

Konjunkturprognose Danmark

18. maj 2022

Mørke skyer samler sig

- Centralbanker i risikabel balanceakt – renterne stiger, men hvor meget?
- Dansk økonomi bremser op – rammes af recession
- Boligmarkedet udfordres på flere fronter – prisfald forude



Handelsbanken

Indhold

Hjemmemarkedsoverblik	3
Danmark	
Mørke skyer samler sig.....	4
Global baggrund	
Risikabel balanceakt i oprørte tider	9
Nøgletal	13
Analyser – ansvar og forbehold	16

Hjemmemarkedsoverblik

For en mere udførlig beskrivelse af udviklingen på Handelsbankens hjemmemarkeder henviser vi til vores Global Macro Forecast, som du kan finde ved at klikke [her](#).

Global baggrund: Risikabel balanceakt

Krigen i Ukraine og de medfølgende negative økonomiske konsekvenser dæmper den globale vækst og forstærker den i forvejen høje inflation. Kinas kamp med at inddæmme COVID-19 fortsætter med indførelsen af mere omfattende nedlukninger, som sænker den økonomiske aktivitet i landet og giver yderligere forstyrrelser for de globale forsyningskæder. Der er dog visse opvejende faktorer såsom opsparet efterspørgsel og stærke balancer i husholdningerne i kølvandet på pandemien, som til en vis grad understøtter den økonomiske vækst, og som udgangspunkt forventer vi, at en global recession kan undgås. Ikke desto mindre vil centralbankerne være unormalt ufølsomme over for svagere vækst-udsigter, da inflationsbekæmpelse pt. står øverst på dagsordenen i lyset af det fortsat massive pris-pres. Vi mener imidlertid, at den globale økonomi i dag er mere følsom over for renteændringer end tidligere og venter svagere økonomisk vækst end konsensus til næste år, som også burde tage toppen af inflationspresset. Det betyder også, at både Fed og ECB ventes at stoppe med renteforhøjelserne i første halvår 2023, som er tidligere, end hvad der aktuelt er priset ind på de finansielle markeder.

Danmark: Mørke skyer samler sig

Krigen i Ukraine, høj inflation og stigende renter er alle faktorer, der tegner et mere dystert billede af den økonomiske fremtid. I takt med at forbrugernes købekraft svækkes venter vi nu, at dansk økonomi vil blive ramt af recession i år, om end vi som udgangspunkt venter en mild en af slagsen. Privatforbruget ventes også at blive tyngt af udsigten til faldende huspriser over de kommende år, hvor vi ikke vil udelukke ret så markante prisfald i de dyreste områder. Et solidt udgangspunkt i kølvandet på sidste års markante opsving samt den aktuelle akutte mangel på arbejdskraft kan muligvis i første omgang skærme dansk økonomi mod den værste krise. Vi venter dog, at efterspørgslen fortsat vil udvikle sig svagt i 2023, hvor BNP-væksten ses at lande på 0,5%, med en mere markant stigning i ledigheden til følge.

UK: Modvinde tager til

De økonomiske lys, der blinkede i begyndelsen af året, ser ud til at være falmet ind i tusmørket som følge af en kombination af mere vedvarende inflation

end forventet, en stigning i energipriserne samt højere skatter. Tilsammen har disse faktorer ramt brugertilliden hårdt, og vi forventer, at det vil få virkeshederne til at udskyde investeringer. Vi forudser, at økonomien vil bremse markant op i resten af 2022, hvilket vil resultere i, at renten stiger langsommere end generelt forventet, samt en forværring af værdiansættelsen af både reale aktiver og GBP.

Sverige: Eksporten falder, renten stiger

Øjebliksbilledet af svensk økonomi ser umiddelbart fornuftigt ud, til trods for at husholdningerne er presset af både høj inflation samt hastigt stigende renter. Modvindene vil imidlertid tiltage, når eksportvæksten aftager, hvilket vil resultere i svag BNP-vækst, stigende arbejdsløshed og faldende boligpriser. På grund af den lave offentlige gæld er finanspolitikken ikke magtesløs, men den vil i stedet være begrænset af dens inflationsskabende effekt, i en situation hvor Riksbanken er i gang med at hæve reporenten hurtigt for at få bugt med den skyhøje inflation.

Norge: Lavere top for renteforhøjelserne?

Selvom Norges Bank har været på forkant med at få hævet de pengepolitiske renter, så begynder inflationspresset at blive en større bekymring. Arbejdsmarkedet er stramt, og den registrerede ledighed er lavere end tidligere antaget af centralbanken. Vi mener, at Norges Bank bliver nødt til at fremskynde sine renteplaner og hurtigt sende styringsrenten op i decideret opstrammings territorium. Men samtidig vil toppen af stigningscyklussen sandsynligvis blive lavere end Norges Bank i øjeblikket antager.

Finland: Krigen rammer eksporten

Den russiske invasion af Ukraine vil hæmme den økonomiske vækst i år, som allerede synligt i en reduceret udenrigshandel, øget geopolitisk usikkerhed samt højere inflation. På trods af de svagere udsigter forudser vi, at den finske økonomi vil vokse med 1,8 procent i 2022, 1,3 procent i 2023 og 1,5 procent i 2024 med husholdningernes forbrug og investeringer som de vigtigste drivkræfter. Desuden vil øgede udgifter til forsvar og andre beredskabstiltag øge niveauet af offentlige investeringer, og de offentlige finanser vil forblive i underskud. På trods af den øgede usikkerhed er udsigterne for arbejdsmarkedet dog fortsat stort set positive.

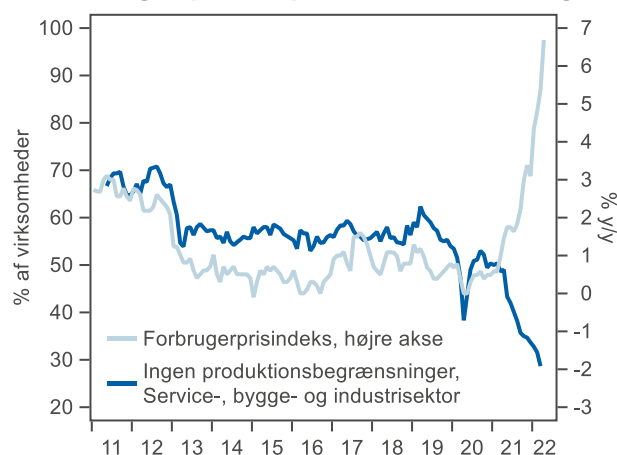
Mørke skyer samler sig

Krigen i Ukraine, høj inflation og stigende renter er alle faktorer, der tegner et mere dystert billede af den økonomiske fremtid. I takt med at forbrugernes købekraft svækkes, venter vi nu, at dansk økonomi vil blive ramt af recession i år, om end vi som udgangspunkt venter en mild en af slagsen. Privatforbruget ventes også at blive tyndet af udsigten til faldende huspriser over de kommende år, hvor vi ikke vil udelukke ret så markante prislejligheder i de dyreste områder. Et solidt udgangspunkt i kølvandet på sidste års markante opsving samt den aktuelle akutte mangel på arbejdskraft kan muligvis i første omgang skærme dansk økonomi mod den værste krise. Vi venter imidlertid, at efterspørgslen fortsat vil udvikle sig svagt i 2023 blandt andet som følge af udsigten til markante pengepolitiske stramminger, der også vil tage dampen af væksten på Danmarks eksportmarkeder. Vi venter således, at ledigheden vil begynde at stige mere mærkbart til næste år, hvor BNP-væksten ses at lande på bare 0,5%, og hvor risiciene for indeværende mest ses at pege nedad.

Fra stærkt opsving til (mild?) recession

Dansk økonomi har inden for få år oplevet store og markante udsving. Siden pandemien ramte for bare lidt over to år siden, har vi bevæget os fra dyb krise til bragende økonomisk opsving med risiko for overophedning til nu at stå over for, hvad der med al sandsynlighed tegner sig til at blive en større økonomisk opbremsning. Der hersker således ikke den store tvivl om, at den tragiske krig i Ukraine, høj inflation, kapacitetsproblemer samt stigende renter alle er faktorer, der tegner et mere dystert billede af den økonomiske fremtid, end hvad indtrykket var for bare få måneder siden.

