

# Covid Hva skjedde - En renteanalyse 23. mai 2022

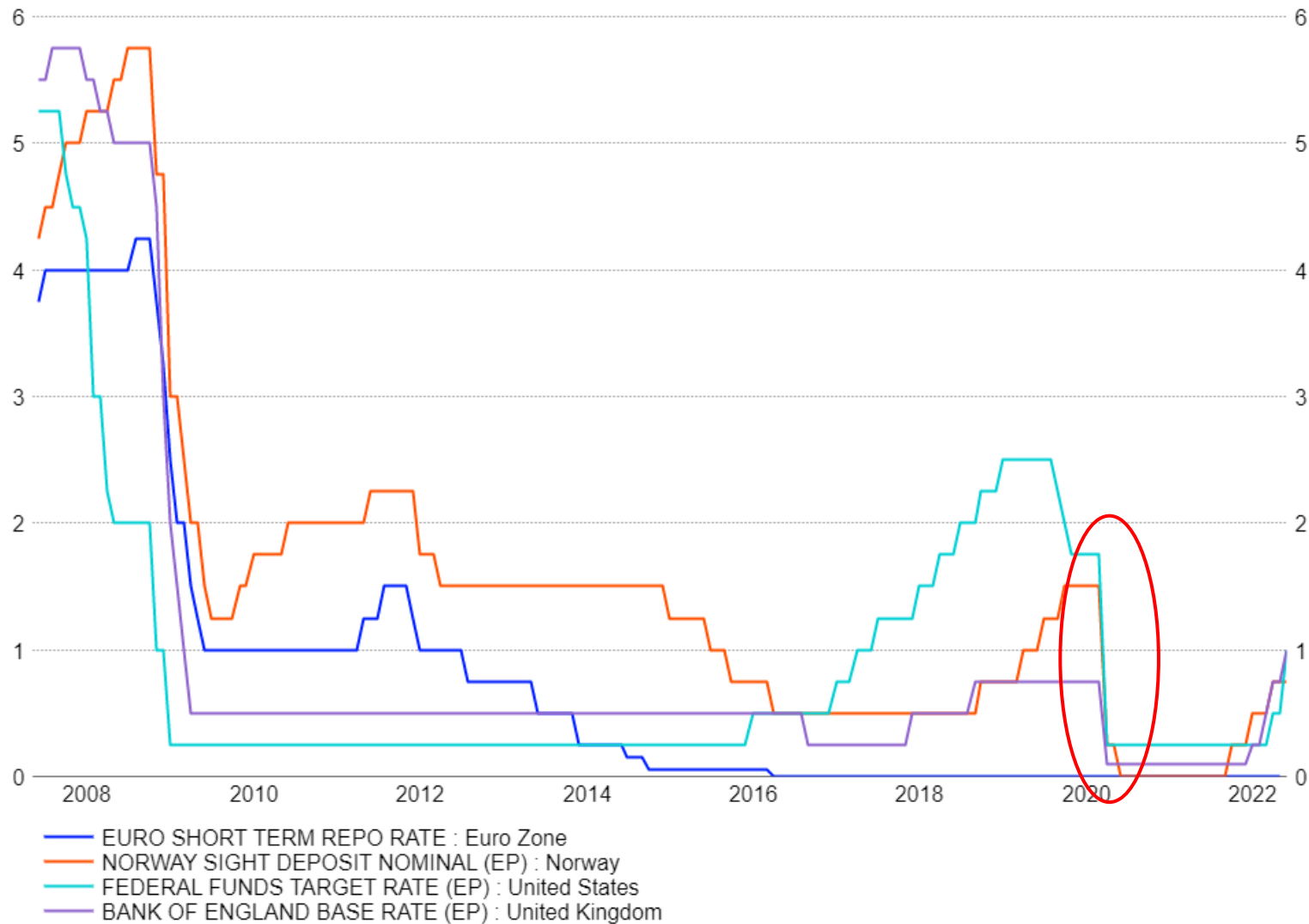
Jacob Børs Lind, leder norske renter  
Danske Invest Asset Management

