

# FINANSUGEN

29. maj 2020, uge 22

## Redaktion

### International økonomi

Chefanalytiker Bjarne Kogut

[bjk@al-bank.dk](mailto:bjk@al-bank.dk)

3848 4552

### Dansk økonomi

Cheføkonom

Jeppe Juul Borre

[Jeppe.Borre@al-bank.dk](mailto:Jeppe.Borre@al-bank.dk)

2681 2275

Privatøkonom

Brian Friis Helmer

[bf@al-bank.dk](mailto:bf@al-bank.dk)

2910 6995

Økonom

Anders Christian Overvad

[aco@al-bank.dk](mailto:aco@al-bank.dk)

2883 6008

## Det begynder at gå fremad igen

Selv om usikkerheden om fremtiden fortsat er stor (f.eks. om der kommer en 2. bølge af virus til efteråret?), så har markedsdeltagerne valgt at fokusere på, at økonomierne er blevet genstartet, og at diverse økonomiske statistikker viser, at aktiviteten rent faktisk er tiltagende (se mere på side 2).

Finansmarkedet tog også godt imod EU-kommissionens forslag til en "europæisk Marshall-plan", som sammen med andre EU- og ECB-tiltag summer op til gigantiske 2.400 milliarder euro over de kommende år – udover hvad nationalstaterne selv har sat i værk.

### Næste uge: ECB-rentemøde og amerikanske arbejdsløshedstal

Vigtigst i **eurozonen** bliver rentemødet i ECB på torsdag. Forventningen er, at ECB vil annoncere en yderligere forøgelse af deres opkøb af obligationer (lig med udpumpning af likviditet) og måske også tekniske ændringer i støtteopkøbene. Desuden vil ECB fremlægge sin nye prognose for eurozonens økonomi, hvor fokus vil være på deres vurdering af dybden af recessionen.

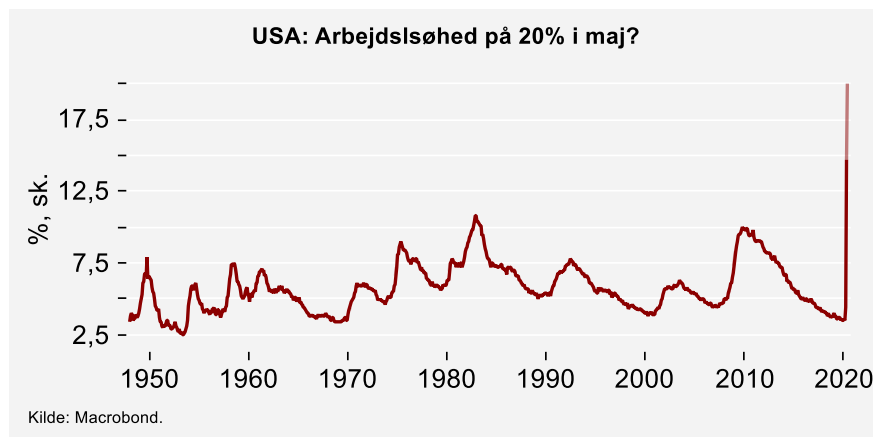
Fra **USA** kommer arbejdsløshedstal for maj på fredag, og forventningen er, at ledigheden vil være steget til i nærheden af 20% - det højeste siden 1930'erne. Indtil videre er der ingen overbevisende tegn på fremgang i den amerikanske økonomi, hvor genstarten dog også er begyndt senere end i Europa. Desuden vil der være markedsfokus på erhvervsbarometrene ISM-industri (mandag) og ISM-service (onsdag).

Sluttelig vil der også være fokus på de aktivitetsbarometre, der kommer fra **Kina** først på ugen og som vedrører maj måned.

Fra **Danmark** kommer der ingen væsentlige nøgletal i næste uge.

UGENS FINANSMARKED		
Aktier	7 dage	Niveau
S&P500	+ 2,8%	3.030
Nikkei	+ 6,4%	21.878
C25 (DK)	+ 1,8%	1.324
S30	+ 6,5%	1.658
FTSE	+ 3,4%	6.219
DAX	+ 6,5%	11.781
Euro 50	+ 6,5%	3.094
BRIC	- 1,5%	287
VIX	- 3,2%	29
Valuta	7 dage	Niveau
EUR/USD	+1,3%	1,1095
EUR/DKK	- 0,0%	7,4553
USD/DKK	- 1,3%	6,7195
SEK/DKK	+0,1%	0,7076
NOK/DKK	+0,8%	0,6886
GBP/DKK	- 0,4%	8,2935
CHF/DKK	- 0,6%	6,9757
JPY/DKK	- 0,9%	6,2680
Renter	7 dage	Niveau
US 2Y	-0,01	0,16%
US 10Y	-0,01	0,66%
Tysk 10Y	+0,06	-0,43%
Dansk 10Y	+0,03	-0,26%
Råvarer	7 dage	Niveau
Guld	- 0,3%	1.719
Olie (WTI)	- 0,2%	34
Metaller	- 1,0%	2.447

Opdateret per: 29. maj



## Indhold

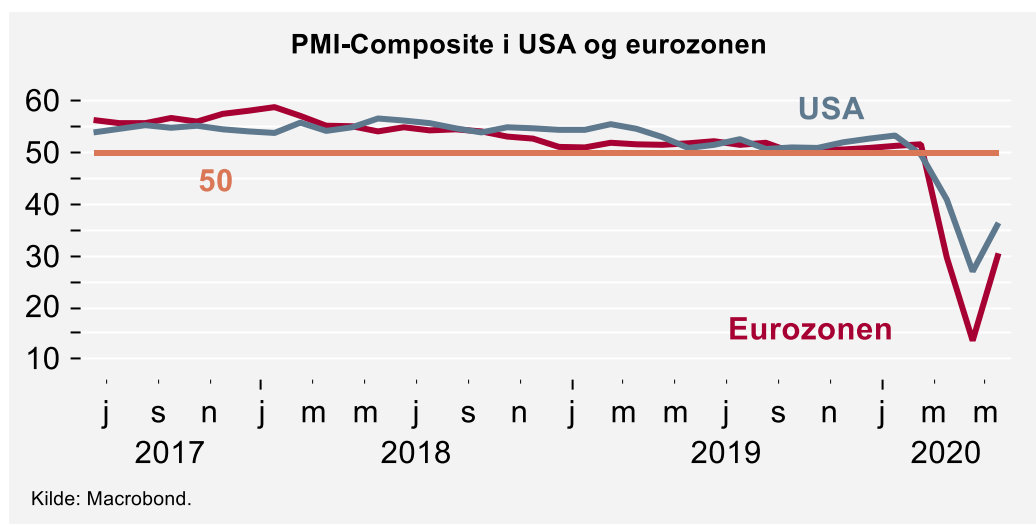
Bunden er passeret i følge PMI og kortsigts-indikatorer.....	2
Aktier er blevet dyre.....	4
Dansk økonomi.....	6
Oversigt over Arbejdernes Landsbanks forventninger.....	13

### Bunden er passeret i følge PMI og kortsigts-indikatorer

Signalerne fra økonomien tyder på, at bunden af nedturen er passeret nu, hvor den forsigtige genstart er påbegyndt i mange lande. Det er i hvert fald signalet fra de seneste PMI-erhvervsbarometre, der er et mål for aktiviteten indenfor erhvervene. Grafen nedenfor viser, at aktivitetsbarometrene steg i maj i forhold til det historiske lavpunkt i april, men samtidig er signalet, at der langt fra er tale om noget boom. Både det amerikanske aktivitetsbarometer og det for eurozonen befinder sig væsentligt under indeks 50, som er skillelinjen mellem frem- og tilbagegang i aktiviteten.