Inflation og kapacitetsproblemer lover ikke godt

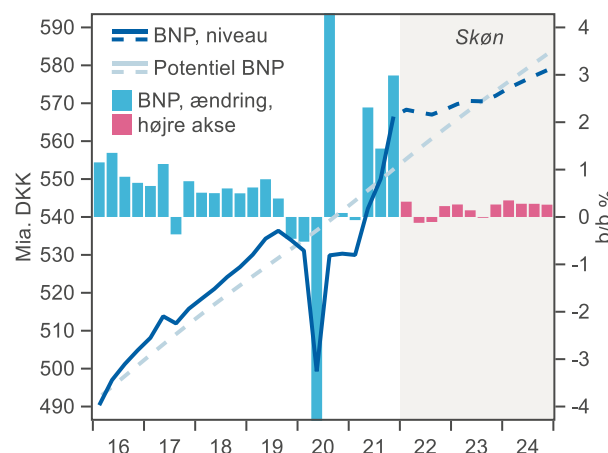


Kilde: Macrobond

I første omgang kan vi dog glæde os over, at dansk økonomi kom bragende flot igennem coronakrisen. En stærk slutspurt sidste år, hvor BNP alene i 4. kvartal voksede med 3% q/q, bragte således den økonomiske vækst op på 4,7% i 2021 - den højeste vækstrate i 28 år. Opsvinget har også været tydeligt på arbejdsmarkedet, hvor beskæftigelsen igen og igen har slået rekorder, som så til gengæld også har

givet udslag i meldinger om mangel på arbejdskraft i et hidtil uset omfang på tværs af alle sektorer. Kapacitetsproblemer i kølvandet på det stærke opsving i kombination med vedvarende udfordringer for de globale forsyningskæder samt høj inflation satte dermed i sig selv en begrænsning for udsigterne for den økonomiske vækst allerede inden krigen i Ukraine brød ud. Den russiske invasion har efterfølgende blot svækket udsigterne yderligere.

Recession fra stærkt udgangspunkt



Kilder: Macrobond og Handelsbanken

Det solide udgangspunkt i kølvandet på sidste års markante opsving samt den aktuelle akutte mangel på arbejdskraft og generelt velpolstrede husholdninger kan dog forhåbentligt til en vis grad skærme dansk økonomi mod den værste krise. Det vil efter vores vurdering imidlertid ikke forhindre, at vi vil mærke konsekvensen af de mørke skyer, der lige nu trækker inde over dansk økonomi fra flere fronter.

Det er dermed også vores vurdering, at dansk økonomi vil blive ramt af teknisk recession i år, om end vi som udgangspunkt venter en mild en af slagsen. Som følge af det høje udgangsniveau for BNP ved

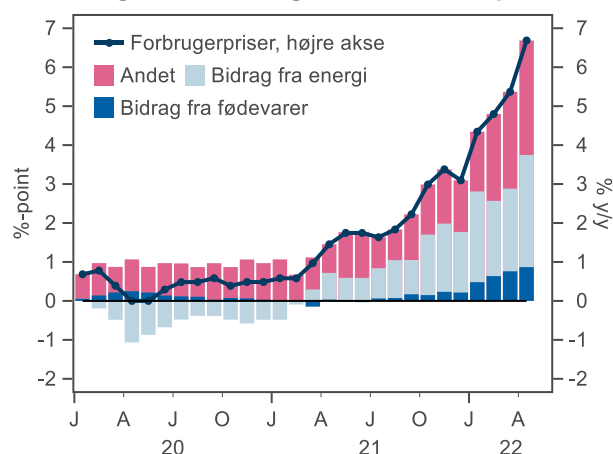
indgangen til i år har vi imidlertid løftet vores forventning til BNP-væksten i 2022 til over 3,5%, men det dækker altså over en økonomi, der stort set ikke vokser gennem året. Ved udgangen af 2022 ventes BNP således blot at være på stort set samme niveau som på samme tidspunkt året før.

Vi venter endvidere, at aktiviteten vil forblive afdæmpet til næste år, i takt med at markante pengepolitiske stramninger og rentestigninger tager dampen ud af både boligmarkedet og den globale vækst. Den mere afdæmpede udvikling i efterspørgslen vil dermed også være mere tydelig i 2023, hvor vi både venter stigende ledighed, samt nedjusterer forventningerne til den økonomisk vækst til bare 0,5%.

Høj inflation i længere tid

Allerede før krigen i Ukraine brød ud oplevede vi betydelige kapacitetsproblemer og stigende inflation, som kun er blevet forværret i kølvandet på den russiske invasion. Det har blandt andet ført til yderligere stigninger i råvare- og ikke mindst energipriserne, efter at disse allerede sidste år var med til at øge prisstigningstakten i samfundet. De danske forbrugerpriser steg således med hele 6,7% y/y i april, som er den højeste inflation siden 1984. Det er stadig de kraftige stigninger i energipriserne, der tegner sig for en stor del af den stigende inflation. Selv om de indførte sanktioner fra begge sider af konflikten endnu ikke direkte omfatter energiforsyningen fra Rusland til Europa, så betyder usikkerheden alene, at vi må forvente en øget risikopræmie på energi i længere tid. I det værste tænkelige udfald, hvor der lukkes helt ned for gassen til EU fra Rusland, ville det formentligt sende energipriserne på en markant yderligere himmelflugt, men overgangen til at gøre sig uafhængig af russisk energi på sigt fra europæisk side ventes dog også i sig selv at medvirke til at holde energipriserne høje i en længere periode.

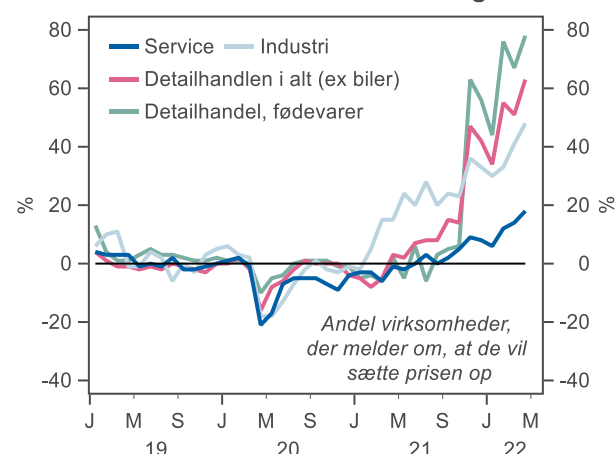
Ikke længere kun energi, der trækker op



Kilde: Macrobond

På det seneste er fødevarerpriserne imidlertid også begyndt at stige mere mærkbart. Det skal ligeledes til dels ses som en direkte konsekvens af krigen, som følge af forstyrrelserne i forsyningerne af en række landbrugsprodukter fra Rusland og Ukraine, som er blandt verdens største eksportører af disse. Fødevarerektoren er imidlertid også presset af de højere energipriser, som øger omkostningerne på alt fra transport til emballage og kunstgødning, hvilket fremadrettet må forventes at forstærke tendensen til højere priser på en lang række fødevarer. Stigende omkostninger er endvidere et fænomen, der rammer det danske erhvervsliv bredt, hvilket de aktuelle virusrelaterede nedlukninger i Kina også bidrager til via et yderligere pres på de globale forsyningskæder. Vi ser endvidere tiltagende tegn på, at de stigende omkostninger i stadig større grad overvælttes i forbrugerpriserne. Der er således rekordmange virksomheder, der signalerer, at de vil hæve priserne over de næste tre måneder, som nu også begynder at gøre sig gældende selv inden for servicesektoren.

Virksomheder overvælter omkostninger



Kilde: Macrobond

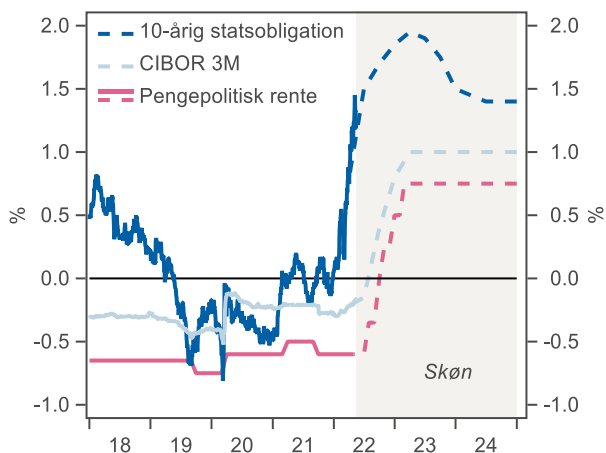
Den såkaldte kerneinflation, det vil sige inflationen rensat for energi og uforarbejdede fødevarer, er da også steget til det højeste niveau i mere end 30 år i et tegn på, at prispresset bliver stadigt mere bredt baseret. Vi er derfor også langt fra sikre på, at vi har set inflationstoppen endnu, og vi har opjusteret vores skøn for inflationen i år til over 6%. Det er stadig vores vurdering, at inflationen vil aftage til næste år, i takt med at bidraget fra de høje energipriser aftager. Vi venter dog, at såkaldte andenrunde effekter, som kan blive forstærket hvis lønvæksten tager til, vil bidrage til at holde inflationen højere, end hvad vi har været vant til gennem de seneste mange år. Der til kommer også, at vi må forvente større huslejestigninger, da disse justeres med udviklingen i nettoprisindekset. Vi venter derfor nu, at inflationen vil lande på ca. 3,5% i 2023, før den aftager til 2,3% i 2024.

Høj inflation giver højere renter

Den høje inflation er naturligvis ikke kun et dansk fænomen, og verdens centralbanker er nu gået i gang med at stramme pengepolitikken. De har dog med al tydelighed ventet alt for længe med at reagere, og det betyder også, at de lige nu vurderes at have meget travlt med at få sat renten op i et forsøg på at dæmme op for prispresset og undgå, at den høje inflation bider sig fast i inflationsforventningerne. Vi venter derfor også nu, at den europæiske centralbank (ECB) vil hæve renten fire gange i år med start i juli, og at Nationalbanken vil følge med i opstamningscyklussen.

