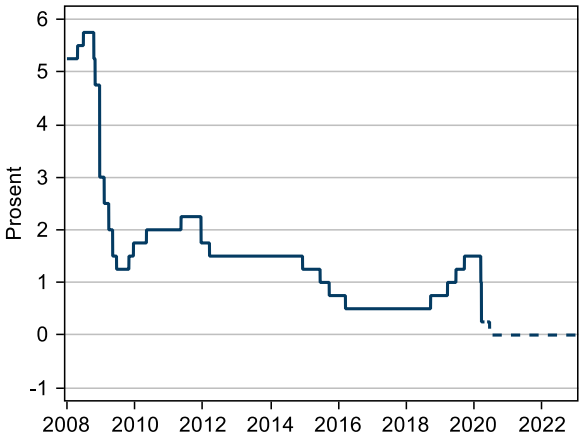
I 2016, i etterkant av forrige oljepriskollaps, sa Norges Bank at styringsrenten kunne settes ned i negativt territorium dersom det skulle trengs. Siden det, har vi ikke hørt noe mer om saken fra Norges Bank. I fjor så vi imidlertid at Riksbanken gikk vekk fra negative renter og satt renten opp til null til tross for svake signaler fra svensk økonomi. Sentralbanken begrunnet beslutningen med at negative renter trolig ikke er bra for økonomien over tid. Blant andre sentralbanker er det flere som hele veien har uttrykt skepsis til negative renter. Bank of England har sagt at de antar at negative renter vil være til mer skade enn hjelp for britisk økonomi gitt landets store finanssektor. Negative renter innebærer uansett en utfordring for bankenes systemer og inntjening. Det kan dermed tenkes at Norges Bank ikke ønsker å påføre bankene den ekstra belastningen som negative renter ville innebære i dagens situasjon.

Renten settes ned til gulvet

Styringsrenten ligger som nevnt i dag på 0,25 prosent. Dersom det skulle være sentralbankens oppfatning at dette nivået skulle være gulvet for styringsrenten i Norge, må vi i så fall få en god begrunnelse for dette, noe vi så langt ikke har fått. Gitt alvorligheten av denne krisen, venter vi at Norges Bank brenner det siste kruttet. Dermed ser vi for oss at Norges Bank setter styringsrenten ned til null, senest i juni.

Dersom Norges Bank, slik vi venter, setter renten ned til null, vil sentralbanken langt på vei ha tømt sitt pengepolitiske arsenal. Sentralbanken kan alltids kunne gjøre mer av det samme (mer F-lån, dollar-likviditet etc.) for å bedre funksjonen i pengemarkedet, men den har ikke flere håndtak å trekke i. Det betyr at dersom nedturen i norsk økonomi skulle bli langvarig, eller dersom vi skulle få et tilbakefall etter en midlertidig oppgang, har sentralbanken lite å stille opp med. Vi venter derfor at sentralbanken vil ønske å være helt bombesikker på at den økonomiske oppgangen har fått feste før renten settes opp. Dermed ser vi for oss at styringsrenten holdes på null i overskuelig framtid.

Styringsrente og Handelsbankens estimat



Kilder: Macrobond og Handelsbanken

Stimulans kommer uansett til kort

Regjeringen og sentralbanken kan uansett ikke dekke alle tap. Til tross for enorme stimulansetiltak, vil vi likevel se betydelig økonomisk skade, og vi venter oss den dypeste nedturen i norsk økonomi siden 2.verdenskrig. Dessuten ser vi hovedsakelig nedsiderisiko til vårt estimat for økonomisk utvikling framover. Og som nevnt: Hvilken virusstrategi myndighetene velger vil være helt avgjørende for hvordan norsk økonomi ser ut «på den andre siden».

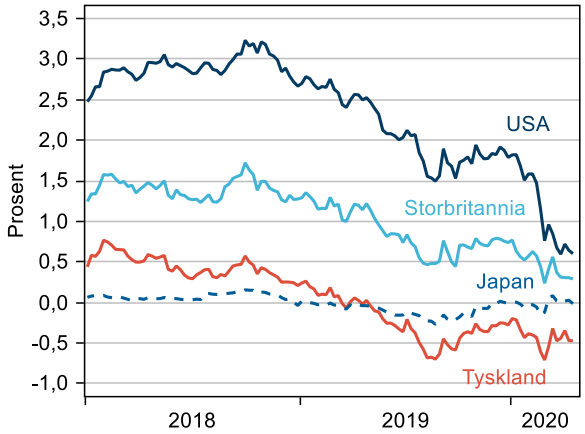
Moderat oppgang i norske lange renter

Den bredt baserte økonomiske nedturen som følge av koronaviruset har i enkelte regioner bidratt til store fall i rentene på statsobligasjoner. Vi venter at en oppgang i lange amerikanske renter vil bidra til en oppgang også i norske lange renter, samtidig som en mer forsiktig oppgang i tyske renter vil dempe oppgangen. Vårt anslag innebærer en oppgang i den norske tiårige swaprenten til 1,55 prosent i slutten av 2022. Tremåneders Nibor er ventet å bli liggende rundt 50 basispunkter over en styringsrente på null prosent ut hele prognosehorisonten.