Så bedringen i maj udtrykker sådan set ikke andet end, at færre virksomheder oplever tilbagegang i aktiviteten i maj end i april.

Markit Economics, som beregner PMI-barometrene, skriver, at de aktuelle niveauer peger i retning af en nedgang i BNP på omkring 10% i andet kvartal i både eurozonen og i USA. Så vel er bunden af nedturen passeret, men der er lang vej tilbage, før aktiviteten er normal igen, også selv om de kommende måneder sandsynligvis vil bringe yderligere fremgang i aktivitetsbarometrene.



### Markedet søger svar i utraditionelle statistikker

PMI-barometrene er nogle af de tidligste indikatorer på udviklingen i økonomien, men er langt fra ufejlbarlig. Traditionel statistik, f.eks. tal for detailomsætning og industriproduktion, har den svaghed, at de først udkommer halvanden til to måneder efter månedens udgang, og så længe kan finansmarkedet ikke vente på signaler fra økonomien.

Fremgang i aktivitetsbarometrene, men fra et meget lavt udgangspunkt

Aktuelle niveauer tyder på fald i BNP på omkring 10% i andet kvartal

De traditionelle statistikker udkommer desværre med stor forsinkelse

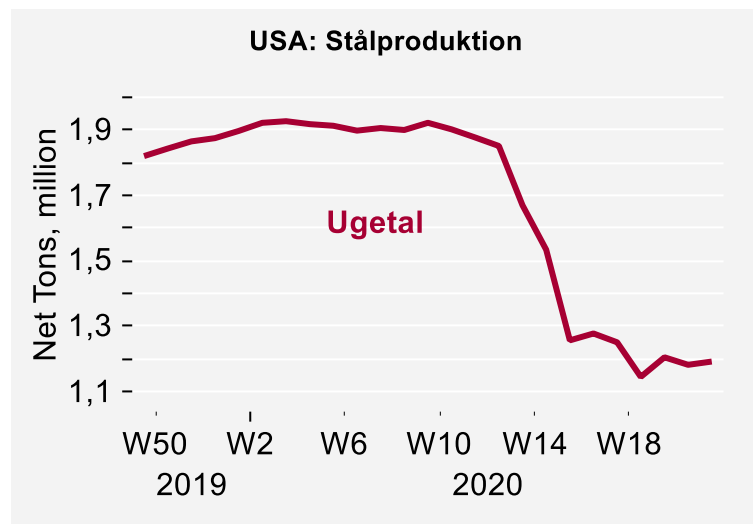
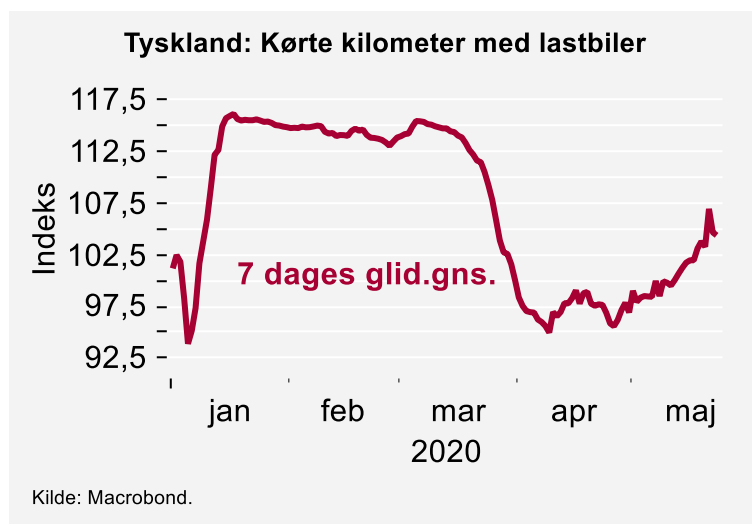
Derfor ledes efter svar  
andre steder

Derfor har finansmarkedet kastet sig over en række alternative statistikker, som udkommer dagligt eller ugentligt, for at kunne danne sig et – måske – brugbart indtryk af udviklingen.

F.eks. lastvognskørsel  
og stålproduktion

To eksempler herpå er en tidligere upåagtet statistik fra **Tyskland** over antal kørte kilometer med lastbil, hvor tankegangen er, at desto flere kilometer, lastbilerne kører, desto flere varer fragtes der rundt, og desto mere aktivitet må der være i økonomien.

Et andet eksempel er en ugentlig statistik fra **USA** over stålproduktionen, hvor logikken er, at desto mere stål, der produceres, jo mere aktivitet er der i industrien.



Signalerne ud fra disse to eksempler er, at aktiviteten er tiltagende i Tyskland, men fortsat står i stampe i USA.

#### Også centralbankerne tænker alternativt

Også nogle af verdens førende centralbanker tænker i alternative baner, når de skal vurdere økonomien i øjeblikket. Det gælder f.eks. den tyske Bundesbank og den amerikanske Fed.

I Bundesbanks seneste månedsrapport omtalte de et nyudviklet aktivitetsindeks, der på ugebasis søger at fange udviklingen i tysk økonomi på basis af disse syv faktorer:

Den tyske centralbank  
kikker på disse syv kort-  
sigts-statistikker:

- Elforbruget
- Kørte km med lastvogne
- Luftforurening
- Google-søgninger på "Arbeitslosigkeit"
- Google-søgninger på "Kurzarbeit"
- Hævninger af kontanter
- Flytrafik (baseret på Flightradar24).

Indikerer BNP-vækst på  
-5%

Det seneste tilgængelige signal fra dette aktivitetsindeks fortæller om en nedgang i BNP på knap 5%, altså en mindre drastisk tilbagegang, end hvad PMI-barometrene signalerer.

Også den amerikanske centralbank har udviklet en kortsigts BNP-model

Også den amerikanske centralbank har udviklet en model, der kan give tidlige signaler om økonomien, i dette tilfælde baseret på 10 daglige eller ugentlige statistikker herunder tal for stålproduktionen, jernbanetransport, benzinsalg, jobless claims med mere.