DKK ligger fortsat på den stærke side af centralpariteten over for EUR, men Nationalbanken har siden årsskiftet ikke haft behov for at intervenere i valutamarkedet. I vores hovedscenarie opererer vi dog med, at Nationalbanken i løbet af andet halvår vil hæve renten en anelse mere end ECB, og dermed at renten på indskudsbeviser vil stige til 0,5% ved årets udgang. Det er dog fortsat behæftet med en del usikkerhed, men ændrer ikke ved, at den lange periode med negative indlånsrenter i Nationalbanken ses afsluttet i 3. kvartal i år.

Tiden med negative renter lakker mod enden



Kilder: Macrobond og Handelsbanken

Den høje inflation har sammen med forventningerne til markante pengepolitiske stramninger også sat sig spor på obligationsmarkederne, med kraftigt stigende renter til følge. Renten på danske 10-årige statsobligationer er således steget med tæt på 1,5%-point i år til det højeste niveau siden 2014. Det er vores vurdering, at vi vil se yderligere rentestigninger igennem resten af året, i takt med at både ECB og den amerikanske centralbank fortsætter med at stramme pengepolitikken. Efter at have sat renten op yderligere en gang i 1. kvartal næste år, ventes den europæiske økonomi imidlertid at have bremsset op i et sådant omfang, at renteforhøjelserne herefter sættes i bero fra ECB's side. Der hersker naturligvis

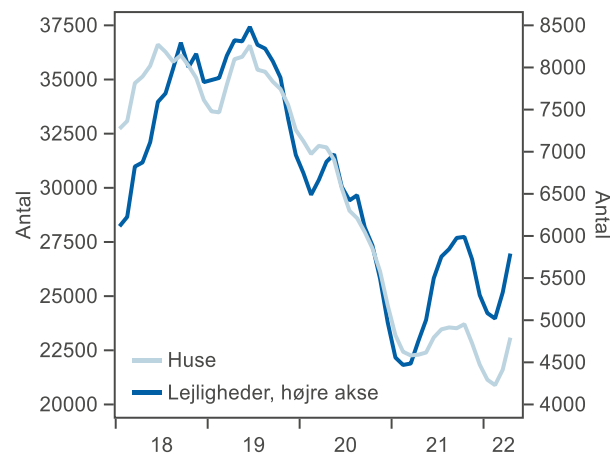
en betydelig grad af usikkerhed om renteudsigterne, men i vores hovedscenarie betyder det, at de lange renter vil toppe inden for de kommende 9-12 måneder, men at de efterfølgende vil forblive højere, end hvad vi har set over de seneste mange år.

Højere renter presser boligmarkedet

Tendensen til højere renter har også været tydelig i de danske boligrenter i både den lange og korte ende af rentespektret. Alene siden årsskiftet er de lange boligrenter således blevet mere end fordoblet, og renten på variable lån er også steget mærkbart. Dermed er de favorable finansieringsvilkår, vi har set gennem de seneste mange år, på meget kort tid blevet signifikant forværret. Det kan efter vores vurdering ikke undgå at påvirke det danske boligmarked negativt, efter at dette har spurtet afsted under coronakrisen. Hertil kommer også, at den stigende inflation er med til at reducere købekraften hos boligkøberne, og hvor især de højere udgifter til energi også har gjort det markant dyrere at sidde som boligejer i dag sammenlignet med for bare et år siden.

Den gode nyhed i den forbindelse er dog, at der for boligmarkedet som helhed ikke er tegn på den samme grad af ustabilitet, som vi så det op til finanskrisen. Endvidere vil det aktuelt lave udbud af boliger til salg i første omgang nok også holde hånden under priserne på den korte bane. Realiserede prisfald kan endvidere blive forsinkede, hvis sælgerne holder fast i (urealistisk) høje prisforventninger, i takt med at boligmarkedet og økonomien køler ned, som vi bl.a. også så det op til finanskrisen. Det vil dog føre til en stigning i udbuddet af boliger, som efter vores vurdering da også vil være en god temperaturmåler for den underliggende tilstand på boligmarkedet.

Hold øje med udbuddet af boliger til salg

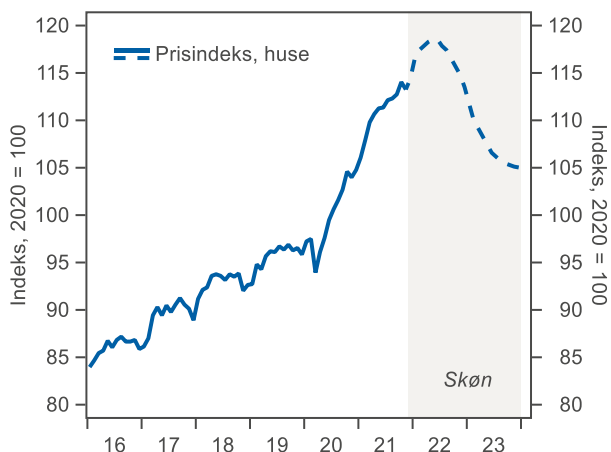


Kilde: Macrobond

Vi vil naturligvis understrege, at usikkerheden med hensyn til udsigterne for boligmarkedet er ekstraordinært store for tiden. Vi mener imidlertid ikke læng-

ere, at det er et spørgsmål *om*, boligpriserne vil falde, men snarere *hvornår* og med *hvor meget*. Vi forventer således, at de mange modvinde for boligmarkedet vil føre til prisfald for landet som helhed, som vil begynde at blive mere tydelige, når vi kommer hen på den anden side af sommeren.

Vi venter fald i huspriserne på 10-15%

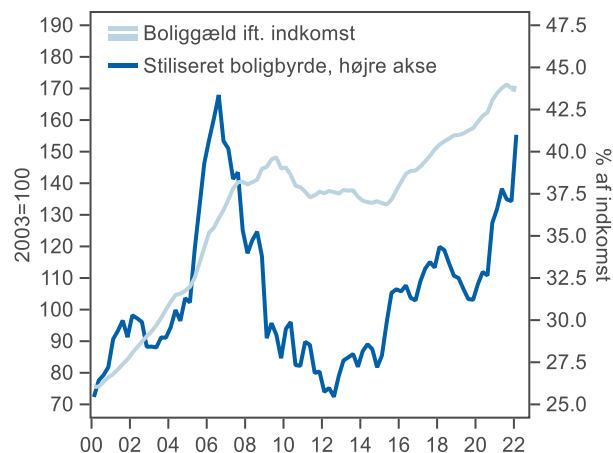


Kilder: Macrobond og Handelsbanken

Efter at være steget med mere end 11% sidste år, ventes huspriserne dog stadig at ligge omkring 5% højere i gennemsnit i 2022 i forhold til året før. Det skyldes imidlertid udelukkende det stærke udgangspunkt for året. Overordnet set venter vi således, at huspriserne over de kommende år vil falde med omkring 10-15% fra de aktuelle niveauer. Det vil være mere tydeligt i tallene for 2023, hvor vi for indeværende venter et prisfald på 8% i gennemsnit for året i forhold til året før. Kombinationen af faldende priser og aktivitet samt højere renter ventes også at svække boliginvesteringerne over de kommende år.

Med til denne gennemsnitsbetragtning hører dog, at vi venter betydelige regionale forskelle i udviklingen, hvor de dyreste områder og segmenter ventes at blive ramt af fald i priser og aktivitet relativt tidligere og hårdere end landet som gennemsnit. Advarselslamperne blinker efter vores vurdering især rødt for ejerlejlighedsmarkedet i København, hvor både priser og gæld i forhold til de disponible indkomster er steget markant de seneste år til trods for de mange tiltag, der er blevet gennemført for at bremse en uholdbar udvikling. Den såkaldte boligbyrde for ejerlejligheder i København By, som er et mål for hvor stor en del af ens indkomst, der går til at betale renter og afdrag, er således nu tæt på de niveauer, vi så før finanskrisen. På den baggrund vil vi bestemt ikke udelukke ret så markante og mere vedvarende prisfald på lejlighedsmarkedet i København, som også vil blive ramt relativt hårdere af de nye ejendomsvurderinger og boligskattereformen, som ventes at træde i kraft i 2024.