Gradvis oppgang i lange USD-renter

Siden forrige konjunkturrapport i oktober i fjor, har internasjonale statsobligasjonsrenter utviklet seg i ulik retning. Mens statsrentene i USA og Storbritannia har falt til rekordlave nivåer, har det vært en oppgang i både tyske og japanske lange renter. Fallet i amerikanske og britiske renter kan ses i sammenheng med sentralbankenes nylige rentekutt, mens nivåene på tyske og japanske renter i en lengre periode har båret preg av lave renteforventninger. De fleste sentralbanker ligger nå på eller nær sin nedre grense for styringsrenten, og vi tror ikke at det vil komme noen rentehevinger de nærmeste årene. En enkel dekomponering av den amerikanske tiårige statsobligasjonsrenten viser at forventningen til gjennomsnittlig inflasjon de neste ti årene har falt om lag like mye som realrenten. En ytterligere dekomponering viser at den negative terminpremien i amerikanske statsrenter har falt ytterligere, og aller mest i den lange enden av statskurven. Markedsprisingen indikerer at styringsrenten i USA blir hevet først tidlig i 2024. Markedet deler dermed vårt syn på at Federal Reserve ikke hever renten de neste tre årene.

10-års statsobligasjonsrenter



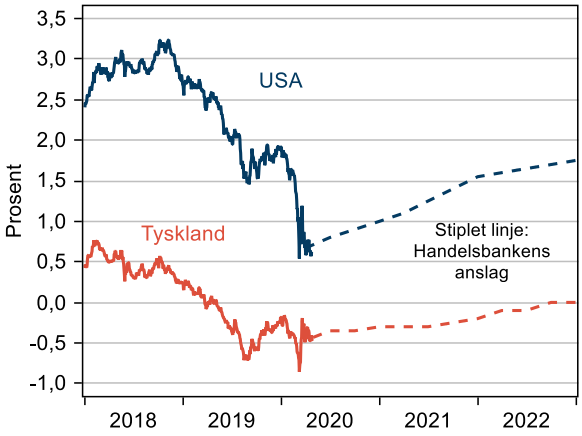
Kilder: Macrobond og Bloomberg

I løpet av de nærmeste årene kommer tilbudet av statsobligasjoner internasjonalt til å bli rekordstort, ettersom myndighetenes redningspakker skal finansieres. Det trekker isolert sett renten på statsobligasjoner opp. Det økte tilbudet av statsobligasjoner kommer delvis til å bli motvirket av sentralbankenes kjøp av statsobligasjoner.

Markedet deler vårt syn om at Fed ikke hever renten i prognoseperioden

Vi venter at renten på den amerikanske tiåringen vil stige med om lag en prosentenhet til 1,75 prosent i slutten av 2022, mens den tyske tiårsrenten stiger mot null i løpet av 2022.

Fortsatt lave tiårs statsrenter



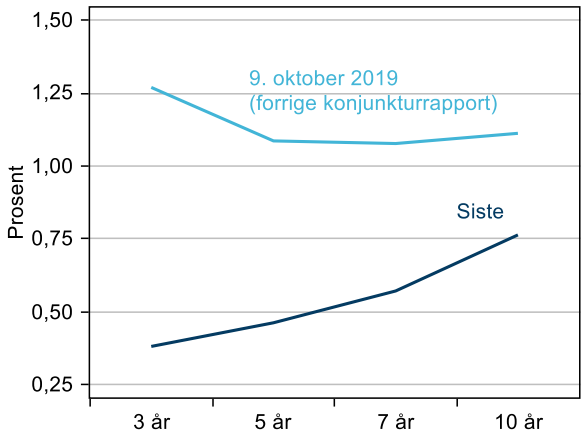
Kilder: Macrobond, Bloomberg og Handelsbanken

Lavere nivåer på norske statsrenter

Norske lange statsrenter har, i likhet med amerikanske og britiske, falt siden forrige konjunkturrapport. Fallet i rentene på norske statsobligasjoner må også ses i sammenheng med

rentekuttene fra Norges Bank på i alt 1,25 prosentpoeng til rekordlave 0,25 prosent. Disse kuttene har ført til en særlig stor nedgang i den korte enden av statsrentekurven (2 år). Fallet i den korte enden har vært rundt 90 basispunkter, mens det har vært rundt 40 basispunkter i den lange enden.