Den siger -11% i BNP-vækst

Signalet fra denne model er, at aktiviteten i amerikansk økonomi i øjeblikket falder med omkring 11% p.a., hvor en tilsvarende model, baseret på de traditionelle (og tidsmæssigt forældede) statistikker taler om en nedgang i BNP på næsten 40% p.a.

#### Formildende elementer i Coronakrisen vs. finanskrisen

Bundlinjen ud af det hele er, at verdensøkonomien fortsat er hårdt ramt af Coronakrisen uanset, hvordan man ser på det, men samtidig, at bunden sandsynligvis er passeret. De færreste (herunder os selv) tror på en hurtig genrejsning af økonomien, men snarere, at der bliver tale om et meget langstrakt forløb, hvor vi skal ind i 2022, før økonomierne generelt er tilbage på deres udgangspunkt fra før Coronakrisen.

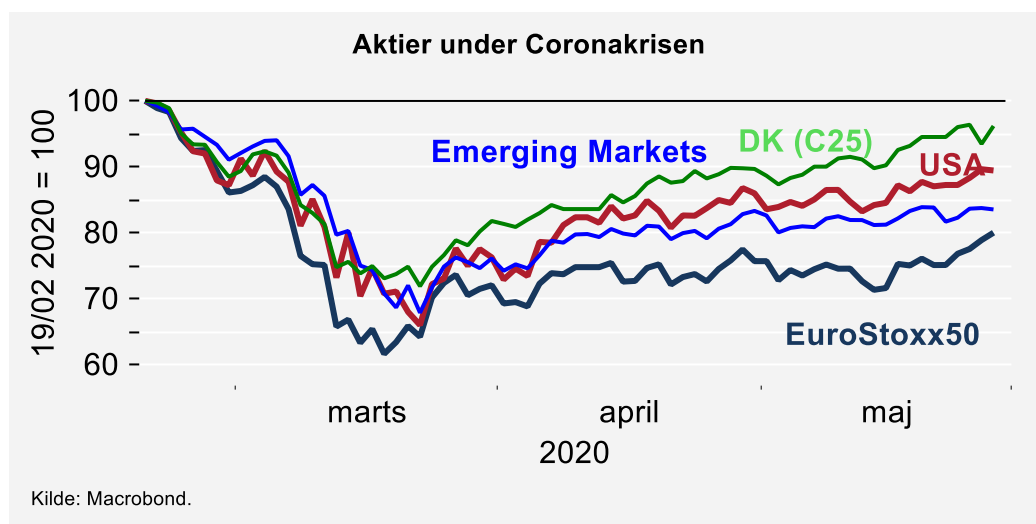
Ingen stress i banker og boligpriser som under finanskrisen

Hvis man skal lede efter noget positivt i den nuværende recession, er det – med den amerikanske centralbankchefs ord – at recessionen denne gang IKKE er ledsaget af overdreven risikotagning i bankerne, ej heller af et kollaps i boligpriserne, som var med til at trække finanskrisen i langdrag i sin tid.

#### Aktier er blevet dyre

Aktiemarkedet har de seneste dage igen taget de optimistiske briller på efter en periode først på måneden, hvor stemningen var trykket af usikkerhed om de økonomiske udsigter. Kurserne er steget på det seneste, som grafen nedenunder illustrerer.

Danske og amerikanske aktier nærmer sig udgangspunktet fra før krisen



Bedst er det gået for danske aktier, der er tæt på at have indhentet det tabte siden kurstoppen forud for Coronakrisen. Amerikanske aktier (S&P500) ligger 10% under, mens EuroStoxx50 (de største aktier i eurozonen) ligger 20% under udgangspunktet.

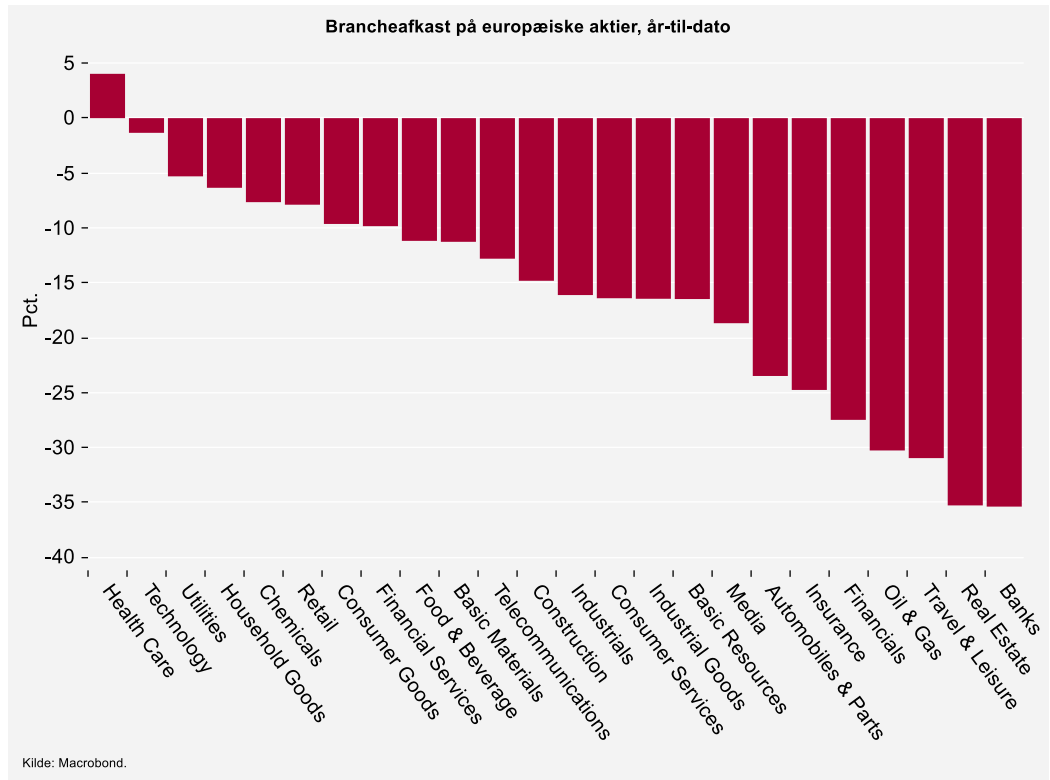
Stor andel medicinal-selskaber i det danske aktieindeks

Når danske aktier har klaret sig så relativt godt, skyldes det den store andel af medicinalfirmaer. Grafen nedenfor illustrerer, at hvis perspektivet breddes ud til hele Europa, så er netop medicinalaktier den aktieklasser, der har klaret sig bedst i år med et plus på 4% år-til-dato. Medicin er der altid brug for uanset konjunkturerne. Også tek-

nologiaktierne har klaret sig rimeligt, sandsynligvis fordi Coronakrisen har givet stor efterspørgsel efter udstyr til f.eks. hjemmearbejdspladser, virtuelle møder osv.