Advarselslamper for lejligheder i København

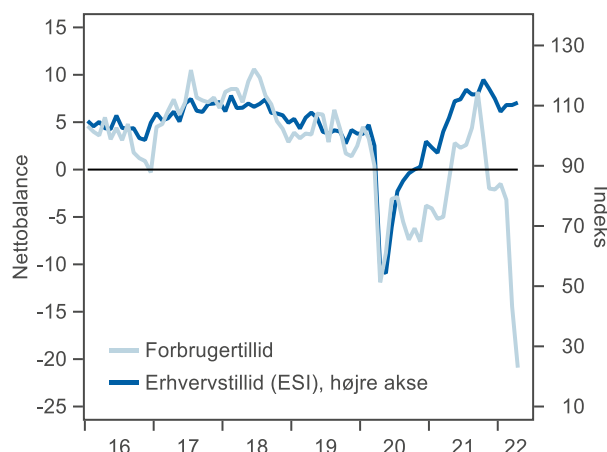


Kilder: Det Systemiske Risikoråd og egne beregninger

Forsinket effekt af svagere efterspørgsel

Forbrugertilliden er de seneste måneder faldet til det laveste niveau siden kartoffelkuren, hvilket står i kontrast til, at virksomhederne indtil videre har opretholdt en relativ høj grad af optimisme. Industriproduktionen har da også op til nu udviklet sig stærkt, og i tjenestesektoren mærker man muligvis også fortsat en vis positiv effekt fra genåbningen af økonomien efter de virusrelaterede nedlukninger hen over vinteren. Endvidere har dansk økonomi gennem længere tid været ramt på udbudssiden, hvor virksomhederne ikke har kunnet følge med den efterspørgsel, der har været. En begrænset opbremsning i efterspørgslen i en sådan situation rammer som udgangspunkt hverken virksomhederne eller arbejdsmarkedet synderligt hårdt, da det i første omgang blot gør, at de har nemmere ved at følge med, og tager noget af dampen af det høje kapacitetspres.

Noget må give sig...



Kilde: Macrobond

Det er imidlertid vores forventning, at efterspørgslen i sidste ende vil falde i et omfang, der også vil føre til et fald i erhvervstilliden. Det skyldes til dels at vi venter aftagende vækst på vores eksportmarkeder, hvor

vi allerede ser betydeligt mere negative signaler i for eksempel Tyskland, men også at den svage forbrugertillid ventes at slå igennem i et faldende privatforbrug over de kommende kvartaler. Det betyder også, at mens virksomhederne i første omgang må formodes at holde på arbejdskraften, så vil vores forventning om en relativt hård opbremsningen i aktiviteten ultimativt også føre til stigende ledighed i løbet af de kommende år. Til trods for, at det signifikante kapacitetspres burde indikere et betydeligt potentiale for øgede erhvervsinvesteringer, så forventer vi imidlertid, at investeringslysten vil være relativt afdæmpet så længe usikkerheden som følge af krigen i Ukraine og risiciene for den globale økonomi forbliver udtalte, som vi ser tilfældet være det i en rum tid endnu.

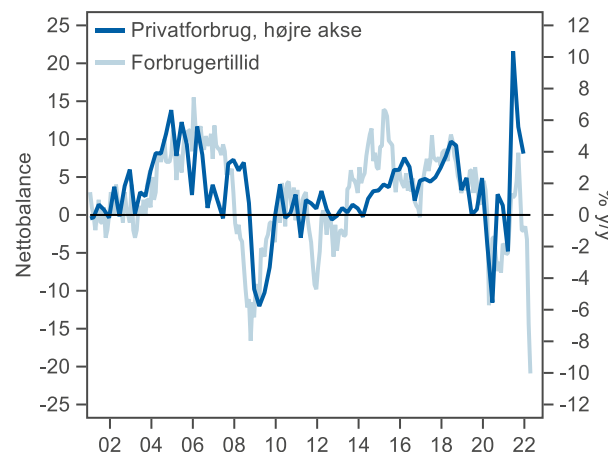
Trist cocktail for privatforbruget

Med hensyn til privatforbruget bider vi især mærke i, at forbrugernes vurdering af deres egen økonomiske situation om et år er styrt dykket til det laveste niveau siden begyndelsen af 1980'erne. Forbrugerne har ellers generelt opretholdt en høj grad af optimisme med hensyn til deres privatøkonomi, og selv under både finans- og coronakrisen var der en overvægt af forbrugerne, der så lyst på deres egen økonomiske fremtid. Endvidere er der også sket et markant stemningsskift med hensyn til arbejdsmarkedet, hvor et flertal af danskerne nu venter, at arbejdsløsheden vil stige over det kommende år. Vi oplever også for indeværende betydelig uro på de finansielle markeder, der sammen med den høje inflation er med til udhule husholdningernes finansielle opsparing.

Et opløftende element er imidlertid, at husholdningerne generelt er kommet ganske velpolstrede ud af corona-krisen, hvilket kan virke som en vis modvægt

over for de gældende udfordringer. Vi stiller os dog lidt tvivlsomme over for, om forbrugerne for alvor vil gøre indhug i deres opsparinger i en situation med øget usikkerhed og faldende formuer. Det kan dog på spidsen forhåbentligt være med til at afbøde noget af den 'normale' sammenhæng mellem det faktiske forbrug og forbrugertilliden, der ellers peger på en ret så kraftig nedgang i det private forbrug.

Hvor stort bliver faldet i privatforbruget?



Kilde: Macrobond

I sidste ende er det dog vores vurdering, at den aktuelle triste cocktail i form af en kraftig udhuling af købekraften, højere renter og faldende boligpriser vil føre til et fald i privatforbruget over de kommende kvartaler. Det er en af de primære årsag til vores forventning om, at dansk økonomi er på vej i recession. På lidt længere sigt venter vi, at privatforbruget vil forblive afdæmpet, og risiciene ses for indeværende primært at pege nedad, som der kan læses mere om i den efterfølgende globale baggrunds artikel.

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

	2020	2021	2022F	2023F	2024F
BNP	-2,1	4,7	3,8	0,5	1,0
Privatforbrug, inkl NPISH	-1,3	4,2	2,3	0,5	1,4
Offentligt forbrug	-1,7	3,7	0,1	0,5	-0,3
Faste bruttoinvesteringer	5,1	5,6	1,7	1,2	2,6
- offentlige investeringer	9,8	4,3	1,6	10,0	-4,0
- boliginvesteringer	10,1	6,1	0,4	-3,7	0,0
- faste erhvervsinvesteringer	2,3	5,8	2,2	0,8	3,7
Lagerinvesteringer, bidrag i %-point	-0,1	0,4	0,1	-0,3	0,0
Eksport	-7,0	7,8	6,7	0,7	2,3
Import	-4,1	8,2	3,7	0,6	2,3
Arbejdsløshed, AKU, %	5,8	5,2	4,4	4,9	5,3
Forbrugerpriser (CPI), % y/y	0,4	1,9	6,2	3,5	2,3
Huspriser, enfamilie, % y/y	4,5	11,3	5,0	-8,0	-1,0
Offentlig budgetsaldo, % af BNP	-0,2	2,3	0,2	-0,2	0,0
Styrringsrente, % (ultimo året)	-0,60	-0,60	0,50	0,75	0,75

Kilde: Danmarks Statistik og Handelsbanken

Bemærk at tidfristen for prognosen var den 12. maj 2022

Risikabel balanceakt i oprørte tider

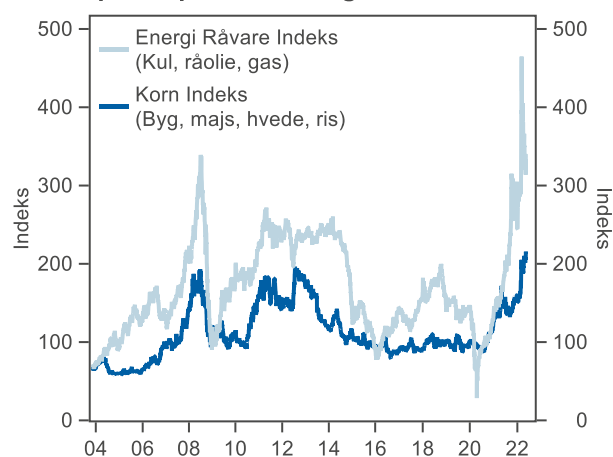
Krigen i Ukraine og de medfølgende negative økonomiske konsekvenser dæmper den globale vækst og forstærker den i forvejen høje inflation. Kinas kamp med at inddæmme COVID-19 fortsætter med indførelsen af mere omfattende nedlukninger, som sænker den økonomiske aktivitet i landet og giver yderligere forstyrrelser for de globale forsyningskæder. Der er dog visse opvejende faktorer såsom opsøret efterspørgsel og stærke balancer i husholdningerne i kølvandet på pandemien, som til en vis grad understøtter den økonomiske vækst, og som udgangspunkt forventer vi, at en global recession kan undgås. Ikke desto mindre vil centralbankerne være unormalt ufølsomme over for svagere vækst-udsigter, da inflationsbekæmpelse pt. står øverst på dagsordenen i lyset af det fortsat massive pris-pres. Vi mener imidlertid, at den globale økonomi i dag er mere følsom over for renteændringer end tidligere og venter svagere økonomisk vækst end konsensus til næste år, som også burde tage toppen af inflationspresset. Det betyder også, at både Fed og ECB ventes at stoppe med renteforhøjelserne i første halvår 2023, som er tidligere, end hvad der aktuelt er priset ind på de finansielle markeder.

Krigen dæmper vækst og øger inflation

Ruslands invasion af Ukraine er en altoverskyggende humanitær katastrofe, som giver anledning til uhyrlig menneskelig nød. Ud over de tragiske humanitære følger, så vil den økonomiske skade fra krigen og de medfølgende sanktioner over for Rusland medvirke til en signifikant opbremsning i den globale vækst i år samt forstærke det i forvejen markante opadgående pres på priserne.

