

PERISKOPET

Forår, 2020

Dyb recession af ukendt varighed

Coronakrisen har vendt op og ned på alle vækstudsigter. I skrivende stund er der fortsat stor usikkerhed omkring, hvornår landene bliver åbnet op igen, og dertil stor usikkerhed omkring, hvor lang tid en normalisering af aktiviteten kommer til at tage. Det følgende er derfor mere antagelser end prognoser.

Redaktion

Cheføkonom
Jeppe Juul Borre



Med så stor usikkerhed om fremtiden kan det diskuteres, om en konjunkturrapport som denne overhovedet skal udsendes lige nu. Vi mener imidlertid, at det selv i tider med stor usikkerhed er nødvendigt med nogle ideer om, hvor økonomierne potentielt kan bevæge sig hen.

Privatøkonom
Brian Friis Helmer



Med den enorme usikkerhed in mente er det vores bud, at Coronakrisen vil føre til en dyb recession i verdensøkonomien i 2020, formentlig dybere end under finanskrisen. På et tidspunkt ebber virussen (forhåbentlig) ud, og økonomierne kan blive genstartet. Bedringen blive kraftig, fordi regeringer og centralbanker verden over har lempet finans- og pengepolitikken uhørt hurtigt og uhørt meget. Vi mener dog samtidig, at kan tage flere år, inden økonomierne er tilbage på niveauerne fra før Coronakrisen.

På den baggrund forventer vi et fald i eurozonens og i USA's BNP i år på mellem 5 og 10 pct. I 2021 forventes vækstraterne igen at være positive.

Økonom
Anders Christian Overvad



*Vedrørende **dansk økonomi** arbejder vi ud fra tre scenarier, hvor den ene er mere negativ end den anden. Fremtiden ser på den korte sigt dystert ud, men vi tror på en kort recession og hurtig genopretning.*

Chefanalytiker
Bjarne Kogut



Konsensus på finansmarkedet er, at der kun vil være recession i den globale økonomi i første halvår, efterfulgt af en kraftig fremgang i andet halvår. Vi tvivler dog på, at det kommer til at gå så hurtigt. Risikoen er, at f.eks. beskæftigelsen, privatforbruget og erhvervsinvesteringerne bliver påvirket negativt i længere tid, end hvad de fleste forventer i øjeblikket.

Et er dog meget sikkert: Der bliver en stor regning at betale tilbage på mange år ud i fremtiden, fordi statsgælden vil stige, og der er kun skatteyderne til at betale denne gæld. Enten i form af højere skatter end ellers og/eller i form af mindre velfærd end ellers.