Arbeidsledigheten, og dermed økonomien har alltid vært påvirket av kriser i USA



Nye søkere på ledighetstrygd i uken i USA

# Styringsrenter



Source: Refinitiv Datastream

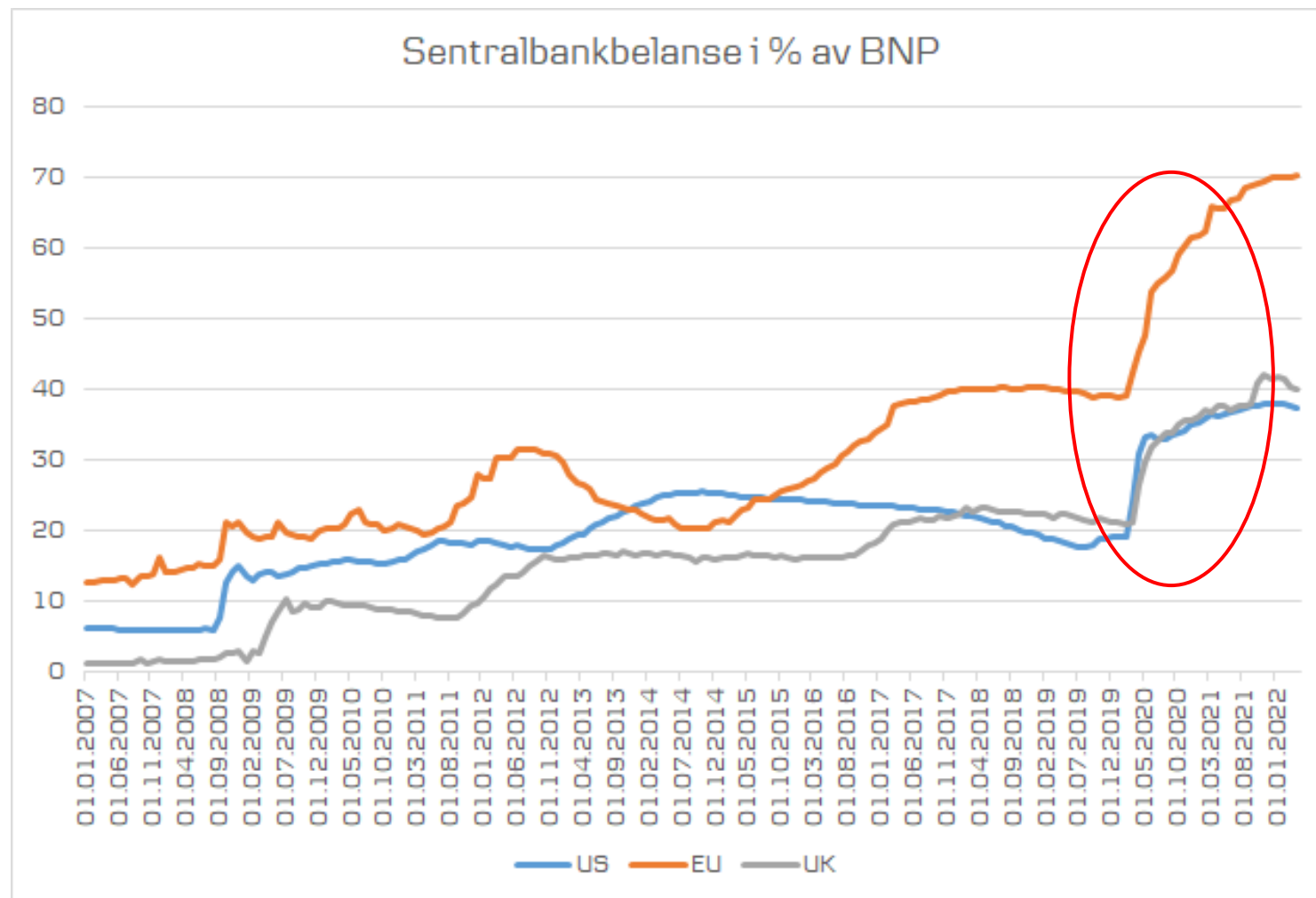
Rentevåpenet var svakt grunnet lave styringsrenter

Mange land som hadde positive renter kuttet dem til 0

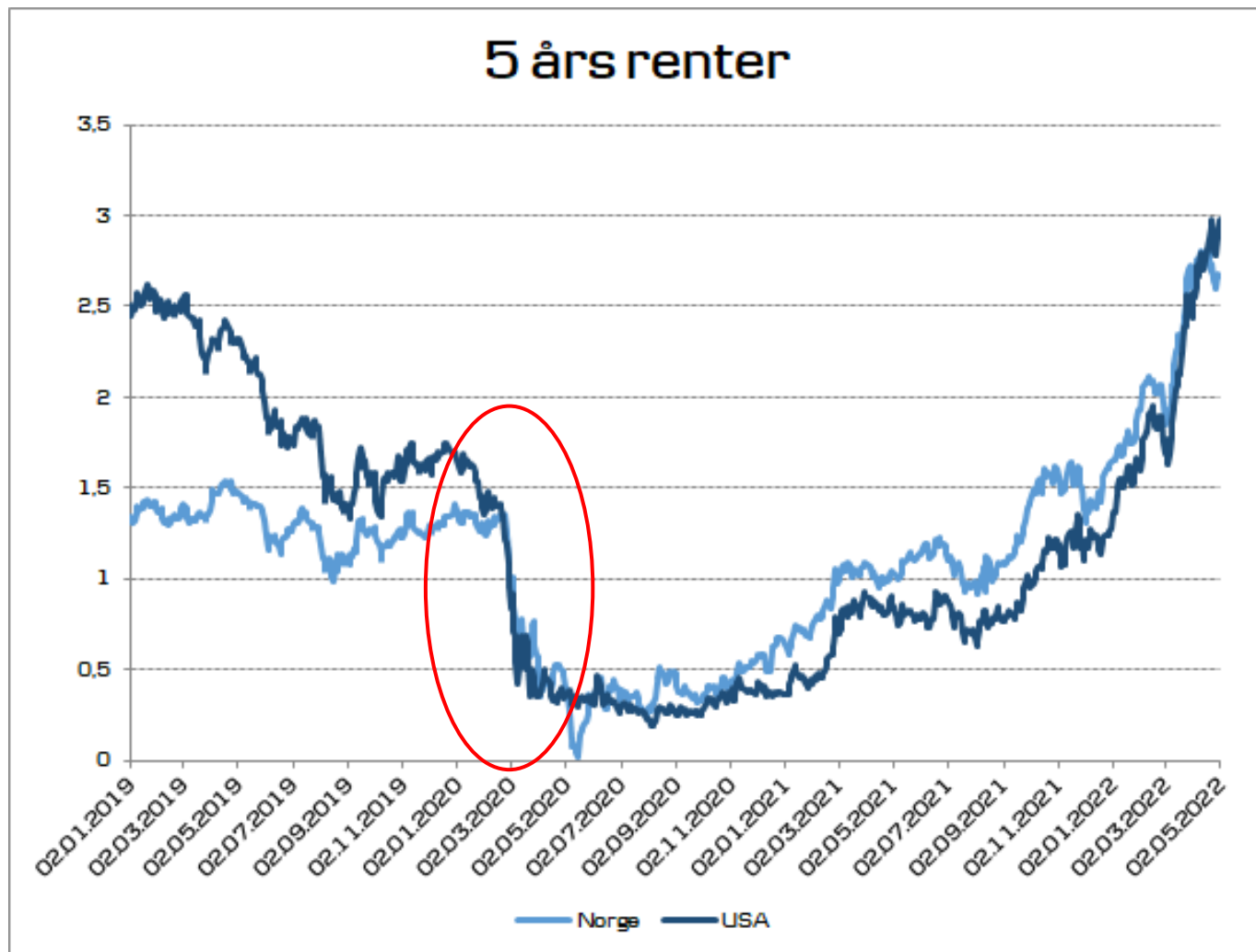
Begrenset hva styringsrenter kan gjøre med en pandemi