En af de mest synlige effekter af krigen har været kraftigt stigende energi- og fødevarerpriser. Selvom Rusland og Ukraine kun står for en lille del af den samlede globale handel, så er Rusland hovedforsyner af olie, gas og metaller samt – sammen med Ukraine – af hvede og andre afgrøder. Aftagende forsyninger af disse har medvirket til, at trække inflationen i vejret, udhulet husholdningernes reale disponible indkomster og tyndet privatforbruget.

Råvarepriser på himmelflugt



Kilde: Macrobond

Endvidere vil den usikkerhed, som krigen og dens økonomiske konsekvenser medfører, formentligt også føre til større forsigtighed blandt husholdningerne og virksomhederne og dermed til en udskydelse af forbrug og investeringer. Væksten vil også blive påvirket af bortfaldet af specialiserede komponenter fra russiske og ukrainske virksomheder, som vi allerede har set er begyndt at have en negativ effekt på fremstillingssektoren og især bilindustrien.

*Inflationsbekæmpelse er
centralbankernes førsteprioritet*

Kombinationen af høj inflation og aftagende vækst er ikke en ønskværdig cocktail for en centralbank. 'Normalt' kan centralbankerne se igennem fingre med en midlertidig stigning i inflationen forårsaget af udbudschok (krig, sanktioner, forsyningskædeproblemer) og i stedet fokusere på, at understøtte den økonomiske aktivitet. Inflationen lå imidlertid langt over centralbankernes målsætning allerede før krigen i Ukraine brød ud og er også blevet mere bredt baseret, hvormed centralbankerne er nødt til at prioritere kampen mod inflationen. På den korte bane vil en stramning af pengepolitikken således øge byrden for husholdninger og virksomheder, og derigennem begrænse væksten yderligere.

Omvendt ventes en mere ekspansiv finanspolitik at medvirke til at begrænse nedgangen i den økonomiske aktivitet. Mange EU-lande har da også allerede annonceret øgede udgifter til forsvar, assistance til ukrainske flygtninge samt støtte til husholdningerne.

Antagelser om krigen i Ukraine

- De gældende sanktioner mod Rusland vil være på plads gennem hele vores prognoseperiode (2022-24). Vores prognose er således baseret på en antagelse om, at der hverken vil være en hurtig løsning af konflikten og ej heller en yderligere eskalering.
- Under denne antagelse vil udviklingen i priserne på gas og olie forblive på en højere sti end før krigen brød ud, men det betyder også, at energipriserne vil aftage noget fra aktuelle niveauer, i takt med at nyt udbud tilflyder markederne, samtidigt med at vi ser en gradvist mindre afhængighed af russisk energi.

Svag vækst, men ikke global recession

Efter en stærk genopretning i 2021 og begyndelsen af dette år, har de kortsigtede vækstindikatorer såsom det globale indkøbschefsindeks (PMI) indikeret en opbremsning i den globale økonomiske aktivitet. Tabet af vækstmomentum kan tilskrives flere faktorer og ikke kun den direkte effekt på aktiviteten fra krigen i Ukraine.

For det første kæmper Kina fortsat mod COVID-19 og gennemtvinger omfattende nedlukninger, som bremser aktiviteten og skaber nye forstyrrelser i de globale forsyningskæder. Selvom en ventet mere ekspansiv økonomisk politik kan tage brodden af afmatningen, vil det i vores øjne stadig blive svært for myndighederne at opfylde dette års mål for den årlige BNP-vækst på 5,5%.

En anden vækstdæmpende faktor er, at renterne allerede var på vej mærkbart i vejret før krigen brød ud i kølvandet på den højere og mere vedvarende inflation, som det blev tydeligt ikke var af 'midlertidig' karakter. Høj inflation dæmper også husholdningernes købekraft. Samtidigt er de finanspolitiske nødtiltag, der blev indført under pandemien, begyndt at blive afviklet, hvilket ligeledes vil tynde på væksten. Hertil kommer, at finanspolitikken fortsat er begrænset af begrænset manøvrerum og stigende renter. Større overførsler kan også vise sig kontraproduktive ved at risikere, at skubbe yderligere til inflationen og dermed potentielt tvinge centralbankerne til at stramme pengepolitikken endnu mere. Finanspolitiske foranstaltninger der implementeres for at genopbygge energireserverne, beskytte de mest sårbare husholdninger mod høje energipriser, være vært for flygtninge samt øge forsvarsudgifterne vurderes dog til en vis grad at kunne dæmpe afmatningen.

For det tredje har flaskehalse og andre forstyrrelser af forsyningskæderne begrænset produktionen og derved hæmmet væksten under dette opsving, især

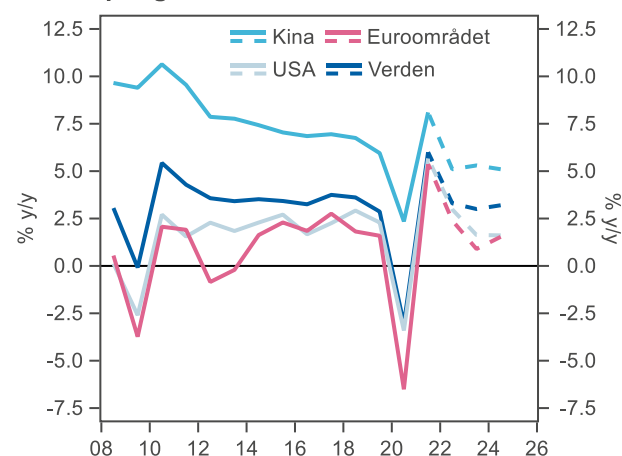
i 2021. Denne ubalance mellem udbud og efterspørgsel har også bidraget til inflationen. På grund af krigen i Ukraine samt nedlukningerne i Kina forventer vi, at udfordringerne med forsyningskæderne vil være til stede både i år og til næste, om end med en gradvis aftagende tendens, i takt med rebalanceringen i retning af større tjenesteforbrug fortsætter, samtidigt med at virksomhederne over tid bliver bedre til at håndtere udbudsproblemerne. Ikke desto mindre vil dette hæmme væksten (og dermed forlænge leveringstiderne) og holde inflationen oppe.

*Fortsat økonomisk vækst
trods krig i Europa – men den
svækkes*

Vi ser dog også visse formildende faktorer, der vil understøtte væksten, og vi mener derfor også, at vi kan undgå en decideret global recession. Arbejdsmarkedet er fortsat stærkt, og høj opsparring i kølvandet på pandemien virker som en støddæmper, hvilket vi forventer vil dæmpe afmatningen i husholdningernes forbrug. Derudover vil det igangværende opsving inden for det indenlandske tjenesteforbrug samt turismen i kølvandet på pandemien understøtte væksten og forhåbentligt reducere ubalancen mellem efterspørgsel og udbud.

Alt i alt sænker vi vores vækstprognoser for den globale økonomi for både i år og næste år. Vi forventer nu, at verdensøkonomien vil vokse med 3,4% i 2022 og med 3,1% i 2023, hvilket er klart mindre end i 2021. I 2024 forventer vi, at den globale BNP-vækst vil stige en smule til 3,2%, hvilket dog stadig er lavere end gennemsnittet (siden 1980) på 3,4%.

Afdæmpet global vækst næste år



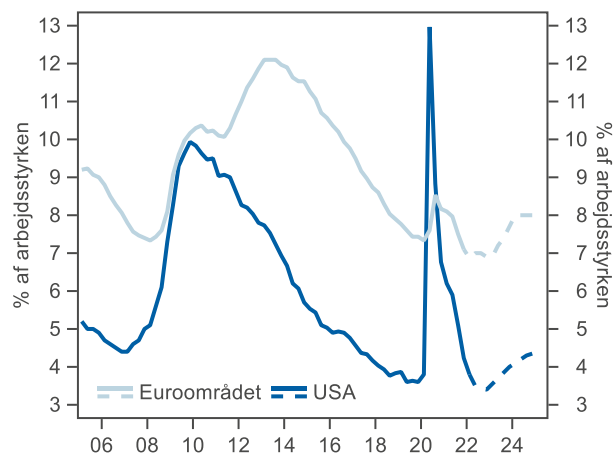
Kilder: Macrobond og Handelsbanken

Arbejdsmarkedet forværres i en vis grad

Virksomhederne signalerer stærk efterspørgsel efter arbejdskraft samt betydelige rekrutteringsvanskeligheder, og arbejdsløsheden er tilbage på niveauet før pandemien eller lavere i både USA og euroområdet. Tiltagende stramheder på arbejdsmarkedet har givet anledning til stigende nominel lønvækst i USA, mens lønvæksten i euroområdet dog stadig er mere afdæmpet for indeværende. Mens efterspørgslen efter arbejdskraft er høj, er udbuddet af arbejdskraft målt ved arbejdsstyrkens deltagelsesgrad imidlertid stadig under niveauet før pandemien. I euroområdet er indtrykket endvidere, at selv om folk vender tilbage til arbejdsmarkedet, så arbejder de færre timer.