International økonomi: Dyb recession af ukendt varighed

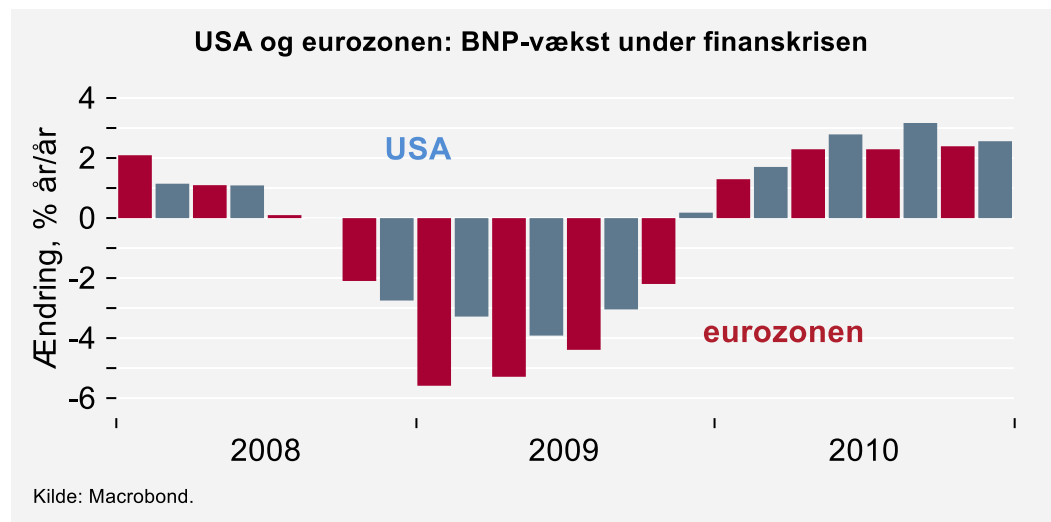
Forventningsoversigt

		USA	Pr. 09/04	Eurozonen	Pr. 09/04	Danmark	Pr. 09/04
BNP-vækst	2019	2,3		1,2		2,1	
	2020	-5 - -10		-5 - -10		-3,0	
	2021	>0		>0		>0	
Centralbankens ledende rente (ECB's og NBK's udlånsrenter)	om 3 mdr.	0,00-0,25	0,00-0,25	0,00	0,00	0,05	0,05
	om 12 mdr.	0,00-0,25		0,00		0,05	
ECB's indlånsrente og NBK's indskudsbevisrente	om 3 mdr.			-0,60	-0,50	-0,60	-0,60
	om 12 mdr.			-0,70 - -0,50		-0,60	
Rente på 10-årig statsobligation (for eurozonen er brugt en tysk)	om 3 mdr.	0,70 - 0,95	0,75	-0,50 - -0,30	-0,31	-0,30 - -0,10	0,04
	om 12 mdr.	0,60 - 1,60		-0,70 - -0,20		-0,70 - -0,20	

Overblik

Før Coronakrisen gik det egentlig godt med verdensøkonomien: Den amerikanske økonomi så ud til at ville fortsætte med at vokse med omkring 2 pct. p.a. svarende til normalvækstraten over lang tid. Eurozonens økonomi så ud til at være på vej ind i en stabilisering efter afmatningen gennem 2019, ligesom den kinesiske økonomi så ud til at fortsætte i et højt væksttempo.

Men alt blev ændret med Coronakrisen. Med al den usikkerhed, der er forbundet med fremtiden i øjeblikket, er det vores opfattelse, at verdensøkonomien kastes ud i en dyb recession i år, også dybere end under finanskrisen.



Under finanskrisen varede recessionen halvandet år.

Der er håb om, at økonomierne vil komme hurtigere på fode igen efter Coronakrisen på grund af de massive hjælpepakker fra både finans- og fra pengepolitikken. Under finanskrisen gik en stor del af datidens hjælpepakker til at få penge kredsløbet på fode igen, mens pakkerne denne gang går til at få samfundsøkonomierne på fode igen.

USA: Hjelpepakke på 10 pct. af BNP

I udgangspunktet – før Coronakrisen – gik det godt for den amerikanske økonomi med en BNP-vækst på omkring 2 pct., svarende til den langsigtede normalvækstrate, og opsvinget var det længste nogensinde. Læg hertil et fortsat stærkt arbejdsmarked, og at der var indgået en foreløbig "Fase-1" handelsaftale med Kina.

Coronakrisen kaster også den amerikanske økonomi ud i en dyb recession, skønsmæssigt med et fald i BNP på mellem 5 og 10 pct. i år, efterfulgt af bedring i 2021. Men ingen ved, hvornår virussen klirrer af, og hvornår samfundsaktiviteten kan begynde at vende tilbage til det normale. Ej heller ved nogen, hvor lang tid, det tager at komme tilbage til normal aktivitet.

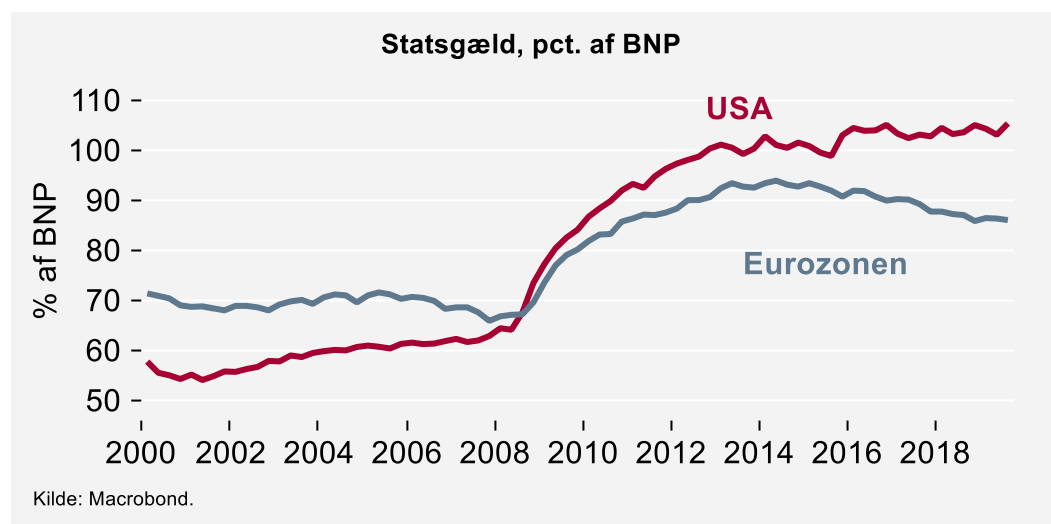
Massiv støtte til økonomien

Penge- og finanspolitikken er blevet lempet markant for at hjælpe økonomien gennem krisen:

Fed (den amerikanske centralbank) har sænket deres ledende rentesats til intervallet 0,00 – 0,25 pct., hvilket også var niveauet under finanskrisen. Desuden vil Fed støtteopkøbe obligationer for et ubegrænset beløb og i ubegrænset tid.

Kongressen har vedtaget en hjelpepakke på økonomien på USD 2.000 mia., svarende til 10 pct. af det amerikanske BNP. Blandt elementerne i pakken er kontante udbetalinger til alle borgere, lånegarantier til virksomhederne, udvidet adgang til arbejdsløshedsunderstøttelse og flere penge til sundhedssektoren.

Det føderale budgetunderskud og den amerikanske statsgæld vil stige markant som følge af krisen. I udgangspunktet har USA er meget stort budgetunderskud på omkring 5 pct. af BNP og en høj bruttostatsgæld på omkring 100 pct. af BNP.



Pengepolitik og obligationsrente

Feds udmelding er, at pengepolitikken vil forblive ekstremt lempelig, så længe der er behov for det. Vores forventning er, at Feds ledende pengepolitiske rente IKKE bliver

sænket yderligere, men at pengepolitikken udføres via obligationsopkøb og likviditetsprogrammer.

Det er alt for tidligt at spå om, hvornår normaliseringen af pengepolitikken indledes efter Coronakrisen.

Renten på en 10-årig statsobligation faldt til et historisk lavpunkt som følge af krisen, men forventningen er, at renten vil have stigende tendens, når krisen begynder at lette på grund af det forøgede udbud af statsobligationer.

Usikkerhedsfaktorer

- **Hvor længe varer recessionen?:** Forventningen om genopretning af aktiviteten allerede i andet halvår kan vise sig at være for optimistisk.
- **Præsidentvalget den 3 november:** Det bliver Trump mod Joe Biden. Før Coronakrisen lignede Trump en sikker vinder, men krisen har skabt usikkerhed.
- **Aktiemarkedet:** Mange amerikanere har deres opsparing placeret i aktier. Der er usikkerhed om, hvor hurtigt og hvor stærkt aktiemarkedet vil komme sig ovenpå Coronakrisen. Den almindelige forventning er betydelige kursstigninger i andet halvår i takt med, at den økonomiske genopretning tager fart, og fordi der nu er pumpet endnu mere likviditet ind i penge kredsløbet. Men hvis genopretningen tager længere tid end forventet, kan det påvirke aktiemarkedet negativt.
- **Obligationsrenterne:** Det er uvist, hvor meget det stigende udbud af statsobligationer vil presse den lange rente op og dermed potentielt kan blive et alternativ til investering i aktier.

Eurozonen: Budgetreglerne er suspenderede

Før Coronakrisen var der stabilisering at spore i eurozonens økonomi efter sidste års afmatning. Men nu tyder alt på, at også eurozonens økonomi rammes af en dyb recession, som skønsomt vil få BNP til at falde med mellem 5 og 10 pct. i år. Under finanskrisen faldt BNP "kun" med 5,6 pct. i 2009. Men nedgangen bliver sandsynligvis dybere denne gang, fordi den økonomiske aktivitet stort set er standset helt op i de fleste lande.

Også de forskellige europæiske regeringer og centralbanker har været meget hurtige til at reagere på krisen med hidtil uset store lempelser af penge- og finanspolitikken. EU har f.eks. suspenderet budgetreglerne, fordi landenes budgetunderskud vil stige markant som følge af alle de vedtagne hjælpeforanstaltninger. EU-Kommissionen har beregnet, at den direkte lempelse af finanspolitikken svarer til 2 pct. af eurozonens BNP, men tallet svulmer til 13 pct. af BNP, hvis man medregner staternes lånegarantier overfor kriseramte virksomheder.

ECB, Den Europæiske Centralbank, har lempet pengepolitikken ved en massiv udvidelse af obligationsopkøbene. Groft sagt kan det blive ECB, der finansierer de finanspolitiske lempelser i eurozonelandene ved at opkøbe alle de statsobligationer, som landene må udstede for at skaffe penge til de finanspolitiske hjælpepakker.