Vanskelig å få opp etterspørselen når alt er forbudt

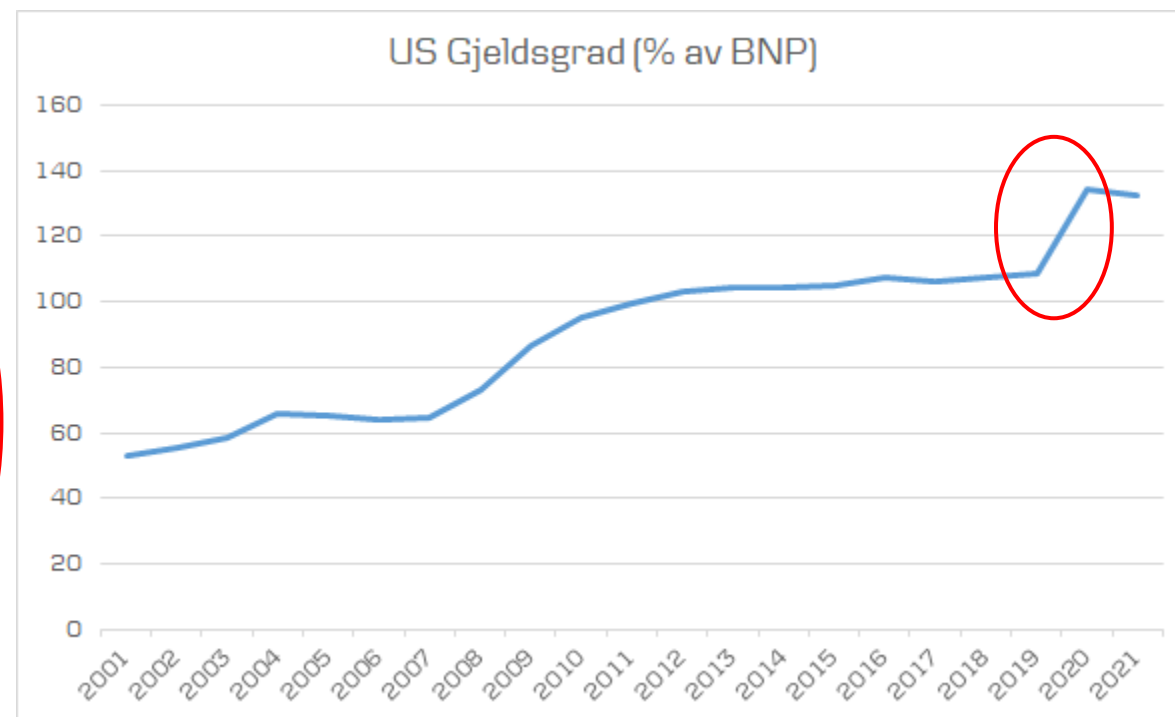
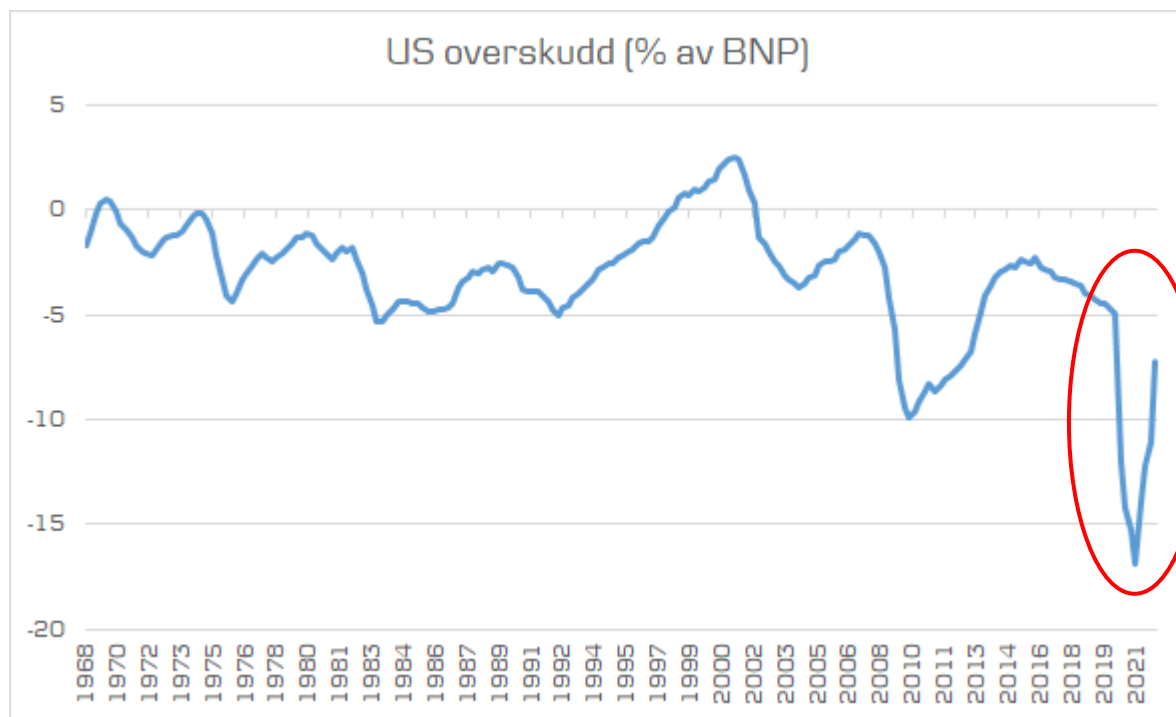
# Kraftige kvantitative lettelser