I den anden ende af skalaen finder vi bankaktier, der har tabt omkring 40% af deres værdi.

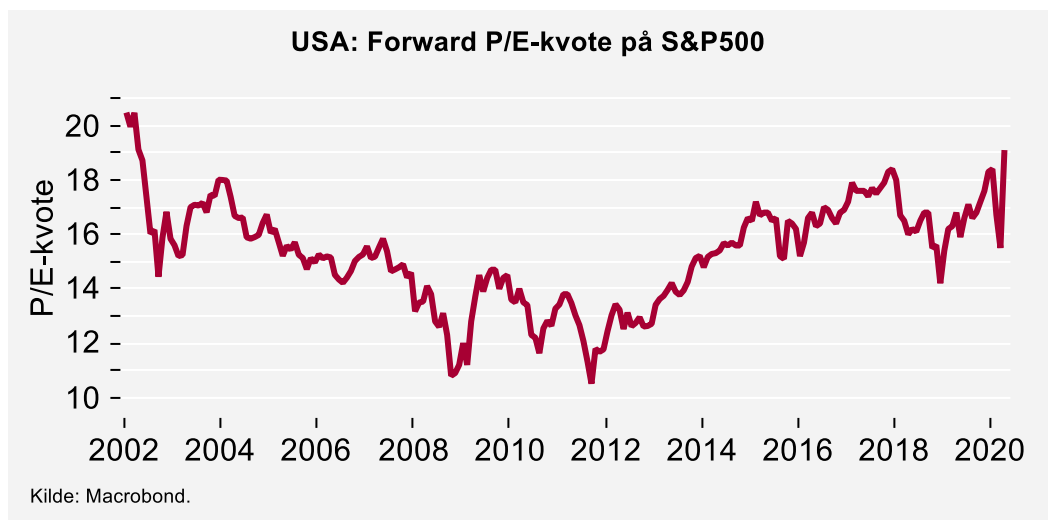
Sådan har sektorudviklingen været i Europa i år



Aktiekurserne er steget, men krisen har sænket selskabernes indtjening. Derfor er P/E-kvoten steget

Men samtidig har kursstigningerne gjort aktiemarkedet dyrt. Det kan illustreres med P/E-kvoten på det amerikanske S&P500 aktieindeks, baseret på den forventede indtjening de næste 12 måneder.

Dyreste aktier i næsten 20 år



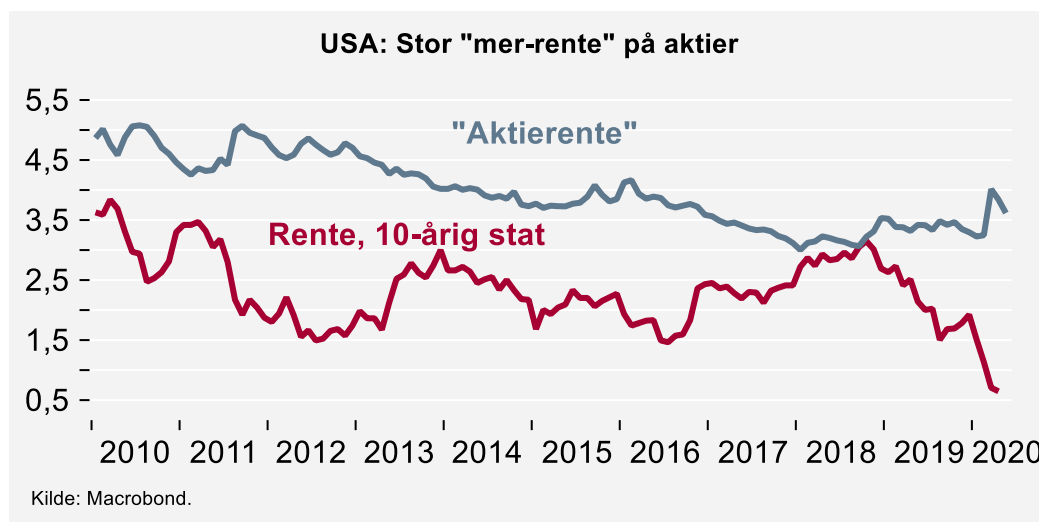
Prissætningen, opgjort på denne måde, er den højeste i næsten 20 år, fordi Coronakrisen har medført et dyk i selskabernes forventede indtjening.

Kurstigningerne udtrykker investorernes optimisme

Hvad kan så retfærdiggøre de høje aktiekurser? Svaret er, at det kan alene det meget lave renteniveau, der samtidig er en konsekvens af den centralbankskabte likviditetsrigelighed. Det andet, der kan ligge bag aktiekurstigningerne, er investorernes optimistiske forventninger til, at økonomierne hurtigt kommer på fode igen ("V"-scenariet). Det kan vise sig at have været en FOR optimistisk antagelse. I hvert fald er der intet i de aktuelle signaler fra økonomierne, som peger i den retning, og da slet ikke fra den amerikanske økonomi.

Den lave rente gør derfor, at aktier fortsat er attraktive i forhold til statsobligationer, belyst med "Fed-modellen", som sammenholder den 10-årige statsrente med aktierenten (den omvendte P/E-kvote). Men det er klart, at hvis investorernes tilsyneladende optimistiske forventninger til væksten ikke holder, så er også forventningerne til selskabernes indtjening for høje, og så vil aktierenten blive lavere end i dag.

Og hvad er alternativet til investering i aktier?



Billedet er nogenlunde det samme for europæiske aktier.

## Dansk økonomi

### Prognose

Vores hovedscenarie for dansk økonomi er en dyb, men kort recession, hvor BNP i 2020 falder med 3%. Bag det ligger et dybt fald i primært første halvdel af året for derefter at vende tilbage til positiv vækst og bringe den samlede BNP-vækst på de -3%. Mange andre økonomiske størrelser vil følge dette forløb, herunder fald i beskæftigelsen, privatforbruget, udlånsvæksten samt investeringerne og stigning i ledigheden. I det midterste og værre scenarie ser vi et endnu dybere, men stadig korterevarende recession. Her taler vi om en ændring i BNP på 5% og tilsvarende større fald i de øvrige dele af økonomien. I det værste scenarie ser vi et kraftigere dyk i BNP i år på -7%, og hvor recessionen ændrer karakter til at være mere langvarig.

Dansk økonomi forventes at komme mildere gennem Coronakrisen end Europa generelt

### Beskæftigelsen faldt med 25.000 i marts – banket et år tilbage på en måned og mere i vente

Tal fra Danmarks Statistik viser, at beskæftigelsen faldt med 24.957 personer i marts. Udover de løbende ledighedstal, så er det den første reelle beskæftigelsesstatistik, som lander i forbindelse med Coronakrisen, og tallene er lige så dystre, som vi havde forestillet os. Beskæftigelsen er på blot en måned banket præcist et helt år tilbage, og der er meget mere i vente over den kommende tid. Den samlede beskæftigelse lød i marts på 2.779.000 personer, efter den i februar slog rekord med 2.804.000.