Norsk statsobligasjonskurve

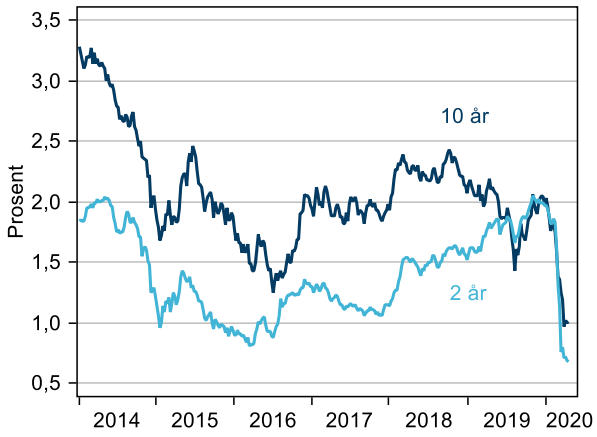


Kilder: Macrobond og Bloomberg

Norske swaprenter på rekordlave nivåer

I likhet med den norske statsrentekurven, har det vært en markert nedgang i rentenivået langs swaprentekurven. Nedgangen har vært på rundt 110 basispunkter i den korte enden av kurven. Fallet er en god indikasjon på at gjennomslaget fra rentekuttene til Norges Bank har vært betydelig.

Swaprenter, NOK



Kilde: Macrobond

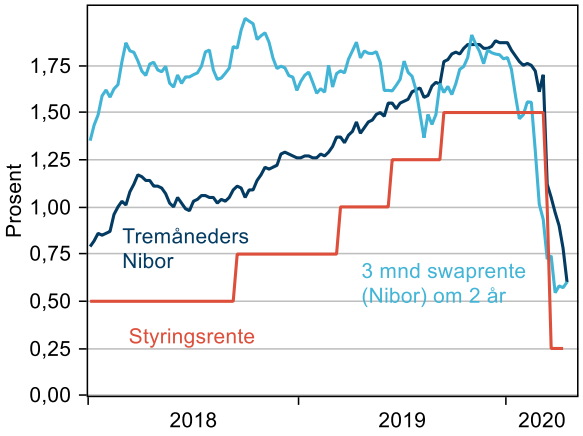
I den lange enden av swaprentekurven (10 år) har fallet vært på om lag 65 basispunkter, noe som medfører at den norske swaprentekurven har en positiv helning. Våre prognoser innebærer at den norske 10-års swaprenten vil stige 60 basispunkter opp mot 1,55 prosent innen utløpet av 2022, i hovedsak trukket opp av lange amerikanske renter.

Vi venter at den norske 10-årige swaprenten vil stige til 1,55 prosent i prognoseperioden

Likviditetstiltak fra Norges Bank har hjulpet

Kuttene i styringsrenten i mars har så langt hatt tre fjerdedels gjennomslag til den norske tremånedersrenten. Ekstraordinære F-lån i norske kroner til bankene, samt midlertidige dollarlikviditetsordninger (swap-linjer og F-lån i amerikanske dollar) har i stor grad bidratt til at gjennomslaget har blitt så høyt, i en periode hvor premiene i pengemarkedene har vært relativt høye.

Lave nivåer på norske renter



Kilder: Macrobond og Bloomberg

Forventninger om nullrente fra Norges Bank

Markedsforventningene til utviklingen i den norske tremånedersrenten de neste to årene innebærer en videre nedgang i Nibor til ned mot 0,50 prosent. Gitt vår vurdering av påslaget i pengemarkedet på 50 basispunkter, impliserer det en markedsforventning om en styringsrente på null prosent. Påslagene i pengemarkedet er imidlertid usikre, og forventningene til Nibor er dermed ikke treffsikre som anslag på markedsaktørenes forventninger til styringsrenten. Vår forventning er at Norges Bank senker renten til null senest i juni og at Nibor blir liggende rundt 0,50 prosent ut prognosehorisonten.