Så hvor befinder vi os egentligt i konjunkturcyklen? Vi har tidligere argumenteret for, at manglen på arbejdskraft indikerer, at efterspørgslen efter arbejdskraft stiger i et enestående hurtigt tempo, snarere end at signalere en reel mangel på arbejdsudbud. Vi forventer fortsat, at arbejdsudbuddet vil stige gradvist i løbet af 2022. I kombination med en mere afdæmpet efterspørgsel vil det bidrage til højere arbejdsløshed næste år, samtidigt med at det forhåbentligt vil lægge en vis dæmper på lønstigningerne.

Lidt højere ledighed næste år



Kilder: Macrobond og Handelsbanken

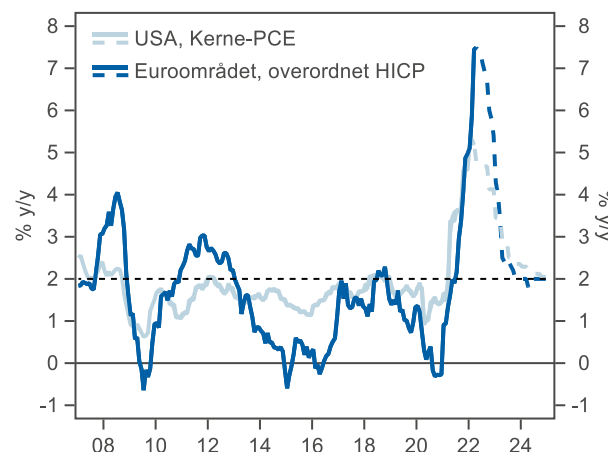
Høj inflation i længere tid

Vi løfter igenvores skøn for inflationen. Ud over den nye direkte effekt af de stigende priser på energi, fødevarer og andre råvarer forårsaget af krigen i Ukraine, forudser vi nu også indirekte effekter bide sig fast efter prisstigningerne over det seneste år. For eksempel vil de højere fragtomkostninger, råvare- og inputpriser bevæge sig igennem systemet. De kortsigtede inflationsforventninger er også taget til, og givet det stærke arbejdsmarked er anden runde-effekter på inflationen begyndt at vise sig, hvor virksomheder benytter muligheden for at hæve priserne, mens medarbejderne kræver større lønstigninger.

Krigs-inducerede stigninger i råvarepriserne og mere bredt baseret underliggende prispres

Vores hovedscenarie er fortsat, at inflationen kan bringes tilbage på linje med centralbankernes inflationsmålsætning, men først en gang i 2024, efter kun gradvise fald de kommende år. Det skyldes, at vi forventer et beskedent fald i energipriserne og andre råvarepriser, i takt med at udbuddet tilpasser sig, og verdensøkonomien gradvist bliver mindre afhængig af russisk energi. Desuden dæmper den strammere pengepolitik efterspørgslen, som gør det sværere for virksomhederne at sætte priserne op, og giver anledning til en vis afkøling af arbejdsmarkedet, som reducerer lønpresset. En gradvis bedring i forsyningskæderne bør også dæmpe inflationen og mindske risikoen for større andenrunde effekter.

Inflationen aftager i 2023

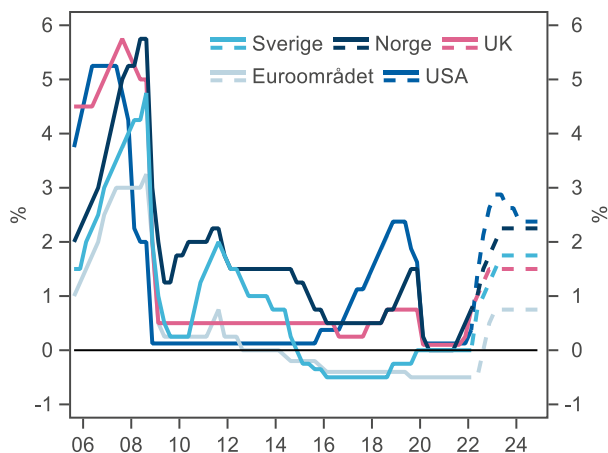


Kilder: Macrobond og Handelsbanken

Centralbanker flyver blindt

Centralbankerne har nu bevæget sig i inflationsbekæmpelsestilstand og vil fremrykke en stor del af tilbagetrækningen af den pengepolitiske stimulans til 2022. Inflationen vil være højere i længere tid, og der er en tiltagende risiko for, at det smitte af på inflationsforventningerne, hvis ikke centralbankerne viser handlekraft. I euroområdet forventer vi nu fem renteforhøjelser á 0,25%-point fra ECB's hånd, med start i juli med efterfølgende forhøjelser hvert møde frem til og med 1. kvartal 2023. I USA er vores hovedscenarie, at Fed igen hæver renten med 0,5%-point på de næste to rentemøder, men at tempoet derefter sættes ned til 0,25%-point fra september, i takt med at inflationen viser tegn på at bremse op. Herudover er Fed begyndt at nedbringe sin balance, hvilket også vil fungere som en pengepolitisk stramning.

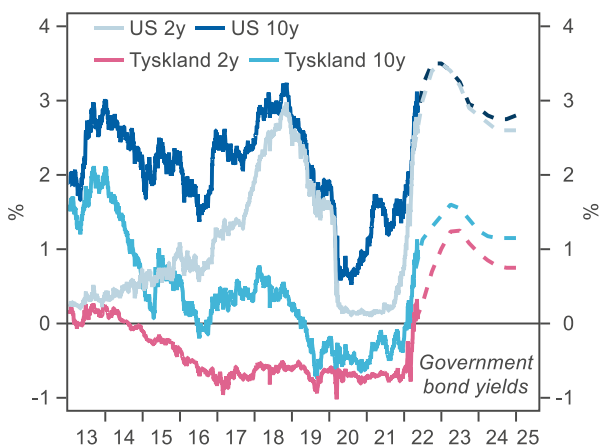
Markant stramning af pengepolitikken



Kilder: Macrobond og Handelsbanken

Forventninger om strammere pengepolitik har bidraget til en hurtig og markant stigning i obligationsrenterne. Især er realrenterne steget i kølvandet på Fed's balancenødbringelse, som er en trend, vi ser vil fortsætte med at presse renterne op. Vores opfattelse er dog, at markederne pt. priser for meget ind i form af global centralbanksopstramning, fra bl.a. ECB. Vi er skeptiske over for, om centralbankerne vil kunne lykkedes med en såkaldt blød landing af økonomierne. Ultimativt vil centralbankerne bekæmpe en i vid udstrækning udbudsdrævet inflation ved at undertrykke efterspørgslen, og det vil sandsynligvis ramme en rentefølsom økonomi hårdt. Vi forventer svagere vækst end konsensus til næste år, som vil reducere virksomhedernes muligheder for at hæve priserne og føre til svagere inflationspres. Vi venter derfor, at både FED og ECB stopper renteforhøjelserne i første halvår 2023. I den resterende del af prognoseperioden forventer vi, at Fed sænker renten to gange mod neutrale niveauer. Vi forventer derfor, at obligationsrenterne vil begynde at stagnere omkring årsskiftet, og i USA endda være lavere i 2024, end de er i øjeblikket.

Amerikanske renter ventes at falde næste år



Kilder: Macrobond og Handelsbanken

Det faktum, at USA er bedre isoleret end Europa over for de negative konsekvenser af sanktioner mod Rusland, samt at USD har status som sikker havn, har bidraget til en ret så markant styrkelse af USD over for EUR. Det er vores forventning, at USD vil forblive stærk på kort sigt, da Fed allerede har leveret renteforhøjelser, samtidigt med at de geopolitiske risici er forhøjede. Næste år kan frygten for en amerikanske recession kortvarigt blive et tema, som vil svække USD. Ser man længere frem, vil Fed sænke renten et par gange, mens ECB forbliver i venteposition, hvilket gør EUR til en relativ vinder.

Risici: Stagflation og højere renter

De økonomiske udsigter er prægede af betydelige risici. **På den negative side** er der flere forhold, der kan trække i retning af en større vækststopbremsning, samtidigt med at inflationen bliver højere end vi venter det i vores hovedscenarie. **En eskalering af krigen** og endnu mere omfattende sanktioner over for Rusland ville føre til mere udtalte forstyrrelser i udbuddet samt højere råvarepriser. Dette ville trække inflationen endnu mere op, samtidigt med at det dæmper væksten yderligere. Højere inflation kunne tvinge centralbankerne til at stramme pengepolitikken mere, som ville bremse væksten yderligere. **Pengepolitisk induceret recession.** Kombinationen af høj inflation og lavere vækst medfører en svær balanceakt for centralbankerne. Givet de høje gælds niveauer er der en risiko for, at stramningerne af pengepolitikken kan have en større negativ effekt på væksten, end hvad vi antager i vores hovedscenarie, og at både USA og euroområdet vil blive ramt af decideret recession. Herudover er der også en risiko for, at inflationsforventningerne bider sig fast på høje niveauer, hvilket fører til en uheldsmæssig og kraftig løn-pris spiral. I et sådant scenarie vil centralbankerne også blive tvunget til at stramme pengepolitikken mere aggressivt end hvad vi aktuelt venter. Det vil tynge yderligere på de økonomiske udsigter. **En større end ventet vækststopbremsning i Kina.** En større økonomisk nedtur i Kina, som følge af blandt andet mere længerevarende og omfattende nedlukninger samt yderligere problemer i ejendomssektoren, ville skabe nye flaskehalse i de globale forsyningskæder og derigennem undertrykke den globale vækst.