Hvis ECB holder sig til de annoncerede opkøb, vil det summe op til omkring EUR 1.000 mia. i år, hvilket er langt mere, end hvad ECB støtteopkøbte obligationer for under statsgældskrisen. Men samtidig har ECB meldt ud, at opkøbene kan blive endnu større, hvis behovet skulle opstå.

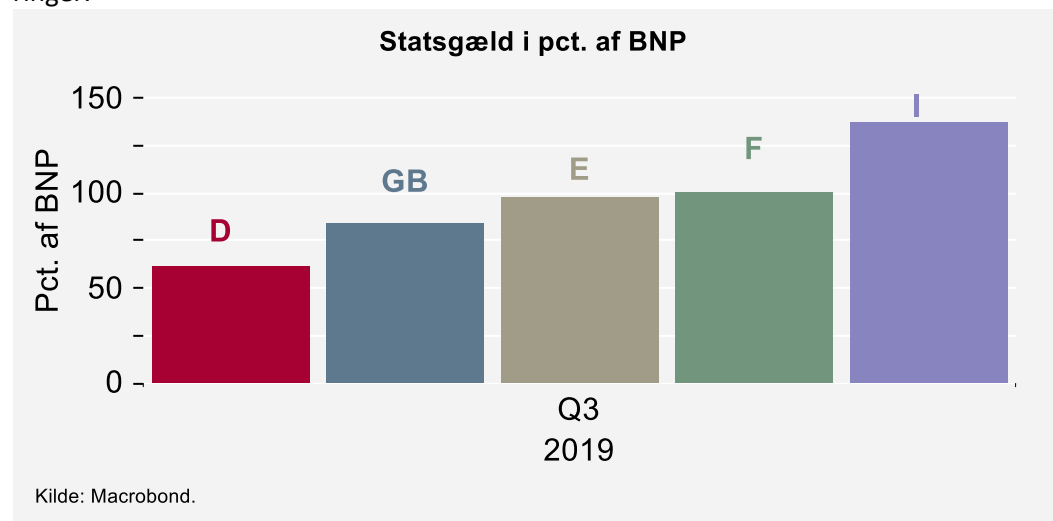
På baggrund af den enorme støtte til økonomien fra både finans- og pengepolitikken er det vores skøn, at eurozonens økonomi atter vil udvise positive vækstrater i 2021, men at der samtidig vil gå flere år, inden økonomierne er tilbage på udgangspunktet fra før krisen.

Sandsynligvis vil statsgælden stige til op over niveauet fra statsgældskrisen, og det har været diskuteret på finansmarkedet, om det på et fremtidigt tidspunkt kan få gældskrisen til at blusse op igen. Men det vil næppe ske, så længe ECB holder en meget stærk hånd under obligationsmarkedet. På langt sigt kan et økonomisk svagt land som Italien dog blive voldsomt udfordret.

Udviklingen i de største europæiske økonomier

Der er så stor usikkerhed om fremtiden, at vi denne gang undlader at komme konkrete bud på væksten i de store europæiske lande.

I stedet et øjebliksbillede af, hvordan statsgælden så ud, inden Coronakrisen kom. Billedet er, at Tyskland, med den laveste gældskvote, er det land, der har mest plads til finanspolitiske lempelser, mens de andre lande står over for betydelige udfordringer.



Pengepolitik og obligationsrente

ECB's pengepolitiske rente har formentlig ramt bunden på det aktuelle -0,60 pct. for indlånsrenten. Fremtidige pengepolitiske tiltag vil blive praktiseret via deres likviditetsprogrammer, som spænder fra pengemarkedslån til bankerne til støtteopkøb af både stats- og erhvervsobligationer.

Ind til videre vil støtteopkøbene trække i retning af fortsat meget lave obligationsrenter, men renterne kan begynde at stige, når den aktuelle krise har lagt sig.

Risikoforhold

- **Langvarig recession?:** Risikoen er, at recessionen bliver langvarig, hvis f.eks. arbejdsløsheden forbliver høj i lang tid og forbrugerne derfor bliver tilbageholdne. Normalt tager det lang tid, inden virksomhederne begynder at øge beemandingen igen efter en afmatning.
- **No-deal Brexit:** Brexitforhandlingerne ligger stille i øjeblikket, men UK og EU har en skarp deadline for en handelsaftale, som helst skal være på plads i hovedtræk inden udgangen af første halvår. Der er derfor risiko for, at UK forlader overgangsordningen med EU ultimo 2020 uden en handelsaftale.
- **Stigende statsgæld:** Coronakrisen vil øge landenes gældsætning markant. Risikoen er, at de lange renter vil begynde at stige mærkbart på et tidspunkt, hvis statsgæld igen bliver et tema for finansmarkedet.