De her beskæftigelsestal er så dystre, at det normalt ville få det til at løbe koldt ned ad ryggen på mange. Men de seneste måneder har nærmest virket hærdende, så vi har været rustede til de aktuelle gysertal. Samtidig skal vi derimod glæde os over, at beskæftigelsen fløj ekstremt højt inden krisen, hvor den slog rekord. Det giver økonomien som helhed mere at tære af til den krise, som vi højaktuelt står i.

Værre end under finanskrisen

Til sammenligning nåede det månedlige beskæftigelsesfald kun en snært over 13.000 om måneden under finanskrisen, da det gik værst for sig. Dermed har Coronakrisen ramt langt hårdere og hurtigere, end hvad vi tidligere har været vidne til.

Vi må samtidig minde os selv om, at vi langt fra har set bunden i beskæftigelsestallene i forbindelse med Coronakrisen. Det skyldes især tre elementer. For det første så beregnes beskæftigelsen som et gennemsnit over hele måneden, og da Coronakrisen først ramte midt i marts, undervurderer gennemsnittet det reelle beskæftigelsesfald. For det andet har der været yderligere beskæftigelsesfald siden udgangen af marts. Og for det tredje så er omkring 200.000 danskere aktuelt sendt hjem på lønkompenstation. De er således fortsat i arbejde, men der er dybest set ikke beskæftigelse til dem.

200.000 danskere er på lønkompenstation

Tager vi et spadestik dybere i tallene, så har beskæftigelsesfaldet især været at finde indenfor for handel og transport, offentlig administration, undervisning og sundhed samt kultur og fritid. Branchetallene skal man dog tage let på, eftersom det fulde beskæftigelsesfald under Coronakrisen endnu ikke er dækket i tallene.

Risikoen er, at beskæftigelsesfaldet for alvor forplanter sig i en større del af økonomien, hvilket risikerer at forlænge krisens karakter. Selvom der bliver tegnet et dystert billede i dag, så er der flere elementer som argumenterer for en kort recession, om end den er dyb. Det høje beskæftigelsesudgangspunkt inden krisen bidrager sammen med bundsolide offentlige finanser og ingen større ubalancer i økonomien til en styrket tro på, at det bliver en kort recession. Det er dog fortsat naivt at udelukke en langvarig recession, selvom det ikke er hovedscenariet.

### Ny prognose fra regeringen er til den pessimistiske side – men ej urealistisk

Regeringen har med Økonomisk Redegørelse offentliggjort deres vækstsikøn for 2020 og 2021. Her forventer de et fald i BNP på -5,3% i år, som i det tilfælde vil overgå det største helårlige BNP-fald under den finansielle krise, som i 2009 lød på -4,9%. I 2021 forventes en stigning på 4%.

Regeringen forventer et vækstdyk på mere end 5% i år

Regeringen lægger sig i den mere pessimistiske ende af deres tidligere vækstsikøn, som de så sent som for tre uger siden proklamerede lå indenfor -3% til -6%. Det over-

rasker os egentlig, da en række optimistiske elementer er med til at forme scenen i øjeblikket. Vi er enige i, at de kvartalsvise BNP-fald kommer til overgå finanskrisen med længder - men vi er ikke enige i, at det samlede årlige fald kommer til at overgå finanskrisen. Det er på baggrund af det solide udgangspunkt, dansk økonomi stod i inden krisen, men samtidig underkender vi ikke den fortsat store usikkerhed for økonomien og det brede udfaldsrum over den kommende periode.

Coronakrisen har imidlertid allerede påført stor skade på dansk økonomi. De foreløbige indikationer på BNP i 1. kvartal viste et fald på -1,9%. Det tal skal tages med en enorm omgang salt, men indikationen er foreløbig det største kvartalsvise fald siden 2009, og 2. kvartal kommer til at se endnu værre ud. Vores hovedscenarie er, at økonomien kommer tilbage med positiv kvartalsvækst i 3. og 4. kvartal med samlet BNP-fald for året på -3%. Mens det offentlige forbrug bringer et positivt vækstbidrag til dansk vækst, så vil privatforbruget, investeringerne og nettoeksporten trække i den anden retning. I 2021 forventer vi vækst på 2,5%.

På beskæftigelsesfronten forventer regeringen, at beskæftigelsen kommer til at falde med 68.000 personer i år som helhed, mens ledigheden vil stige med 42.000 personer. Det er vi i hele træscolængder meget enige i, om end vi er en anelse mere optimistiske. Vi forventer, at de kommende måneder vil byde på yderligere beskæftigelsestilbagegang og stigende ledighed, men en del af det indhentes i anden halvdel af året. For året som helhed ser vi beskæftigelsen bakke med 60.000 personer, og ledighedskøen stige med 40.000.

En usikkerhedsfaktor for dansk økonomi er udviklingen udenfor landets grænser. Her ser vi, at dansk økonomi kommer hurtigere ud af starthullerne, men langsommere økonomisk tilbagevenden udenfor landets grænser vil være med til at holde den danske vækst i kort snor. En anden og yderst markant usikkerhedsfaktor er den iboende frygt for en ny nedlukning. For det første vil være ske på baggrund af en dyster sundhedsmæssig udvikling, og samtidig vil det betyde en langt mere alvorlig situation for dansk økonomi end den, vi allerede står i. Det vil betyde et nyt kollaps til økonomien og med større risiko for mere langvarig skade.

#### **Boligejerne kan se frem til 85.000 kr. mindre i friværddi**

Regeringen har fremlagt Økonomisk Redegørelse, hvor det fremgår, at regeringen forventer, at boligpriserne falder med 4,2 procent i 2020. Får regeringen ret i sin prognose, vil boligejerne kunne se frem til en friværddi der er 85.000 kr. mindre end i 2019.

Vi forventer også, at boligpriserne vil falde, men er mere optimistiske end regeringen. Vi forventer, at boligpriserne vil falde med 3 procent i år. Coronausikkerheden har fået fat i økonomien, og det vil unægtelig betyde prisfald i en periode. De nyeste tal for boligsiden viser, at prisen på enfamiliehuse, siden coronaens indtog, er faldet med 1,4 procent, når vi tager højde for normale sæsonudsving, og vi forventer derved også, at huse vil falde i pris nogle måneder endnu.

De danske boligejere behøver dog ikke ligge søvnløse. Et boligprisfald på 4,2 procent vil sende priserne tilbage til det niveau, vi så i andet halvår af 2018, og derfor vil langt de fleste boligejere stadig have en god friværddi i boligen.