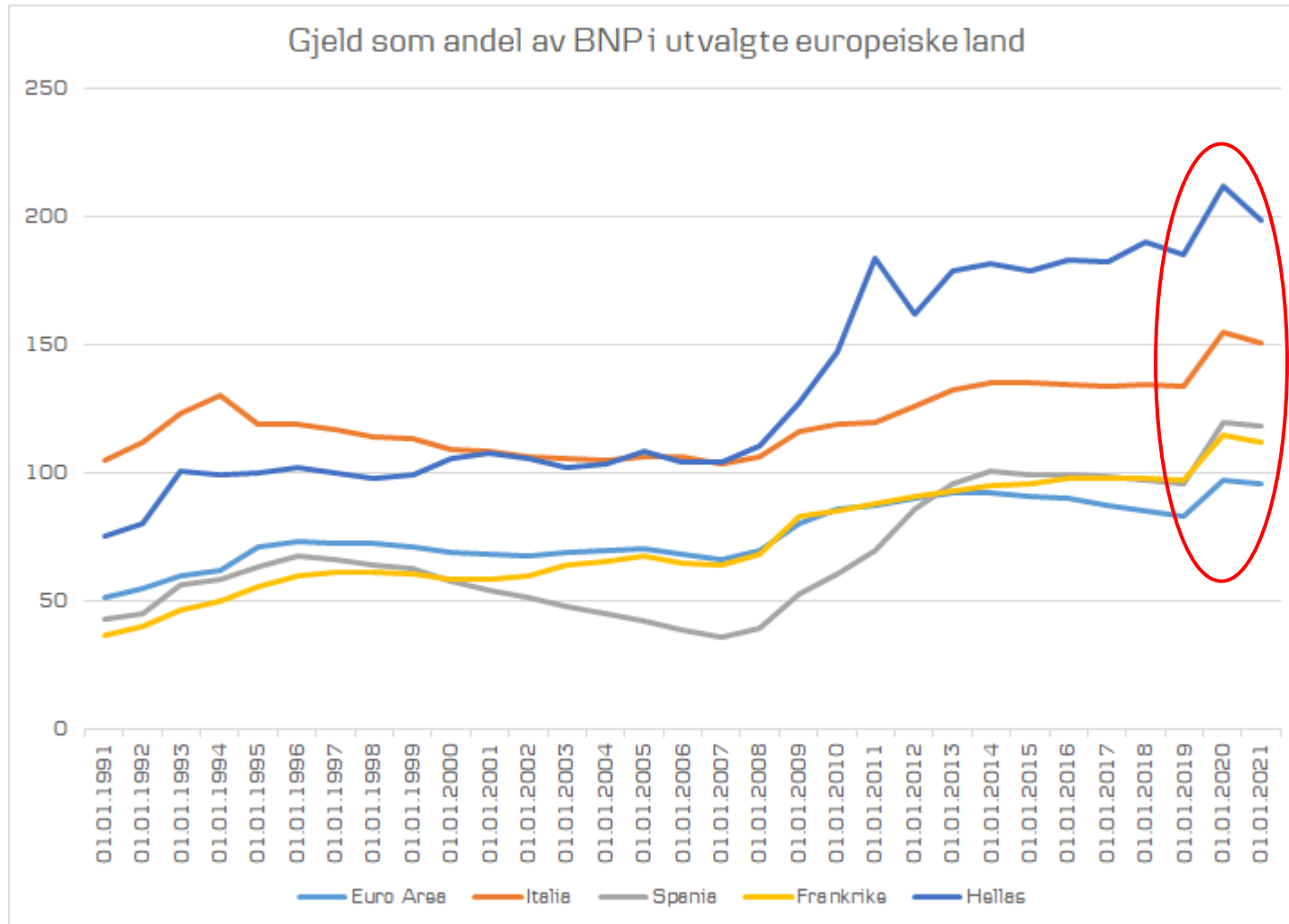
## Kraftig fall i 5 års renter



# Finanspolitikk ble brukt som aldri før



## Gjeldsgraden i Europa har økt, kan bli tema igjen med stigende renter



Kan bli forsterket av økte forsvars- og energiutgifter

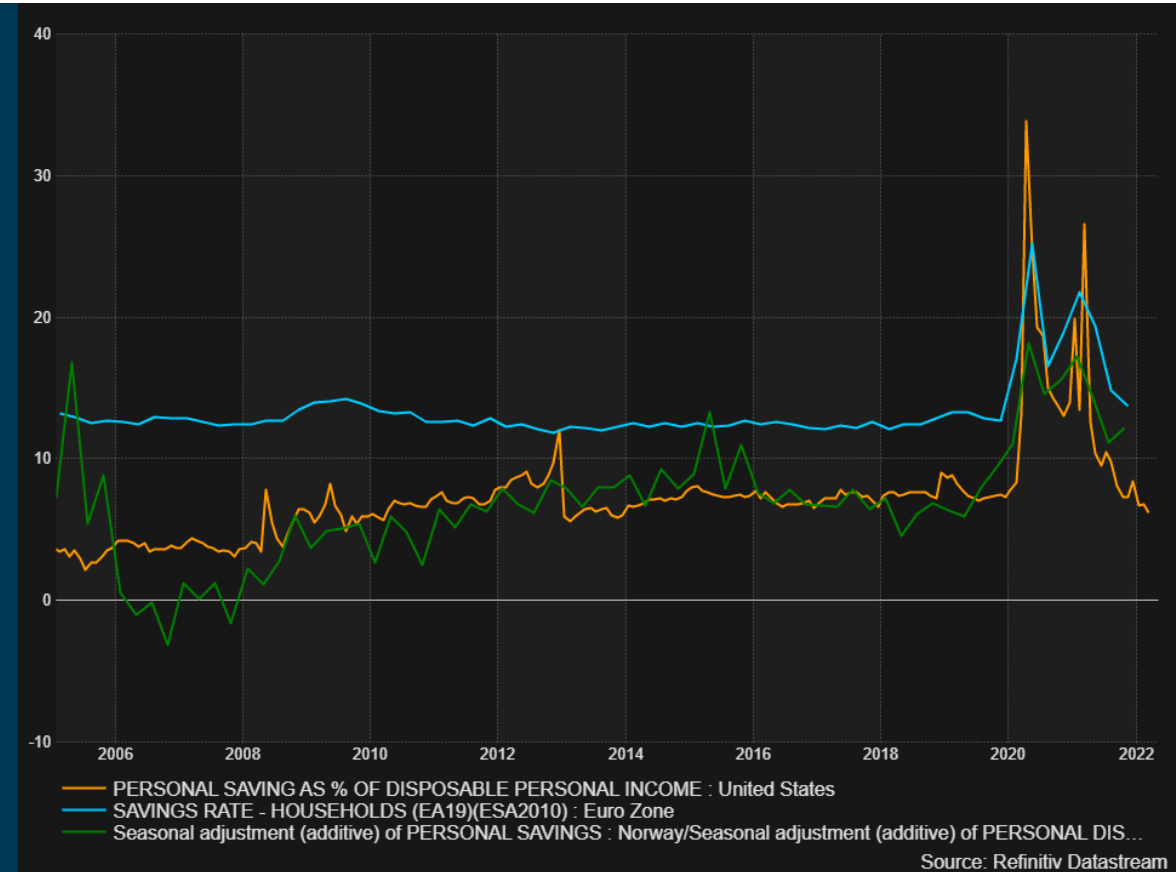
Hvem er interessert i 10 års spansk statsgjeld på 1,9 % hvis man tror på inflasjon fremover.

Kan da ECB slutte å kjøpe/begynne å selge?

Kan sentralbanken åpne kranene når inflasjon er et problem?