Dansk økonomi: Udfaldsrummet det største i mands minde

Den globale økonomi er ramt af et enormt tilbageslag, og det inkluderer også den danske økonomi. Coronavirussen og den tilhørende nedlukning af store dele af landet betyder, at udfaldsrummet for økonomien er stort over den kommende tid. Vi arbejder ud fra tre scenarier, hvor den ene er mere negativ end den anden. Fremtiden ser på den korte sigt dystre ud, men vi tror på en kort recession og hurtig genopretning.

Dansk økonomi rammer ind i en recession uden fortilfælde. Med store dele af landet lukket ned, og det samme udenfor landets grænser, så er der hul i forsyningskæder, produktionen er bremsset op, og efterspørgslen halter gevaldigt. Det vil sætte sig i dansk økonomi med et tilbageslag, som bliver dybere end under den finansielle krise, men omvendt også kortere.

Siden Mette Frederiksen tonede frem på skærmen d. 10. marts og lukkede store dele af landet ned, er det samlede omfang af ledige steget med mere end 40.000 personer, og vi er langt fra færdige med at se stigninger. Til sammenligning steg ledigheden under finanskrisen med rundt regnet 10.000 personer om måneden, da det gik værst for sig. Det skal retfærdigvis siges, at det dengang også var en langvarig recession, mens vi i denne ombæring forventer en kortere recession men dybere af slagsen. Derfor ser vi også ledigheden stige hurtigere denne gang.

Vi arbejder med tre scenarier for økonomien:

- **Hovedscenarie:** I vores hovedscenarie forventer vi en dyb, men kort recession. Den kortvarige recession betyder, at det primært er moderate bevægelser i nøgletallene over de kommende år, for så at vende tilbage til et mere normalt niveau. Den initiale dybde af recessionen er imidlertid dybere end i forbindelse med finanskrisen. Store dele af landet er i dette scenarie lukket ned i 2 måneder, men allerede i 2. halvår vil væksten tage til igen og bringe den samlede årsvækst på -3%. Boligpriserne vil lide et moderat fald, og boligmarkedet står godt rustet til midlertidig modvind - der er dog tale om en

markant nedjustering sammenlignet med prognosen ved i januar. Ind- og udlån falder ligeledes moderat. Aktier og kreditspænd er ovre det værste, og renterne har bundet.

- **Downscenarie 1:** I det midterste scenarie forventer vi en dybere, men kort recession. Den kortvarige men dybere recession betyder, at der også er større bevægelser i nøgletallene over de kommende år, for så at vende tilbage til et mere normalt niveau. Der er tale om en økonomisk nedgang, som er væsentlig større end under finanskrisen. Store dele af landet er i dette scenarie lukket ned i 3 måneder, men allerede i 2. halvår vil væksten tage til igen og bringe den samlede årsvækst på -5%. Boligpriserne vil lide et større fald i år, trods boligmarkedet står godt rustet til midlertidig modvind. Ind- og udlån falder over de kommende år. Aktier og kreditspænd er endnu ikke over det værste, og vi vil se renterne komme lidt længere ned.
- **Downscenarie 2:** I det mest pessimistiske scenarie forventer vi en både dyb og langvarig recession. Den både dybe og langvarige recession betyder, at der er store bevægelser i nøgletallene over de kommende år, og det vil tage længere tid, før vi vender tilbage til mere normale niveauer. Der er tale om en dyb og lang økonomisk nedgang, hvor store dele af landet i dette scenarie er lukket ned i 4 måneder. Den økonomiske nedgang bliver dybdemæssig er større end under finanskrisen og i en tilsvarende lang periode. Den årlige vækst vil først i 2022 være positiv igen. Boligpriserne vil lide et mærkbart fald, mens ind- og udlån falder markant over de kommende år. Aktier skal yderligere ned, kreditspænd mærkbart op, og vi vil se renterne komme et godt stykke længere ned.