Valuta

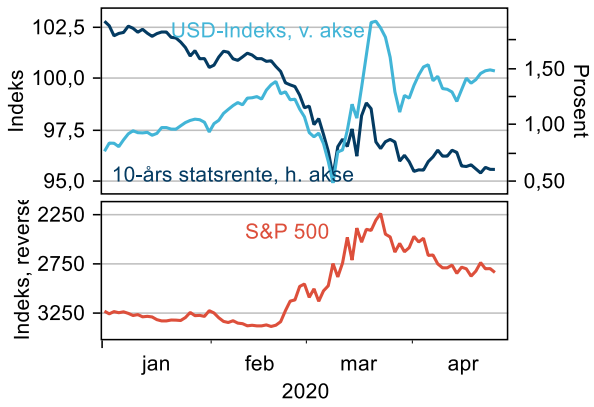
Økt risikoappetitt kan styrke krona

De økonomiske ringvirkningene av covid-19 pandemien har ført til et eksepsjonelt ras i kronekursen med nye rekordsvake nivåer mot både den amerikanske dollaren og den europeiske fellesvalutaen som en konsekvens. Fremover vil kronekursen avhenge av forventningene til global vekst og oljepris. Vi venter at økt risikoappetitt vil bidra til at norske kroner styrker seg framover. Mot euro ser vi for oss at krona kan styrke seg til 10,70 i mot slutten av prognoseperioden i 2022.

Mot en gradvis svakere amerikansk dollar

Oppgangen i USD-indeksen i mars nådde et toppunkt etter å ha styrket seg i overkant av 8 prosent på bare elleve dager. Styrkingen av amerikanske dollar startet dermed etter at usikkerheten rundt de økonomiske virkningene av Covid-19 meldte seg for alvor, og nedgangen på de amerikanske børsene tiltok. Den utløsende faktoren var et omfattende salg av verdipapirer, deriblant amerikanske statsobligasjoner, for å skaffe likviditet for å innfri forpliktelser i USD. Dermed uteble den vanlige samvariasjonen mellom prisen på amerikanske dollar og statsobligasjoner som vanligvis oppstår ved økt risikoaversjon i markedene.

USD-indeks, 10-års amerikansk statsrente og S&P 500-indeks



Kilder: Macrobond og Bloomberg

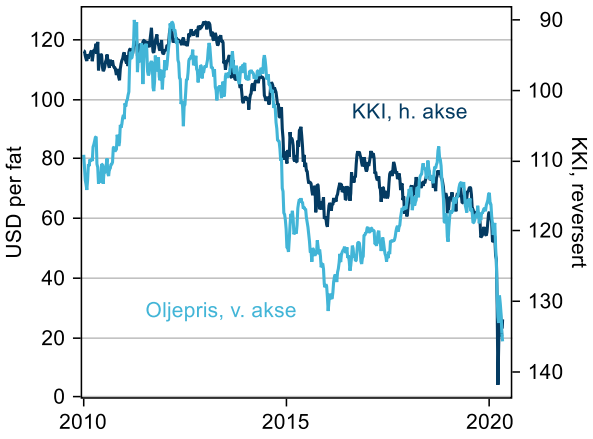
Behovet for dollarlikviditet ble akutt, noe den kraftige økningen i volatiliteten i aksje- og rentemarkedene er et uttrykk for. Omfattende tiltak for å lette tilgangen til USD, med den amerikanske sentralbanken som tilbyder til andre større sentralbanker, har i ettertid bidratt til en normalisering og lavere volatilitet. Med en gradvis gjeninnhenting av den økonomiske aktiviteten ser vi for oss at USD/NOK vil falle ned mot 10,0 de neste 6 månedene.

Rekordsvak kronekurs og oljepris

Den trendmessige svake utviklingen i kronekursen akselererte ytterligere i mars i kjølvannet av markedsuroen, som førte til flukt inn i tradisjonelle «trygge» valutaer som amerikanske dollar, japanske yen og sveitserfranc. Kronesvekkelsen har nå pågått i over sju år, og nedgangen i konkurransekursindeksen har vært så stor som om lag 60 prosent. Bakteppet har som kjent vært det store oljeprisfallet i 2014, i tillegg til en oppbremsing av den internasjonale økonomiske aktiviteten siden 2018. I fjor så vi en relativt sterk vekstoppgang i norsk økonomi, og samtidig så vi en positiv utvikling på verdens aksjemarkeder. Likevel styrket ikke norske kroner seg. Dette kan ha sammenheng med at oljesektoren utviklet seg relativt svakt sammenliknet med aksjemarkedet for øvrig.