BNP faldt i første kvartal, og det bliver endnu værre i andet kvartal

68.000 fuldtidsjobs forventes at gå tabt i år

Prisfald på i gennemsnit 4 pct. i år

Vi forventer et lidt mindre prisfald



Priserne forventes at stige igen til næste år

Regeringen forventer, at boligpriserne vil stige med 0,5 procent i 2021, og her er vi også mere optimistiske. Et robust boligmarked og en robust dansk økonomi betyder, at boligpriserne bestemt har potentiale til at komme hurtigere tilbage igen.

Situationen er en anden nu end forud for finanskrisen

Boligmarkedet var heldigvis robust op til krisens indtræden, og det skyldes flere elementer. For det første er boligbyrden (hvor stor andel af den disponible indkomst der går til at finansiere boligkøb) i dag på et historisk lavt niveau, med andre ord er boligmarkedet i dag ret billigt prissat – det var bestemt ikke tilfældet op til finanskrisen hvor boligbyrden var historisk høj. Dertil er kreditvæksten i dag meget mere afdæmpet, og hvor vi i de glade "nullere" valgte lån med kort løbetid og afdragsfrihed, går boligejerne i dag med livrem og seler og vælger fastforrentede lån med afdrag.

For lejligheder er vi en anelse mere pessimistiske og ser prisfald på 5 procent i år. Det skyldes, at der i forvejen var mere modvind til lejlighedspriserne. Den modvind bestod af et i forvejen højt prisniveau og massivt nybyggeri i de store byer, der samlet set betyder, at lejlighederne har det lidt sværere end markedet for enfamiliehuse.

#### Stabilt detailsalg ovenpå rekordfald

Tilbagegang på 4 pct. for marts og april under ét

Detailsalget steg med 0,4% i april sammenlignet med marts. Den begrænsede stigning i april kommer ovenpå et rekordstort fald i marts, som bød på det største månedlige dyk i detailhandlen i statistikens historie. Statistikken går i sin nuværende form tilbage til 2000. Set over de seneste to måneder som helhed er detailsalget i alt faldet med 4,2%.

De seneste måneder har gjort ekstremt ondt på mange danske butikker, men vi glæder os over, at det rekordstore fald i marts ikke blev udbygget i april. Vi forventer, at vi har set det værste for nu, hvor der med genåbning på menuen er udsigt til pæn stigning i detailsalget herfra.

Der er stor forskel på, hvordan detailvirksomhederne har oplevet de seneste måneder, hvor der ligefrem har været fremgang for en gruppe. For mens salget indenfor "Beklædningsvirksomheder" falder igen i april og samlet set er droppet med 58% de seneste to måneder, så er handlen i "fødevarer og andre dagligvarer" samt "andre forbrugsvarer" steget med 0,9%. Det er et naturligt resultat af forskellen i hvilke butikker, der dels har været åbne, men også forbrug, som ikke kan skydes til længere ude i fremtiden. I sammenligningen på de enkelte områder er det væsentligt at hæfte sig ved, at der ikke er medtaget nethandel på udenlandske hjemmesider.

Det forventes at kunne ses i detailsalgstallene for maj måned

Et vigtigt holdepunkt er, at faldet i detailsalget primært er drevet af begrænsede forbrugsmuligheder - defineret ved samfundsmæssige begrænsninger med nedlukning såvel som begrænsninger af den individuelle frygt. Selvom det i sin ordlyd er ekstremt negativt, så er det på sin vis et stærkt lys i mørket, da vi på den baggrund forventer, at forbruget igen tager til i takt med, at begrænsningerne letter. Og det er allerede i gang, hvor vi ovenpå nedlukningen har oplevet, at den fulde detailhandel er genåbnet 11. maj, hvilket vi med al tydelighed forventer at kunne spore med fornyet stigning i detailhandlen i maj. Situationen havde været langt værre, hvis det manglende forbrug skete på baggrund af øget lyst til at hobe pengene op på kontoen, men det er ikke det, som er tilfældet.

Siden april er vi blevet klogere på virksomhedernes opfattelse af den økonomiske situation, og her vurderer detailvirksomhederne en væsentligt forbedret situation i maj. Det gælder både den nuværende omsætning samt den forventede omsætning. Det er direkte vand på møllen om, at der allerede i den nærmeste fremtid lurer bedre tider forude for den danske detailhandel.

Det kommer til at tage tid, inden forbruget er normalt igen

Sidste år udgjorde privatforbruget knap halvdelen af dansk BNP, og risikoen for et permanent lavere forbrug er bestemt til stede. Siden Coronakrisen begyndte, er ledighedskøen forlænget med knap 47.000, mens mere end 200.000 er sendt hjem med lønkompensation og en mere usikker fremtid, og det vil unægtelig smitte af på forbruget. Samlet set ser vi imidlertid, at forbruget og detailhandlen stiger over den kommende tid, men stabiliserer sig på et lidt lavere niveau, end inden krisen med et permanent tab for økonomien.

### De fastforrentede lån fortsætter fremgang og udbygger føringen

Tal fra Nationalbanken viser, at de fastforrentede lån fortsat er de variabelt forrentede lån massivt overlegne. I år har vi set fast rente overstige de variabelt forrentede lån som det mest populære hos de danske boligejere, hvilket ikke er set i mere end 10 år. I april udbyggede de fastforrentede lån så føringen med en spids, og det er en retning, som kommer til at fortsætte over den kommende tid.

I april steg de fastforrentede lån hos boligejerne med 15 mia. kr., mens der blot var for 1 mia. variabelt forrentede lån på menuen. Ser vi over det seneste år, så er omfanget af fastforrentede lån det seneste år steget med betragtelige 84 mia. kr., mens lån med variabel rente omvendt har været i retræte og i samme periode gået tilbage med 32 mia. kr.

50% har fastforrentede lån i dag – for syv år siden var det kun 33%

Med udviklingen udgør de fastforrentede lån i dag 50,3% af boligejernes lån. For et år siden var det omkring 46%, og for omkring syv år siden lå andelen på blot 33%. Samtidig fortsætter lån med afdragsfrihed også med at tabe terræn på boligmarkedet. I dag udgør afdragsfrie lån 44% mod 45% for et år siden.

Giver et mere robust boligmarked

Det er positivt, at livrem og seler har vundet indpas hos boligejerne over en meget lang periode. Det øger robustheden og stiller boligmarkedet og boligejerne i en helt anderledes og væsentligt mere solid udgangsposition til den modvind, som Coronakrisen bærer på. Boligmarkedet er mere i dag modstandsdygtig overfor en økonomi i bakgear med stigende ledighed og markante renteudsving, som har været en del af virkeligheden de seneste måneder.

I opgørelsen er der taget udgangspunkt i lønmodtagere, pensionister mv. Medtages personligt ejede virksomheder, er historien meget den samme, men på et marginalt lavere niveau. I det tilfælde står fast rente i dag for 49,6%.