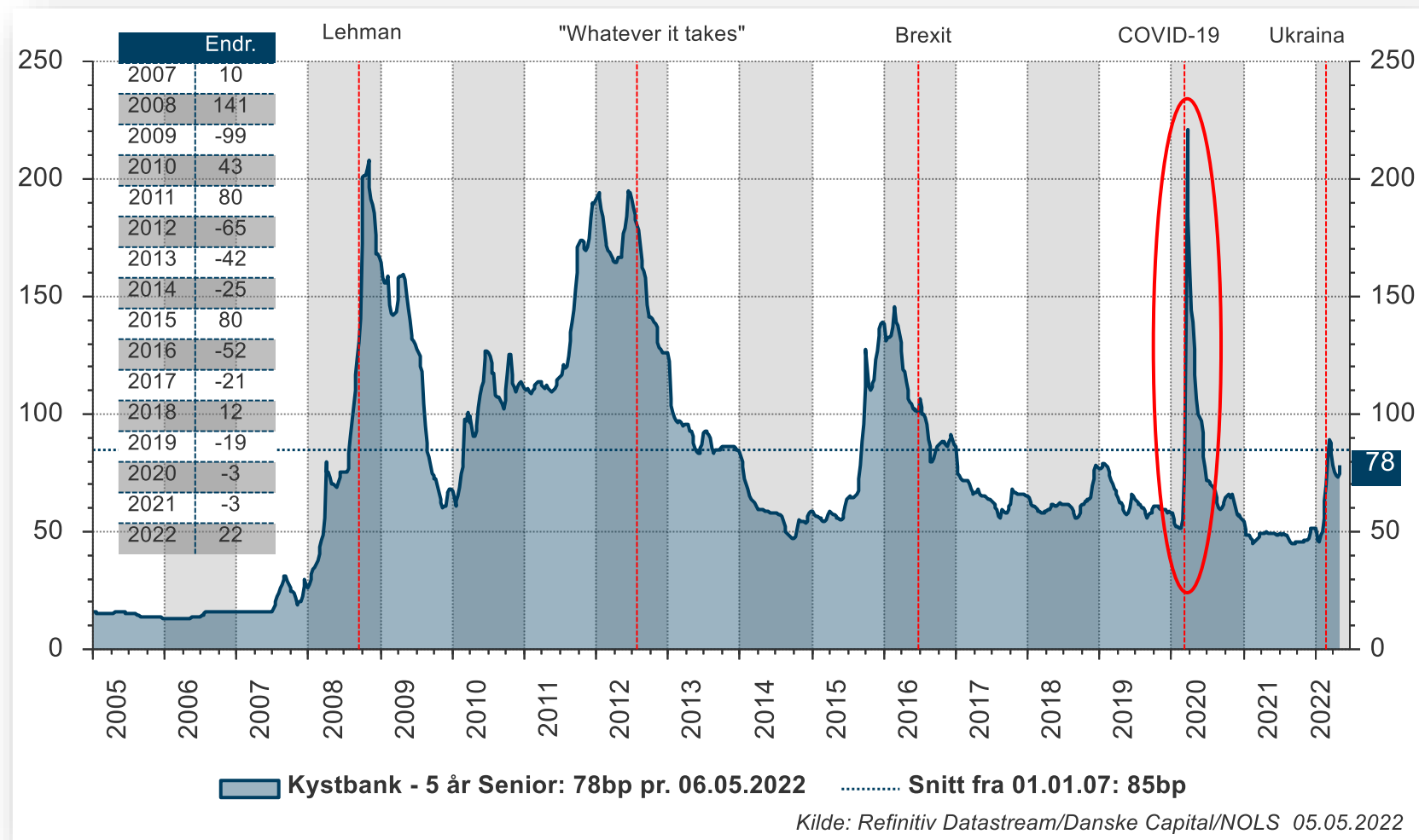
## Covids påvirkning på inflasjonen

- Forbrukerne sparte ved å gjøre ingenting
  - Reiser, restauranter og underholdning
- Næringslivet blir delvis kompensert av myndighetene
- Oppdemmet behov og oppsparte midler => økt etterspørsel
- Fortsatt redusert tilbud grunnet flaskehalser
- Sektorrotasjon fra varer til tjenester kan skape mismatch i arbeidsmarkedet
- Kombinerer vi dette med rekordlave renter, ekspansiv finanspolitikk og kvantitative lettelser får vi inflasjon