Den relativt svake utviklingen i oljesektoren siden 2019 har trolig dempet interessen for norske kroner

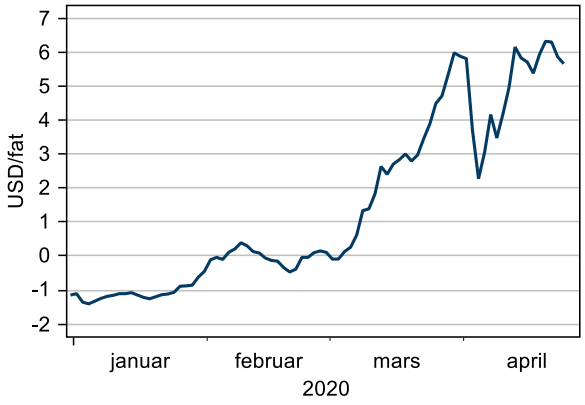
Oljepris, Konkurransekursindeksen (KKI)



Kilder: Macrobond og Bloomberg

Den norske krona blir priset som en råvarevaluta. Det brå bortfallet av etterspørsel etter olje forårsaket av viruspandemien, har resultert i et oljeprisras til tross for avtalen om produksjonskutt mellom OPEC+ landene. Utviklingen i oljeprisen blir trolig en viktig faktor for kronekursen også i tiden fremover, og stigende terminpriser på olje kan bidra til å gi støtte til krona dersom oljeprisen følger terminprisene oppover. Skulle derimot oljeprisen bli liggende på dagens nivåer eller falle ytterligere, vil det trolig gi en fortsatt svak utvikling i kronekursen.

Oljepris, Brent, differanse mellom august- og juni-kontrakt



Kilder: Macrobond og Bloomberg

Det brå omslaget i aktivamarkedene i mars førte, som omtalt over, til at behovet for kortsiktig likviditet ble toneangivende for utviklingen i markedene. I valutamarkedet er den norske kronen en relativt liten valuta som i perioder med økt stress i markedene er særlig utsatt. Da trekker investorer seg ut av små og illikvide valutaer, en kategori den norske kronen trygt kan plasseres i. Kronesvekkelsen ble så dramatisk at Norges Bank den 19. mars omtalte endringene som «historisk store», og varslet mulig støttekjøp av kroner (intervensjon) for å stabilisere utviklingen. I etterkant har krona hentet inn mye av det tapte, men den er fortsatt betydelig svakere enn før markedsuroen tiltok.

Økte kronekjøp fra Norges Bank

Siden slutten av 2014 har Norges Bank på vegne av staten solgt valuta og kjøpt norske kroner for å dekke det planlagte underskuddet på statsbudsjettet. I løpet av mars varslet sentralbanken at de daglige kronekjøpene ville bli økt fra 500 millioner kroner til 1600 millioner kroner, og i april steg beløpet videre til 2000 millioner kroner. De økte kronekjøpene følger av lavere netto kontantstrøm til staten fra petroleumsvirksomheten (lavere oljepris), og en forverring av budsjettbalansen som følge av koronakrisen. Til tross for at kronekjøpene er økt som følge av en svekket budsjettposisjon, kan også kronekjøpene i perioder gi støtte til krona ettersom det innebærer relativt forutsigbare kontantstrømmer i valutamarkedet.

Økt risikoappetitt kan styrke krona

Den positive sammenhengen mellom kronekursen og risikoappetitten i markedene har vært tydelig de siste to årene. Sistnevnte avtok tydelig i 4. kvartal 2018, og trenden har vært negativ blant annet som følge av den synkroniserte vekstnedgangen i verdensøkonomien.

Risikoappetitten avtok tydelig i 4. kvartal 2018, og trenden har vært negativ

Global risikoindeks og EUR/NOK



Kilder: Macrobond og Bloomberg

Vår forventning er at veksten i verdensøkonomien vil skyte fart fra 3. kvartal i år, understøttet av de store penge- og finanspolitiske tiltakene. Samtidig vil økt offentlig gjeldsbelastning i mange land, og risiko for at smittespredningen av koronaviruset igjen øker, trolig dempe både evnen og viljen til å ta risiko på kort sikt. Volatiliteten i markedene vil også kunne bli værende på relativt høye nivåer, noe som ofte innebærer en dempet interesse for den norske kronen. I løpet av prognosehorisonten ser vi for oss at den norske kronen vil kunne styrke seg til et nivå rundt 10,70 mot euro.

Nøkkeltall

Makroprognoser

	2019	2020	2021	2022
Konsum i husholdninger	1,8	-10,0	8,0	2,5
Private investeringer fastland	3,3	-14,7	0,0	1,2
Næringsinvesteringer	5,7	-18,0	2,0	2,0
Boliginvesteringer	-0,5	-9,0	-3,0	0,0
Offentlig konsum og investeringer	2,7	2,5	3,7	1,2
Eksport fra fastlandet	5,5	-8,0	3,7	1,4
Import til fastlandet	3,8	-8,9	3,7	1,4
Oljeinvesteringer	13,1	-8,0	-15,0	-5,0
BNP for Fastlands-Norge	2,4	-5,8	3,6	1,8