Stærkt boligmarkedet står overfor hård modvind

Boligmarkedet kommer til at opleve en periode med en markant nedgang i handelsaktiviteten, som også vil betyde prisfald. Der er i vores hovedscenarie dog ikke tale om boligdrømme, som brister, men snarere boligdrømme, der er udskudt for en periode. Derfor forventer vi også, at boligmarkedet kommer stærkt tilbage i løbet af 2. halvår, om end der for året stadig vil være tale om prisfald på 3%-5% på boligmarkedet. Det er en markant nedjustering i forhold til den hidtidige prognose.

Når boligpriserne ikke falder mere, hænger det sammen med, at boligmarkedet står med et robust udgangspunkt til hård modvind. Det skal samtidig noteres, at såfremt de mere negative scenarier udspiller sig, så taler vi også om en væsentlig mere negative historie for boligmarkedet.

Hjælpepakker og solidt økonomisk udgangspunkt

Som i andre lande er der fra politisk side indført en stribe af hjælpepakker og tiltag for at afbøde de økonomiske konsekvenser samt sørge for et godt fundament for den efterfølgende genopretning. Tiltagene spænder bredt, hvilket er positivt i en tid, hvor man bevæger sig i ukendt økonomisk territorium. Man imødekommer det markante økonomiske tilbageslag ved at sørge for, at så få virksomheder som muligt må dreje nøglen om, så få lønmodtagere som muligt mister arbejdet, samt at holde det finansielle system så flydende som muligt. Hjælpepakkerne løber, inklusiv lån og garantier, op i noget, der minder om 10% af BNP. Og vi forventer, at der kommer meget mere.

Udover de markante tiltag, så var dansk økonomi bundsolid, inden Corona ramte Danmark. BNP-væksten for 2019 endte på 2,4%, beskæftigelsen var rekordhøj, de offentlige finansier sunde, og der var ingen mærkbare ubalancer i økonomien.

Hjælpepakkerne og den solide økonomi før slaget gør os en smule mere fortrøstningsfulde på økonomiens vegne. Dog er der ingen tvivl om, at et markant økonomisk slag rammer, men vi tror mest på det optimistiske scenarie, men udfaldsrummet er de største i nyere tid.

Der er dog ingen tvivl om, at en anden markant risiko for dansk økonomi er udlandet og eksporten. Vi forventer, at udlandet vil halte bagefter Danmark, og dermed også sætte eksporten under pres og en vis snor i den danske genopretning. Et lille lyspunkt i det henseende er, at vi har en væsentlig mindre konjunkturfølsom eksport med et højt fokus på medicin og vindmøller. Vi kommer dog ikke udenom, at vi i høj grad er påvirkede af, hvordan man også udenfor landets grænser klarer sig gennem Corona-skærene.

Nationalbanken hiver kanonerne frem i forsvaret af kronen

Den danske krone har ligget på et svækket niveau overfor euroen siden efteråret. Det har fået Nationalbanken ud i 6 måneder med interventioner toppet af en selvstændig renteforhøjelse i marts. Det har styrket kronen, men den ligger fortsat på et svækket niveau i forhold til pariteten. Kommer kronen til at opleve et fornyet svækkelsespres, kan vi ikke udelukke en ny selvstændig renteforhøjelse fra Nationalbanken.

(Redaktionen er afsluttet 7. april 2020)

Kontakt

Cheføkonom Jeppe Juul Borre	jjb@al-bank.dk	26 81 22 75
Privatøkonom Brian Friis Helmer	bf@al-bank.dk	29 10 69 95
Økonom Anders Christian Overvad	aco@al-bank.dk	28 83 60 08
Chefanalytiker Bjarne Kogut	bjk@al-bank.dk	38 48 45 52

Dette materiale er udarbejdet af Arbejdernes Landsbank, som generel information til personlig brug. Anbefalinger skal ikke opfattes som hverken tilbud om eller opfordring til køb eller salg af de pågældende papirer, tjenesteydelser mv. Materialet er alene udarbejdet på basis af offentligt tilgængeligt materiale. Banken har omhyggeligt søgt at sikre sig, at materialet er korrekt og retvisende. Banken påtager sig intet ansvar for materialets nøjagtighed eller fuldkommenhed. De oplysninger, der er anført, kan have ændret sig i forhold til produktionstidspunktet, ligesom informationen ikke tager udgangspunkt i eller er tilpasset nogen kunders personlige forhold. Derfor opfordrer vi dig til at indhente yderligere og/eller opdateret information i banken. Arbejdernes Landsbank samt medarbejdere i banken kan have positioner i eller foretage køb eller salg mv. af i de værdipapirer, som er omtalt.