På den positive side kunne en hurtig deeskalering af krigen i Ukraine samt en bedring i smitteudviklingen i Kina føre til lavere inflation og højere vækst end hvad vi antager i vores hovedscenarie. Det er også muligt – men langt fra sandsynligt – at centralbankerne lykkedes med en blød landing af økonomierne som følge af en mere robust økonomi end antaget samt et højere niveau for den neutrale rente.

Nøgletal

BNP-prognoser

Årligt gennemsnit

	2021	2022p	2023p	2024p
Danmark	4,7 (3,8)	3,8 (2,3)	0,5 (1,8)	1,0 (1,5)
Sverige*	4,7 (4,8)	2,4 (3,6)	1,0 (2,2)	1,7 (1,9)
Finland	3,5 (3,7)	1,8 (3,0)	1,3 (1,8)	1,5 (1,5)
Norge, fastland	4,1 (4,1)	3,6 (3,7)	1,9 (1,7)	1,0 (1,0)
Euroområdet	5,4 (5,1)	2,4 (3,9)	0,9 (2,7)	1,5 (1,6)
Storbritannien	7,4 (6,5)	3,2 (4,1)	1,2 (1,6)	1,8 (1,2)
USA*	5,7 (5,5)	3,0 (3,8)	1,6 (2,3)	1,6 (2,0)
Kina	8,1 (8,1)	5,1 (5,2)	5,3 (5,1)	5,1 (5,0)

*Kalenderjusteret

Inflationsprognoser

Årligt gennemsnit

	2021	2022p	2023p	2024p
Danmark	1,9 (1,9)	6,2 (2,7)	3,6 (1,8)	2,3 (1,7)
Sverige, KPI	2,2 (2,2)	6,5 (2,8)	4,8 (1,8)	3,0 (2,4)
Sverige, KPIF	2,4 (2,4)	6,2 (2,9)	3,6 (1,7)	2,2 (2,1)
Finland	2,2 (2,2)	5,3 (2,6)	2,7 (1,8)	2,0 (1,8)
Norge, KPI	3,5 (3,5)	4,0 (3,1)	1,9 (1,8)	1,9 (2,0)
Norge, kerne	1,7 (1,7)	2,8 (2,2)	2,6 (2,4)	2,2 (2,0)
Euroområdet	2,6 (2,6)	6,5 (3,1)	2,6 (1,7)	2,0 (1,8)
Storbritannien	2,5 (2,5)	9,0 (4,5)	7,4 (2,8)	3,8 (2,7)
USA, kerne	3,3 (3,3)	4,7 (3,8)	2,8 (2,3)	2,2 (2,1)

Arbejdsløshedsprognoser

Årligt gennemsnit

	2021	2022p	2023p	2024p
Danmark, AKU	5,2 (5,3)	4,4 (4,3)	4,9 (3,7)	5,3 (4,0)
Sverige	8,8 (8,8)	7,4 (7,6)	7,5 (7,2)	7,7 (7,1)
Finland	7,6 (7,6)	6,6 (6,7)	6,4 (6,4)	6,3 (6,3)
Norge, NAV	3,1 (3,1)	1,9 (2,3)	1,8 (2,2)	2,1 (2,1)
Euroområdet	7,7 (7,7)	6,9 (7,5)	7,3 (7,2)	8,0 (6,9)
Storbritannien	4,5 (4,8)	4,5 (4,5)	5,3 (4,7)	4,9 (4,8)
USA	5,4 (5,4)	3,5 (3,6)	3,8 (3,3)	4,2 (3,5)

Kilde: Handelsbanken

I parentes: Handelsbankens Konjunkturprognose 26. januar 2022

Renteprognoser

Ultimo året

Pengepolitisk rente	2021	2022p	2023p	2024p
USA	0,125	2,625 (0,875)	2,625 (1,375)	2,375 (1,625)
Euroområdet	-0,50	0,50 (-0,50)	0,75 (-0,50)	0,75 (-0,30)
Sverige	0,00	1,25 (0,00)	1,75 (0,25)	1,75 (0,50)
Danmark	-0,60	0,50 (-0,60)	0,75 (-0,60)	0,75 (-0,40)
Storbritannien	0,25	1,50 (0,75)	1,50 (1,00)	1,50 (1,25)
Norge	0,50	1,75 (1,50)	2,25 (1,75)	2,25 (1,75)
3-måneders interbankrente	2021	2022p	2023p	2024p
USA, LIBOR	0,21	2,90 (1,10)	2,70 (1,40)	2,50 (1,65)
Sverige, STIBOR	-0,04	1,20 (-0,05)	1,75 (0,25)	1,75 (0,50)
Euroområdet, EURIBOR	-0,57	0,65 (-0,45)	0,90 (-0,35)	0,90 (-0,25)
Danmark, CIBOR	-0,28	0,80 (-0,20)	1,00 (-0,20)	1,00 (-0,10)
Norge, NIBOR	0,95	2,05 (1,85)	2,60 (2,10)	2,60 (2,10)
2-årig statsobligationsrente	2021	2022p	2023p	2024p
USA	0,73	3,50 (1,40)	2,80 (1,70)	2,60 (1,60)
Euroområdet (Tyskland)	-0,64	1,00 (-0,60)	0,95 (-0,50)	0,75 (-0,30)
Sverige	-0,20	2,05 (-0,05)	1,90 (0,20)	1,75 (0,40)
Danmark	-0,60	1,50 (-0,55)	1,50 (-0,40)	1,30 (-0,20)
Finland	-0,59	1,05 (-0,60)	1,00 (-0,45)	0,80 (-0,25)
Storbritannien	0,67	1,77 (1,25)	2,27 (1,50)	2,60 (1,75)
Norge	1,33	2,40 (1,70)	2,40 (1,75)	2,40 (1,75)
5-årig statsobligationsrente	2021	2022p	2023p	2024p
USA	1,26	3,50 (1,70)	2,85 (1,95)	2,70 (1,75)
Euroområdet (Tyskland)	-0,47	1,23 (-0,28)	1,10 (-0,10)	0,95 (0,13)
Sverige	0,10	2,25 (0,32)	2,05 (0,48)	1,80 (0,69)
Danmark	-0,22	1,70 (-0,05)	1,60 (0,15)	1,45 (0,40)
Finland	-0,35	1,55 (-0,20)	1,30 (0,00)	1,10 (0,25)
Storbritannien	0,81	2,07 (1,45)	2,82 (1,70)	3,30 (1,95)
Norge	1,63	2,75 (1,80)	2,65 (1,90)	2,45 (1,90)
10-årig statsobligationsrente	2021	2022p	2023p	2024p
USA	1,52	3,50 (2,30)	2,90 (2,15)	2,80 (2,00)
Euroområdet (Tyskland)	-0,21	1,45 (0,05)	1,25 (0,30)	1,15 (0,55)
Sverige	0,29	2,45 (0,55)	2,20 (0,80)	1,95 (1,05)
Danmark	0,05	1,85 (0,30)	1,50 (0,55)	1,40 (0,80)
Finland	0,07	1,90 (0,35)	1,60 (0,55)	1,40 (0,80)
Storbritannien	1,02	2,38 (1,65)	3,38 (1,90)	4,00 (2,15)
Norge	1,71	2,80 (1,95)	2,70 (2,05)	2,70 (2,05)
2-årig swap	2021	2022p	2023p	2024p
USA	0,91	3,70 (1,65)	3,00 (2,00)	2,80 (1,85)
Euroområdet	-0,30	1,54 (-0,28)	1,45 (-0,23)	1,20 (-0,03)
Sverige	0,30	2,55 (0,35)	2,35 (0,60)	2,20 (0,75)
Danmark	-0,03	2,05 (0,00)	2,05 (0,15)	1,85 (0,35)
Storbritannien	1,20	2,57 (1,50)	2,97 (2,00)	3,30 (2,25)
Norge	1,61	2,65 (1,85)	2,60 (2,05)	2,60 (2,05)
5-årig swap	2021	2022p	2023p	2024p
USA	1,34	3,60 (1,90)	3,00 (2,15)	2,85 (1,95)
Euroområdet	0,02	1,79 (0,09)	1,58 (0,23)	1,40 (0,46)
Sverige	0,71	2,85 (0,87)	2,52 (0,93)	2,25 (1,14)
Danmark	0,23	2,35 (0,45)	2,25 (0,65)	2,10 (0,90)
Storbritannien	1,29	2,50 (1,72)	3,20 (2,50)	3,68 (2,86)
Norge	1,87	3,00 (2,05)	2,80 (2,15)	2,60 (2,15)
10-årig swap	2021	2022p	2023p	2024p
USA	1,55	3,60 (2,45)	3,05 (2,30)	2,95 (2,15)
Euroområdet	0,30	2,04 (0,45)	1,70 (0,70)	1,60 (0,95)
Sverige	0,97	3,05 (1,08)	2,67 (1,25)	2,40 (1,50)
Danmark	0,50	2,55 (0,70)	2,20 (0,95)	2,10 (1,20)
Storbritannien	1,21	2,43 (1,95)	3,43 (3,00)	4,05 (3,46)
Norge	1,90	3,10 (2,35)	2,95 (2,40)	2,75 (2,40)