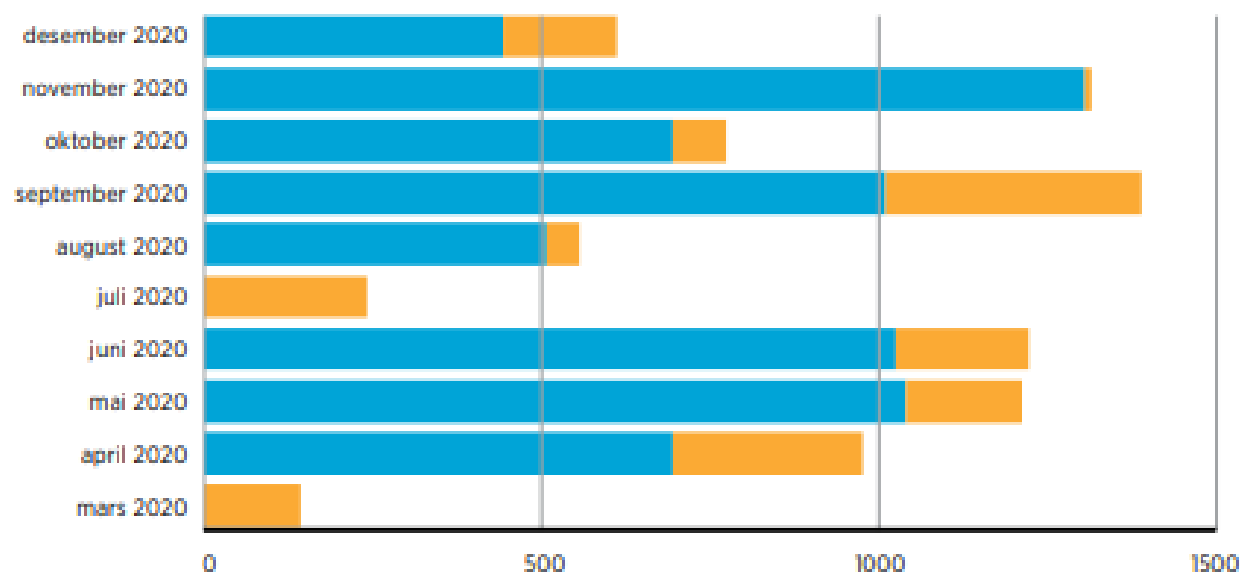
# Kredittspreader – senior bank 5y (kystbank)