Kilde: Handelsbanken Capital Markets

Makroindikatorer

	2019	2020	2021	2022
Inflasjon KPI	2,2	1,2	3,3	1,7
Kjerneinflasjon KPI-JAE	2,2	2,7	2,2	1,7
Lønnsvekst per normalårsverk	3,5	2,0	1,5	2,3
Arbeidsledighet*	2,3	6,5	4,1	3,9

* Prosent av arbeidsstyrken (NAV)

Kilde: Handelsbanken Capital Markets

Renteprognoser

	24. apr	2. kv. 2020	3. kv. 2020	4.kv. 2020	1. kv. 2021	Slutt 2021	Slutt 2022
Norges Banks folio	0,25	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
3 mnd NIBOR	0,60	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50
10 år norsk stat	0,78	0,75	0,80	0,85	0,90	1,05	1,25
10års norsk swap	1,01	1,00	1,05	1,10	1,20	1,35	1,55
Swap- stat, basispunkter	23	25	25	25	30	30	30

Kilde: Handelsbanken Capital Markets

Valutaprognoser

	24. apr	2. kv. 2020	3. kv. 2020	4.kv. 2020	1. kv. 2021	Slutt 2021	Slutt 2022
EUR/NOK	11,50	11,25	11,25	11,15	11,00	10,90	10,70
EUR/USD	1,08	1,11	1,12	1,13	1,14	1,14	1,14
USD/NOK	10,62	10,14	10,04	9,87	9,65	9,56	9,39
CHF/NOK	10,92	10,42	10,42	10,23	10,09	10,00	9,82
USD/JPY	107,51	110,00	112,00	112,00	112,00	112,00	114,00
JPY/NOK	9,88	9,21	8,97	8,81	8,62	8,54	8,23
EUR/SEK	10,87	10,90	10,70	10,55	10,53	10,45	10,30
SEK/NOK	1,06	1,03	1,05	1,06	1,04	1,04	1,04
GBP/NOK	13,14	12,93	12,78	12,67	12,36	11,85	11,63

Kilde: Handelsbanken Capital Markets

Fraskrivningserklæring for analyse

Risikovarsel
All investering innebærer risiko. Investorer oppfordres til selv å avgjøre hvorvidt en investering i verdipapirene som er nevnt i denne rapporten, er formålstjenlig, basert på investeringsformål, økonomisk status og risikotoleranse. Avkastning av et finansielt instrument i fortiden garanterer ikke avkastning i fremtiden. Verdien på finansielle instrumenter kan stige eller synke, og det er ikke sikkert at du vil få tilbake all kapitalen du har investert.

Fraskrivningserklæringer for analyse
Handelsbanken Capital Markets, en avdeling i Svenska Handelsbanken AB (off.) (heretter referert til som SHB), har ansvaret for å skrive analysesrapporter. SHB reguleres av Finansinspektionen i Sverige, Finanstilsynet i Norge, Finanssivalvonta i Finland og Finanstilsynet i Danmark. Alle analyserapporter er skrevet basert på tjenester innenfor handel og statistikk, samt annen informasjon SHB anser som pålitelig. SHB har ikke undersøkt denne informasjonen på egen hånd og garanterer ikke at informasjonen er sann, riktig eller komplett.

Verken SHB eller tilsluttede selskaper, tjenestemenn, direktører eller ansatte skal stå til ansvar for eventuelle direkte, indirekte og spesielle tap eller følgetap som skyldes bruk av informasjonen ianalyserapportene, inkludert, og uten begrensninger, all tapt profitt selv om SHB har blitt uttrykkelig advart om muligheten eller sannsynligheten for slike tap.

Synspunktene i analyserapporter fra SHB og dets datterselskaper er betraktninger gjort av ansatte i SHB og tilsluttede personer. De reflekterer synspunktene til de respektive analytikerne på denne datoen og kan endres. Vi kan ikke garantere at fremtidige hendelser vil samsvare med disse betraktningene. Hver analytiker som er identifisert i denne analysesrapporten, bekrefter også at betraktningene som inngår her, og som er tilskrevet en analytiker, reflekterer hans eller hennes individuelle betraktninger av selskapene eller verdipapirene som er nevnt i denne analyserapporten.

Analyserapporter fra SHB er kun ment for informasjonsformål. Informasjonen i analyserapportene utgjør ikke en personlig anbefaling eller personlige investeringsråd. Slike rapporter og betraktninger må ikke legge grunnlaget for investeringer eller strategiske beslutninger. Dette dokumentet utgjør ikke markedsføring av, eller tilbud om kjøp eller salg av verdipapirer. . Det skal heller ikke danne grunnlaget for eller brukes i forbindelse med noen form for kontrakt eller forpliktelse. Tidligere resultater kan kanskje ikke oppnås på nytt og må ikke anses som en indikasjon på fremtidige resultater. Verdien på investeringer og inntekten fra dem kan gå både opp og ned, og investorer risikerer å tape hele beløpet det opprinnelige investerte. Investorer er ikke garantert å tjene på investeringer og kan tape penger. Valutakurser kan forårsake at verdien på utenlandske investeringer og inntektene fra dem stiger eller synker. Dette analysesproduktet vil bli oppdatert med jevne mellomrom.