Kilde: Handelsbanken

I parentes: Handelsbankens Konjunkturprognose 26. januar 2022

Valutaprognoser

Ultimo året

	2021	2022p	2023p	2024p
EUR/DKK	7,44	7,46 (7,45)	7,46 (7,46)	7,46 (7,46)
SEK/DKK	0,73	0,74 (0,75)	0,76 (0,77)	0,76 (0,77)
USD/DKK	6,57	6,97 (6,71)	6,72 (6,84)	6,54 (6,66)
GBP/DKK	8,86	8,57 (9,31)	8,88 (9,33)	8,88 (9,33)
CHF/DKK	6,90	7,17 (7,16)	7,10 (7,17)	7,10 (7,17)
JPY/DKK	5,92	5,62 (5,89)	5,42 (6,00)	5,28 (5,84)

	2021	2022p	2023p	2024p
EUR/SEK	10,23	10,10 (10,00)	9,80 (9,70)	9,80 (9,70)
USD/SEK	9,03	9,44 (9,01)	8,83 (8,90)	8,60 (8,66)
GBP/SEK	12,18	11,61 (12,50)	11,67 (12,13)	11,67 (12,13)
NOK/SEK	1,02	1,00 (1,03)	0,98 (1,01)	1,01 (1,01)
DKK/SEK	1,37	1,35 (1,34)	1,31 (1,30)	1,31 (1,30)
CHF/SEK	9,49	9,71 (9,62)	9,33 (9,33)	9,33 (9,33)
JPY/SEK	8,13	7,61 (7,90)	7,12 (7,81)	6,93 (7,60)
CNY/SEK	1,42	1,47 (1,40)	1,38 (1,39)	1,33 (1,35)

	2021	2022p	2023p	2024p
EUR/USD	1,13	1,07 (1,11)	1,11 (1,09)	1,14 (1,12)
USD/JPY	111,05	124,00 (114,00)	124,00 (114,00)	124,00 (114,00)
EUR/GBP	0,840	0,870 (0,800)	0,840 (0,800)	0,840 (0,800)
GBP/USD	1,35	1,23 (1,39)	1,32 (1,36)	1,36 (1,40)
EUR/CHF	1,08	1,04 (1,04)	1,05 (1,04)	1,05 (1,04)
USD/CNY	6,35	6,40 (6,43)	6,40 (6,40)	6,45 (6,40)

	2021	2022p	2023p	2024p
EUR/NOK	9,99	10,10 (9,75)	9,95 (9,65)	9,75 (9,65)
SEK/NOK	0,98	1,00 (0,98)	1,02 (0,99)	0,99 (0,99)
USD/NOK	8,82	9,44 (8,78)	8,96 (8,85)	8,55 (8,62)
GBP/NOK	11,90	11,61 (12,19)	11,85 (12,06)	11,61 (12,06)
CHF/NOK	9,27	9,71 (9,38)	9,48 (9,28)	9,29 (9,28)
JPY/NOK	7,94	7,61 (7,71)	7,23 (7,77)	6,90 (7,56)

Kilde: Handelsbanken

I parentes: Handelsbankens Konjunkturprognose 26. januar 2022

Analyser – ansvar og forbehold

Risikoadvarsel

Alle investeringer er forbundet med risici, og investor anbefales derfor selv at træffe beslutning om, hvorvidt en investering i nogen af de værdipapirer, der dækkes af denne analyse, er hensigtsmæssig på baggrund af investors konkrete investeringsformål, økonomiske situation og risikovillighed. Et finansielt instruments historiske afkast er ikke en garanti for et fremtidigt afkast. Værdien af finansielle instrumenter kan stige eller falde, og der er ikke sikkerhed for, at man vil få hele den investerede kapital tilbage. Til tider kan det forventede samlede afkast falde uden for ovennævnte intervaller på grund af kursbevægelser og/eller volatilitet. Sådanne midlertidige afvigelse fra specificerede intervaller vil være tilladt, men vil blive genstand for gennemgang af Analyse-ledelsen (Research Management).

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 handel- 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 identificeret 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. Denne analyserapport indeholder ikke, og forsøger ikke at indeholde, alt materiale, der kan siges om virksomheden eller virksomhederne beskrevet heri. For yderligere information om vores analysemetode, besøg venligst <https://reon.researchonline.se/desc/disclaimers>.

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. Derfor kan vi til enhver tid 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 er indeholdt 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. Som en del af kontrollen med interessekonflikter har banken indført restriktioner ("Informationsbarrierer") på 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 parter 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 (klik videre til About the Group – Policy documents and guidelines – Policy on Ethical standards). Handelsbanken har NUL-tolerance over for bestikkelse og korruption. Dette er fastlagt i banken koncernpolitik vedrørende bestikkelse og korruption. Forbudet 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 politik om antikorrupition henvises til bankens hjemmeside www.handelsbanken.com (klik videre til About the Group – Policy documents and guidelines – Policy against corruption).

Ved udsendelse i UK

Dette dokument må kun distribueres i UK til personer, der er autoriserede eller undtagne personer i henhold til Financial Services and Markets Act 2000 (som ændret) (eller enhver ordre foretaget i henhold hertil) eller (i) til personer, der har professionel erfaring i forhold vedrørende investeringer, der falder ind under artikel 19, stk. 5, i Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotion) Order 2005 ("bekendtgørelsen"), (ii) til enheder med høj nettoformue, der falder ind under artikel 49, stk.) til (d) i bekendtgørelsen eller (iii) til personer, der er professionelle kunder i henhold til kapitel 3 i Financial Conduct Authority Conduct of Business Sourcebook (alle sådanne personer omtales tilsammen som "relevante personer").

Enhver person, der ikke er en relevant person, må ikke stole på denne analyserapport.

UK kunder skal være opmærksomme på, at hverken UK Financial Services Compensation Scheme for investeringsvirksomhed eller reglerne fra Financial Conduct Authority i henhold til UK Financial Services and Markets Act 2000 (som ændret) til beskyttelse af private kunder gælder for denne analyse rapport og i overensstemmelse hermed UK kunder vil ikke være beskyttet af denne ordning.

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 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

Christina Nyman	Head of Macro Research and Chief Economist	+46 8 701 51 58	Denmark	Jes Asmussen	Chief Economist, Denmark	+45 46 79 12 03
				Rasmus Gudum-Sessingø	Senior Economist, Denmark	+45 46 79 16 19
Web						
Terese Loon		+46 8 701 28 72	Norway	Marius Gonsholt Hov	Chief Economist, Norway	+47 22 39 73 40
				Nils Kristian Knudsen	Senior Strategist FX/FI	+47 22 82 30 10
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	UK	James Sproule	Chief Economist, UK	+44 7812 4861 87
Erik Meyersson	Senior Economist, Eurozone	+46 8 701 1412		Daniel Mahoney	Senior Economist	+44 7890 3043 77
Johanna Högfeldt	Senior Economist, US	+46 8 701 1711				
			Trading Strategy			
Finland				Claes Måhlén	Chief Strategist	+46 8 701 83 16
Timo Hirvonen	Chief Economist, Finland	+358 10 444 2404		Nils Kristian Knudsen	Senior Strategist FX/FI	+47 22 82 30 10
Janne Ronkanen	Senior Economist, Finland	+358 10 444 2403		Lars Henriksson	Senior Strategist FX	+46 8 463 45 18
				Johanna Högfeldt	Senior Strategist FX	+46 8 701 17 11
				Andreas Hild	Ränte- och valutastrateg	+46 8 701 83 32

Debt Capital Markets

Robert Radway	Head of Debt Capital Markets	+46 8 701 21 97
Charlotte Wilson	Head of Debt Capital Markets Sweden	+46 8 701 22 45
Thomas Grandin	Head of Corporate Bonds	+46 8 463 45 83

Sales

Fixed Income Sales

Tomas Grandin	+46 8 463 45 83
---------------	-----------------

FX Sales

Petter Fjellheim	+47 22 823 029
------------------	----------------

Syndication

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

Risk advisory and cash management

Netherlands

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

Denmark

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

Sweden

Petter Holm	+46 8 46 345 92
Johan Martinsson	+46 702 01 73 58

Finland

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

UK

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

Norway

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

Toll-free numbers	From Sweden to N.Y. & Singapore 020-58 64 46	From Norway to N.Y. & Singapore 800 40 333	From Denmark to N.Y. & Singapore 8001 72 02	From Finland to N.Y. & Singapore 0800 91 11 00	Within the US 1-800 396-2758
--------------------------	--	--	---	--	--

Svenska Handelsbanken AB (publ)

Stockholm

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

Copenhagen

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

Helsinki

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

Oslo

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

London

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

New York

Handelsbanken Markets Securities, Inc.
900 Third Avenue,
New York, NY 10022-4792
Tel. +1 212 326 5153
Fax. +1 212 326 2730
FINRA, SIPC