# Statens Obligasjonsfond (SOF) – kom for sent til å bidra

## OBLIGASJONS- OG SERTIFIKATKJØP I STATENS OBLIGASJONSFOND

Tall i mill. kroner



### Statens obligasjonsfond

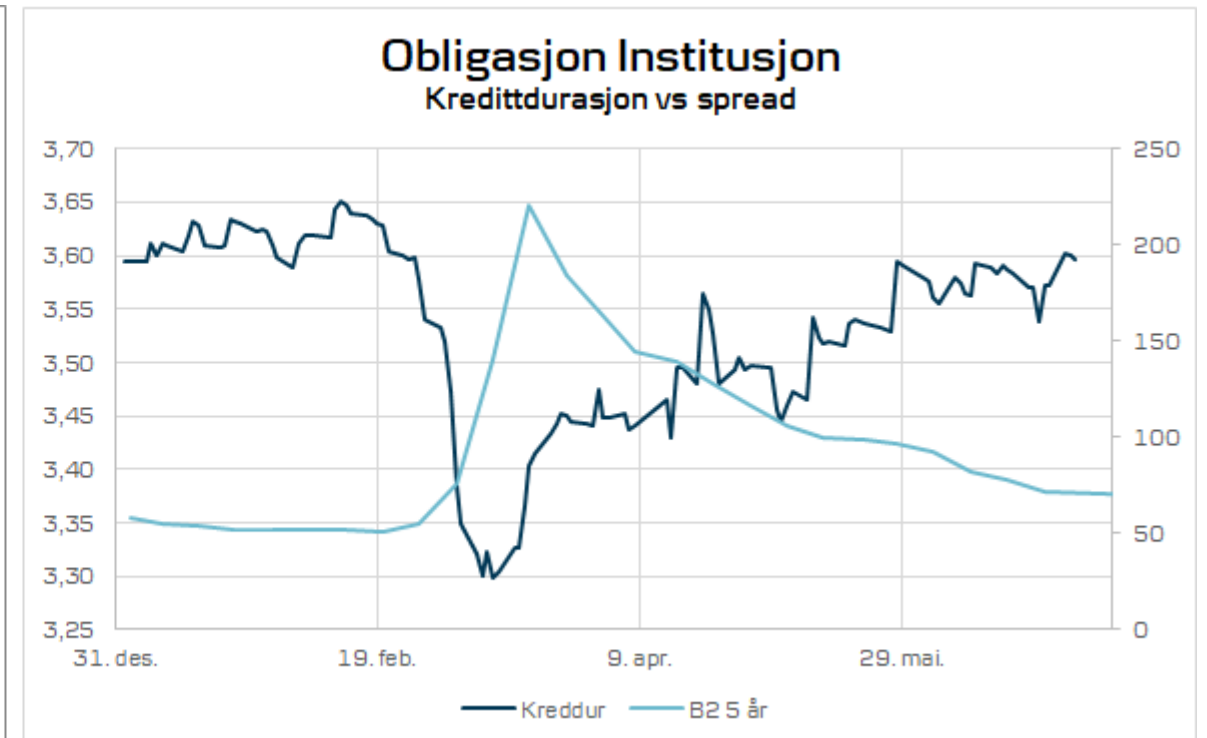
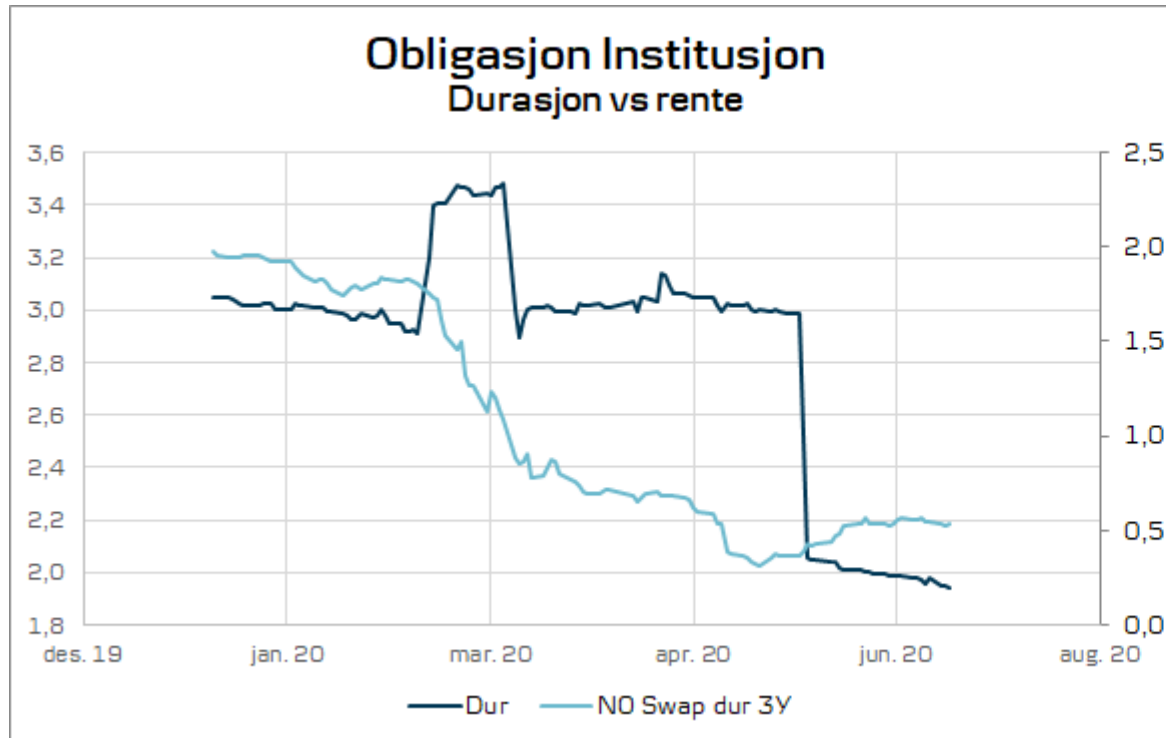
har siden oppstarten i slutten av mars kjøpt obligasjoner for 8,4 milliarder kroner. Det er kjøpt obligasjoner for 6,7 milliarder kroner i førstehåndsmarkedet og 1,7 milliarder kroner i annenhåndsmarkedet.

- Emisjoner
- Annenhåndsmarkedet

Fondet kom noe sent på plass og var ikke aktivt på det tidspunktet det trengtes som mest (mars).

Det er besluttet at fondet nå skal holdes åpent til neste krise kommer, slik at det er klart når det er behov.

## Vår tilpasning i den kritiske første perioden

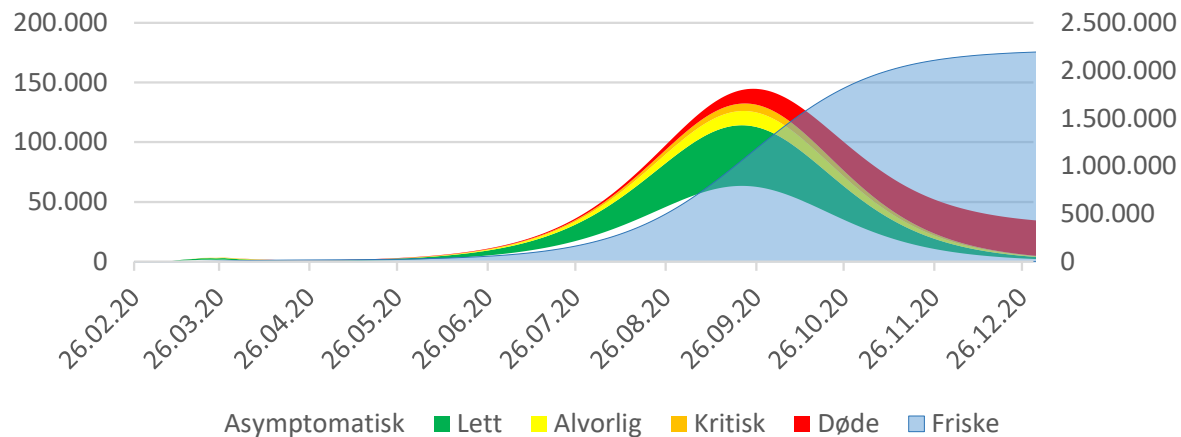


Vår jobb er å holde hodet kaldt i krisesituasjoner, og raskt lage analyser på områder vi i utgangspunktet ikke kan noe om.