Ingen deler av SHB-analysesrapporter skal kopieres eller distribueres uten skriftlig tillatelse fra SHB. Distribusjonen av dette dokumentet kan være underlagt juridiske begrensninger i visse jurisdiksjoner. Personer som kommer i besittelse av dette dokumentet, må skaffe seg opplysninger om og følge slike restriksjoner.

Denne rapporten dekker ikke juridiske eller skattemessige aspekter vedrørende utgiverens planlagte eller eksisterende gjeldsforpliktelser. Innholdet er utelukkende beregnet for kunder i Norge.

Vær oppmerksom på følgende viktige opplysningserklæringer vedrørende analyse:
Ansatte i SHB, inkludert analytikere, får kompensasjon som genereres av firmaets totale fortjeneste. Analytikerkompensasjon er ikke basert på tjenester spesifikt knyttet til finansielle aktiviteter (en. Corporate Finance) eller tjenester i gjeldskapitalmarkeder. Ingen deler av analytikerkompensasjonen har vært, eller vil bli, direkte eller indirekte forbundet med spesifikke anbefalinger eller betraktninger som er uttrykt i analysesrapporter.

Fra tid til annen kan SHB og/eller tilsluttede personer levere investeringsbanktjenester og andre tjenester, inkludert forretningsbanktjenester og råd om verdipapirer, til alle selskapene som er nevnt i analysen vår.

Vi kan fungere som rådgiver og/eller megler for alle selskapene som er nevnt i analysen vår. SHB kan også ta yte Corporate Finance-tjenester til disse selskapene.

Vi kjøper og selger verdipapirene som er nevnt i analysen vår, fra og til kunder. Vi kan dermed når som helst ha en lang eller kort posisjon i alle slike verdipapirer. Vi kan også kjøpe og selge verdipapirene til alle selskapene som er nevnt i denne rapporten. (Analysesrapportene inneholder mer informasjon og relevante erklæringer.)

SHB og deres samarbeidspartnere, klienter, tjenestemenn, direktører og ansatte kan eie eller ha posisjoner i verdipapirene som er nevnt i analysesrapporter.

Når det gjelder tjenester knyttet til finansielle instrumenter, kan banken, i visse situasjoner, betale eller motta tilskyndelser, som godtgjørelse og honorarer, fra andre parter enn kunden. Tilskyndelsene kan være både pengebaserte ytelser og naturalytelser. Hvis tilskyndelsene blir betalt til eller mottatt fra en tredjepart, kreves det at betalingen har som formål å forbedre kvaliteten på tjenesten. Betalingen må ikke hindre banken i å ivareta kundenes interesser. Kunden må informeres om eventuelle godtgjørelser som banken mottar. Når banken legger frem investeringsanalyse, mottar banken mindre naturalytelser. Mindre naturalytelser består av følgende:

- Informasjon eller dokumentasjon om et finansielt instrument eller en investeringstjeneste av generell art.
- Skriftlig materiale som er skrevet av en tredjepart som utsteder, med formål om å markedsføre en ny utstedelse.
- Deltagelse på konferanser og seminarer om et spesifikt instrument eller en investeringstjeneste.
- Representasjon opptil et rimelig beløp.

Banken har innført retningslinjer som er ment for å ivareta integriteten og uavhengigheten til analyse , samt å avdekke faktiske eller potensielle interessekonflikter vedrørende analytikere eller banken, løse eventuelle konflikter ved å eliminere eller moderere dem og/eller skrive formålstjenlige erklæringer. Banken har innført restriksjoner (informasjonsrestriksjoner) på kommunikasjonen mellom analyseavdelingen og andre avdelinger i banken for å kontrollere interessekonflikter. I tillegg er banken organisert slik at analyseavdelingen er adskilt fra Corporate Finance-avdelingen og andre avdelinger med lignende ansvarsområder. Retningslinjene for analyse inkluderer også regler for hvordan betalinger, bonuser og lønn skal betales til analytikere, hvilke markedsføringsaktiviteter analytikere kan delta i, hvordan analytikere skal håndtere egen verdipapirhandel og verdipapirhandel for personer i nær familie, osv. I tillegg finnes det restriksjoner for kommunikasjon mellom analytikere og det gjeldende selskapet. I henhold til bankens etiske retningslinjer for Handelsbanken Group må styret og alle ansatte følge høye etiske standarder når de utfører arbeidet sitt i banken, samt andre oppgaver. Hvis du vil se mer informasjon om bankens etiske retningslinjer, kan du gå til bankens hjemmeside på www.handelsbanken.com og klikke på Om banken – Bærekraft i banken – Bærekraft – Policydokumenter og -retningslinjer – Policydokumenter – Policy for etiske standarder i Handelsbanken Group. Handelsbanken har nulltoleranse for bestikkelser og korrupsjon. Dette er vedtatt i bankens konsernpolicy for bestikkelser og korrupsjon. Forbudet mot bestikkelser inkluderer også anmodning, organisering og mottakelse av bestikkelser ment for ansattes familie, venner, samarbeidspartnere og bekjente. Hvis du vil se mer informasjon om bankens policy mot korrupsjon, kan du gå til bankens hjemmeside på www.handelsbanken.com og klikke på Om banken – Bærekraft i banken – Bærekraft – Policydokumenter og -retningslinjer – Policydokumenter – Policy mot korrupsjon i Handelsbanken Group.