### Dalende låneappetit

Coronakrisen har betydet en stilstand i økonomien, hvor meget er gået i stå. Herunder også dele af lånemarkedet, hvor boligejernes låneappetit er gået et skridt ned siden februar. Det samlede udlån er ligefrem gået tilbage med knap 11 mia. kr. de seneste to måneder. Det svar imidlertid blot til at fald på 0,7%, men vi har i en lang periode været vant til et markant stigende udlån, og noget af den stigning er droslet

Naturlig tilbageholdenhed i en krisetid

ned. Normalt skal man være varsom med at se for meget på udsving mellem de enkelte måneder, men i denne coronatid er der grund til at holde et ekstra øje med det.

Op mod Coronakrisen oplevede vi, at boligejerne smed lidt af tøjlerne og fik mere appetit på at låne i boligen. Så sent som i februar lød den årlige vækst i realkreditlån på 5,8%, hvilket var det højeste i 10 år. Men det er altså dalet en del lidt og sendt det samlede udlån et kvartal tilbage og en årlig udlånsvækst ned på 3,6%. En lavere lånelyst hos boligejerne er helt i tråd med og en naturlig konsekvens af det, som vi ser for den øvrige del af økonomien, herunder et boligmarked med et markant aktivitetsdyk over de seneste måneder. Vi forventer dog, at låneappetitten igen tager til senere på året, når det største usikkerhed forsvinder. Foreløbige tal for april viser allerede et boligmarked med øget aktivitet, og det vil også smitte af på et stigende udlån.

### Danskernes overskydende skat og manglende forbrugsmuligheder får indlånet til at bugne

Tal fra Nationalbanken viser, at danskernes indlån voksede med 22,7 mia. i april, det svarer til en stigning på 2,4 procent. Danskerne har med andre ord lagt rigtigt mange penge til side i april. Danskerne har nu 983 mia. kr. stående i banken, hvilket er det højeste nogensinde.

En stor del af stigningen skal tilskrives at danskerne fik udbetalt overskydende skat i april. Samlet set fik danskerne udbetalt 17,4 mia. Det dog ikke nødvendigvis alle de penge der er udbetalt i april, men en stor del af dem er.

Dertil har mange danskere ikke haft mulighed for at forbruge, som de plejede. Størstedelen af de danske butikker, værtshuse, restauranter, og vi kan blive ved, har været lukket, og det har betydet, at danskerne ikke har kunne bruge penge, som de plejede. Det voksende indlånsoverskud er således til dels ufrivilligt, og det er et lyspunkt for dansk økonomi. Det betyder nemlig, at en stor del af pengene vil komme ud i økonomien, når det igen er muligt.

En anden medvirkede faktor er, at flere danskere har valgt at spare mere op, da de er blevet nervøse for deres jobsituation. Indtil videre er knap 48.000 danskere blevet ledige og mere end 200.000 danskere er sendt hjem på lønkomensation, så denne bekymring er bestemt ikke ubegrundet.

En lavere økonomisk aktivitet og faldende aktivpriser vil sende danskernes indlån på tilbagetog i andet halvår. Boligpriserne er allerede på vej ned, og aktiepriserne har vist sig skrøbelige de sidste måneder med voldsomme udsving. Den cocktail har traditionelt medført, at danskernes indlån er faldet, og vi forventer ingen undtagelse denne gang. Danskernes indlån slår ganske vist rekorder i disse måneder, men der kan sagtens gå en rum tid før vi igen skal snakke om rekorder.

### Dansk erhvervsliv hænger fast i dårligt humør – men der er lys forude

Tal fra Danmarks Statistik viser, at den endelige erhvervstillid lander på 51,3, hvilket eksakt også er det, som det foreløbige tal bød på for to uger siden. Dermed stiger indekset en anelse fra april, hvor et historisk stort dyk ramte, da humøret hos de danske virksomheder dalede til 50,5 mod 95,5 i marts. Et så stort dyk er aldrig set tidligere i statistikkens historie, som vel at mærke går tilbage til 1990.

Bankbøgerne voksede med 23 mia.kr.

Nogle af pengene forventes dog at blive omsat til forbrug i takt med genåbningen af økonomien

Erhvervstilliden har rettet sig lidt

Tillidsindikatorerne er dog fortsat meget lave...

Efter at være blevet ramt af et historisk tilbageslag, så hænger de danske virksomheder fast i det dårlige humør. Den økonomiske tillid hos virksomhederne viser godt nok en mindre stigning, men det er nærmere en stabilisering på det meget lave niveau. Særligt den nuværende forretningssituation fastholder pessimismen i dansk erhvervsliv, men et lys for enden af tunnelen bliver stadig kraftigere, da der er mere positive toner omkring forventningen til fremtiden.

... men genåbningen forventes at føre til stigninger de kommende måneder

De mere positive forventninger til fremtiden ses inden for alle erhverv, lige fra industrien, service, detail samt bygge og anlæg. Det skal ikke mindst ses i lyset af den gradvise genåbning, hvor flere og flere erhverv er åbnet op, som helt naturligt påvirker flere og flere virksomheder positivt. Først med de liberale erhverv som frisører og kørelærere, mens det 11. maj var den fulde detailhandel og 18. maj restaurationsbranchen. Vi forventer af samme årsag, at erhvervstilliden ramte bunden i april og kommer til at stige yderligere herfra.

## Overzicht over Arbejdernes Landsbanks forventninger

(bemærk, at der er ekstraordinær stor usikkerhed omkring prognoserne lige nu, fordi nyhedsstrømmen er meget omskiftelig).

		2019	2020 forv.	2021 forv.
<b>USA</b>	<b>BNP-vækst</b>	2,3	-5 - -10	Større end 0
		<b>aktuel</b>	<b>Om 3 mdr.</b>	<b>Om 12 mdr.</b>
	Pengepolitisk rente	0,00-0,25	0,00-0,25	(0,00-0,25) – (0,25-0,50)
	10-årig statsrente	0,66	0,60-0,85	0,60-1,60
		2019	2020 forv.	2021 forv.
<b>Eurozonen</b>	<b>BNP-vækst</b>	1,2	-5 - -10	Større end 0
		<b>aktuel</b>	<b>Om 3 mdr.</b>	<b>Om 12 mdr.</b>
	ECB's udlånsrente (refi)	0,00	0,00	0,00
	ECB's indlånsrente (refi)	-0,50	-0,60 - -0,50	-0,70 - -0,50
	10-årig statsrente (tysk)	-0,44	-0,60 - -0,40	-0,70 - -0,20
		2019	2020 forv.	2021 forv.
<b>Danmark</b>	<b>BNP-vækst</b>	2,1	-3	2,5
	<b>Inflation</b>	0,8	Under udarb.	Under udarb.
		<b>aktuel</b>	<b>Om 3 mdr.</b>	<b>Om 12 mdr.</b>
	Nbk's indlånsrente	-0,60	-0,60	-0,60
	10-årig statsrente	-0,24	-0,35 - -0,15	-0,45 - 0,05
	30-årig realkreditrt. 1%*	1,138	1,05 – 1,35	0,80 – 1,30
	6 mdr's Cita	-0,40	-0,60 - -0,40	-0,60 - -0,25
	F3 (jan. 2023)*	-0,236	-0,30 - -0,10	-0,30 – 0,20
	F5 (jan. 2025)*	-0,097	-0,15 – 0,05	-0,15 – 0,35
		aktuel	Om 3 mdr.	Om 12 mdr.
<b>Valuta</b>	USD pr. EUR	1,1100	1,07-1,12	1,10-1,15
	DKK pr. 100 EUR	745,46	745,0-746,0	746,0-747,0
	DKK pr. 100 USD	671,61	670-700	650-675
	DKK pr. 100 SEK	70,85	68,00-73,00	70,00-75,00
	DKK pr. 100 NOK	68,83	65,00-69,00	68,00-73,00