Ved distribusjon i Storbritannia

SHB distribuerer analyserapporter i Storbritannia.
SHB er autorisert av Finansinspektionen i Sverige og Prudential Regulation Authority og er underlagt begrenset regulering av Financial Conduct Authority og Prudential Regulation Authority. Detaljer om omfanget av autorisasjonen og reguleringen av Prudential Regulation Authority, samt reguleringen av Financial Conduct Authority, er tilgjengelig på forespørsel.
Kunder i Storbritannia bør være oppmerksomme på at hverken Financial Services Compensation Scheme (erstatningsordning for finanstjenester i Storbritannia) for investeringsvirksomhet eller reglene i Financial Conduct Authority som ble fastsatt av Financial Services and Markets Act 2000 (etter endring) for å beskytte privatkunder, ikke gjelder for denne analyserapporten. Kunder i Storbritannia vil derfor ikke være beskyttet av denne ordningen.

Dette dokumentet kan kun distribueres til personer i Storbritannia som er autorisert eller fritatt under formålet med Financial Services and Markets Act 2000 (etter endring) (eller andre ordre herunder), eller (i) til personer med profesjonell erfaring med saker vedrørende investering som faller innunder paragraf 19(5) i Financial Services and Markets Act 2000 (Finanspromotering) Order 2005 («Ordren»), (ii) til foretak med høy egenkapital som faller innunder paragraf 49(2)(a) til (d) i Ordren, eller (iii) til personer som er profesjonelle klienter under kapittel 3 av Financial Conduct Authority Conduct i Business Sourcebook (alle slike personer blir omtalt som «relevante personer»).

Ved distribusjon i USA

Viktige tredjeparts-analyseerklæringer:

SHB-analyse er ikke «globalt merket» analyse. Alle mottakere av SHB-analyse må være oppmerksomme på at i USA blir SHB-analyse distribuert av Handelsbanken Markets Securities, Inc. (HMSI), som er tilsluttet SHB. HMSI produserer ikke analyse og ansetter ikke analytikere. SHB-analyse, SHB-analytikere og de ansatte i SHB er ikke underlagt FINRAs regler for analyse som er ment for å forebygge interessekonflikter ved blant annet å forby visse former for kompensasjonspraksis, begrense handel utført av analytikere og begrense kommunikasjonen med selskapene som er omtalt i analyserapporten. SHB har ingen tilknytning til eller forretnings-eller kontraktmessige forhold til HMSI som vil påvirke innholdet i SHB-analyserapporter. SHB tar alle beslutninger om analyseinnholdet uten påvirkning fra HMSI.

SHB-analyserapporter for distribusjon i USA er bare ment for «store institusjonelle investorer i USA», som definert i regel 15a-6 i Securities Exchange Act fra 1934. Hver store institusjonelle investor i USA som mottar en kopi av en analyserapport, samtykker til ikke å distribuere eller gi analyserapportene til andre personer.

Alle personer i USA som mottar en SHB-analyserapport, og som ønsker å handle i noen av egenkapitalinstrumentene som er omtalt i denne rapporten, bør ringe eller skrive til HMSI. HSMI er medlem av FINRA, telefonnummer (+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 Editor

Terese Loon		+46 8 701 28 72

Sweden

Helena Bornevall	Scenario Analysis and Senior Economist	+46 8 701 18 59
Johan Löf	Senior Economist, Sweden	+46 8 701 5093
Anders Bergvall	Senior Economist, Thematic Analysis and US	+46 8 701 8378
Erik Meyersson	Senior Economist, Eurozone	+46 8 701 1412

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, UK	+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

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

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	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