\* Der er ikke taget højde for kurssikring og bidrag. Renteprognosen er ikke nogen garanti for, hvordan renten udvikler sig i fremtiden og ændrer ikke på, at banken generelt anbefaler kurssikring af realkreditlån ved køb/salg af bolig og ved omlægning/tillægslån.

**Nøgletal og begivenheder i perioden 01.06.20 til 05.06.20**

	Land	Art og offentliggørelsestidspunkt	Periode	Enhed	Forventet i markedet	Forrige periode
Mandag 01-06-2020	Kina	PM I-industri (03.00)	maj	indeks	51,0	50,8
	Kina	PM I-service (03.00)	maj	indeks	53,5	53,2
	Kina	Caixin industri-PM I (03.45)	maj	indeks	49,6	49,4
	JPY	PM I industri (endeligt tal, 04.00)	maj	indeks		prelim: 38,4
	UK	PM I-industri (endelige tal, 10.30)	maj	indeks		prelim: 40,6
	USD	PM I-industri (endelige tal, 15.45)	maj	indeks		prelim: 39,8
	USD	ISM -industri (16.00)	maj	indeks	43,5	41,5
Tirsdag 02-06-2020	USD	construction spending (16.00)	april	%m/m	-6,5	0,9
	ITA	Off. finanser (19.00)	maj	mia.EUR		-17,9
	UK	Nationwide huspriser (08.00)	maj	%m/m og år/år	-1,0 / 2,8	0,7 / 3,7
	FRA	Månedstal for statsfinanserne (08.45)	januar-april	mia.EUR		-52,5
	SPA	arbejdsløshed (09.00)	april	antal		282.900
	EUR	PM I-industri (endelige tal, 10.00)	maj	indeks		prelim: 39,5
	USD	bilsalget (23.00)	maj	mill. annualiseret	10	8,6
Onsdag 03-06-2020	Kina	Caixin PM I-service (03.45)	maj	indeks	47,5	44,4
	Kina	Caixin PM I-Composite (03.45)	maj	indeks		47,6
	CHF	BNP -tal (07.45)	1.kvt.2020	%kvt/kvt & år/år	-2,1/ -1,2	0,3 / 1,5
	DEU	arbejdsløshed (10.00)	april	% / ændring 1000	6,1/ 180k	5,8 / 373k
	ITA	arbejdsløshed (10.00)	april	%		8,4
	UK	PM I-service (endelige tal, 10.30)	maj	indeks		prelim: 27,8
	UK	PM I-Composite (endelige tal, 10.30)	maj	indeks		prelim: 28,9
	EUR	PPI (11.00)	april	%m/m og år/år	-1,5 / -4,0	-1,5 / -2,8
	EUR	arbejdsløshed (11.00)	april	%	8,1	7,4
	USD	ADP -beskæftigelsesstat (14.15)	maj	antal nye jobs	-9.500.000	-20.236.000
	USD	Markit PM I-service (endelige tal, 15.45)	maj	indeks		prelim: 36,9
	USD	Markit PM I-Composite (endelige tal, 15.45)	maj	indeks		prelim: 36,4
	USD	ISM -service (16.00)	maj	indeks	44,0	41,8
	USD	factory orders (16.00)	april	%m/m	-15	-10,4
	DKK	valutareserven (17.00)	maj	ændring / ialt, mia.kr.		78,8 / 450,9
Torsdag 04-06-2020	CHF	inflation (09.15)	maj	%m/m og år/år	0,0 / -1,3	-0,4 / -1,1
	SEK	industriproduktion (09.30)	april	%m/m og år/år		-18 / -2,2
	EUR	PM I-service (10.00)	maj	indeks		prelim: 28,7
	EUR	PM I-Composite (10.00)	maj	indeks		prelim: 30,5
	UK	PM I-Construction (10.30)	maj	indeks		8,2
	EUR	detailomsætning (11.00)	april	%m/m og år/år	-18 / ...	-11,2 / -9,2
	GRE	BNP -tal (endelige tal, 11.00)	1.kvt.2020	%år/år		-0,7 / 1,0
	GRE	arbejdsløshed (11.00)	marts	%		16,1
	EUR	pengepolitisk møde i ECB (medd 13.45, tale 14.30)		refi rente, %		0,00
	EUR	pengepolitisk møde i ECB (medd 13.45, tale 14.30)		deposit, %		-0,50
	EUR	ECBs kvartalsprognose offentliggøres				
	USD	handelsbalance (14.30)	april	mia. USD	-41	-44,4
	USD	Produktivitet (revideret, 14.30)	1.kvt.2020	%kvt/kvt ann.	-2,5	-2,5
	USD	enhedslønomsætninger (revideret, 14:30)	1.kvt.2020	%kvt/kvt ann.	4,8	4,8
	USD	jobless claims (14.30)	ugetal	1000 pers.		2.123k
Fredag 05-06-2020	DEU	industriens ordreindgang (08.00)	april	%m/m og år/år	-15 / -22	-15,6 / -16,0
	NOK	industriproduktion (08.00)	april	%m/m og år/år		-3,0 / -1,3
	SPA	industriproduktion (09.00)	april	%år/år		-11,9 / -12,2
	GRE	industriproduktion (11.00)	april	%år/år		0,6
	USD	beskæftigelse (nonfarm payrolls, 14.30)	maj	ændring, 1000 jobs	-8.000	-20.537
	USD	beskæftigelse (private sektor, 14.30)	maj	ændring, 1000 jobs	-7.950	-19.557
	USD	arbejdsløshed (14.30)	maj	%	19,5	14,7
	USD	gns. timeløn (14.30)	maj	%m/m og år/år	1,0 / 8,9	4,7 / 7,9
	USD	participation rate (14.30)	maj	%		60,2
	USD	forbrugerkreditter (21.00)	april	ændring, mia. USD	-15	-12,0
PLN	DBRS udsender ny rating (23.30)				er A / Stable	

Redigeret af chefanalytiker Bjarne Kim Kogut, Børsområdet. Tlf. 38 48 45 52. E-mail: bjk@al-bank.dk.

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 de værdipapirer, som er omtalt.