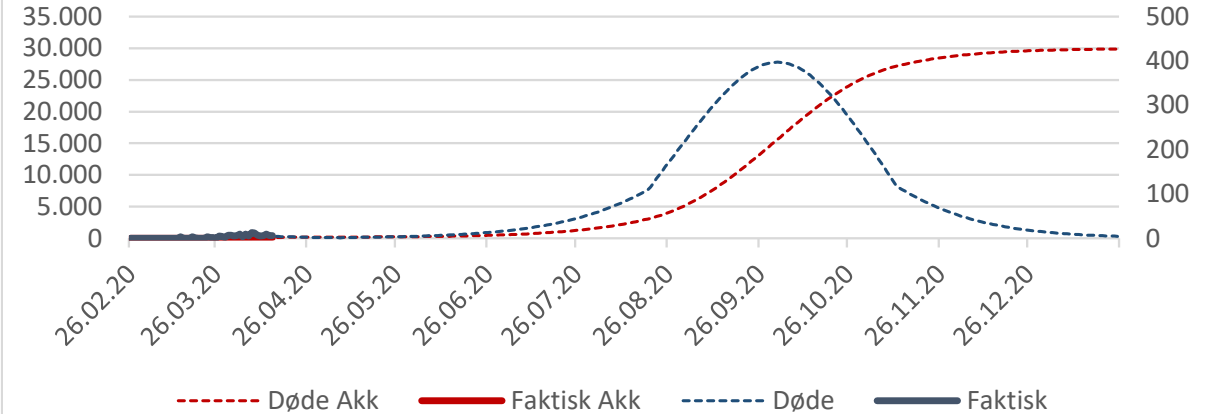
# Hvilke alternativer har vi? Undertrykk $R=1,3$

- Flater kurven, helsevesenet håndterer det kanskje (Jeg tviler)
- Ca. 40% blir smittet
- Relativt kraftige tiltak nødvendig ut året
- Oppnår immunitet på  $R=1,3$ , men ikke full immunitet

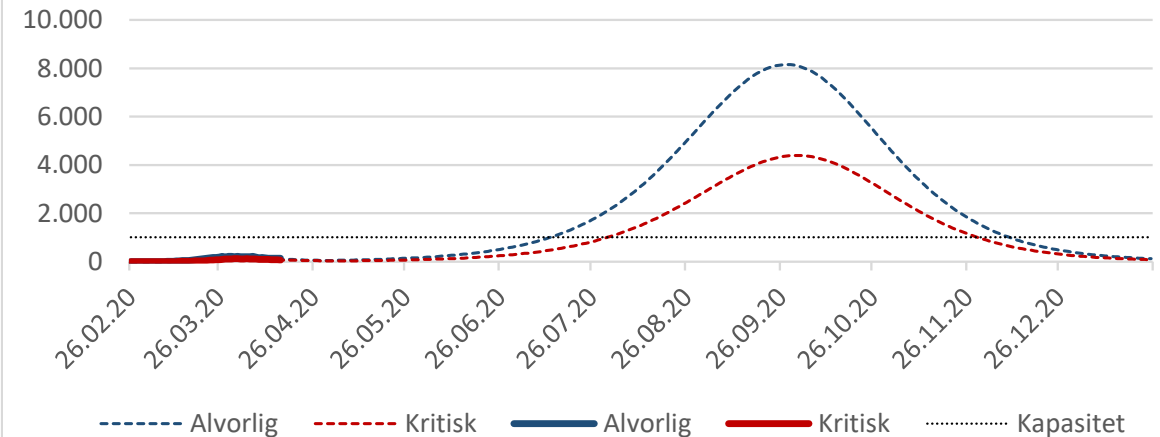
Sykdomsforløp



Døde



Til behandling



Fra presentasjon april 2020

Fra presentasjon april 2020

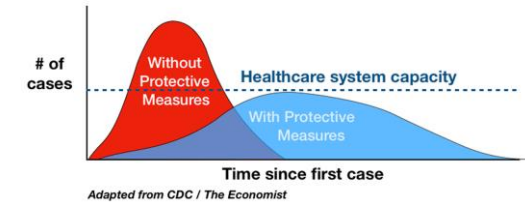
Brems strategien er risikabel

Bommer man litt på R, bryter helsevesenet sammen

Politikere vil da skifte strategi

Store kostnader ved å snu

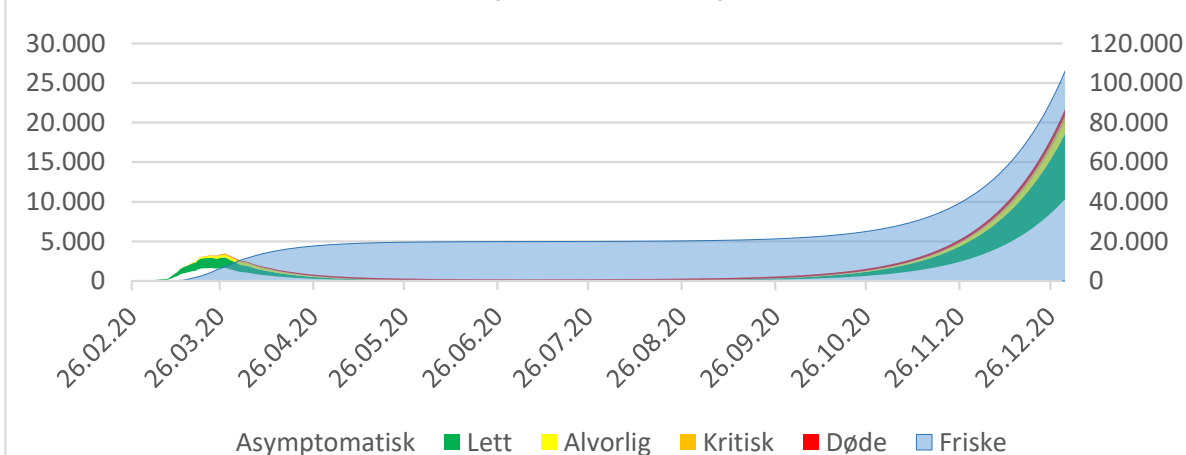
Ca. 40% skal bli syke med det ubehaget det fører med seg



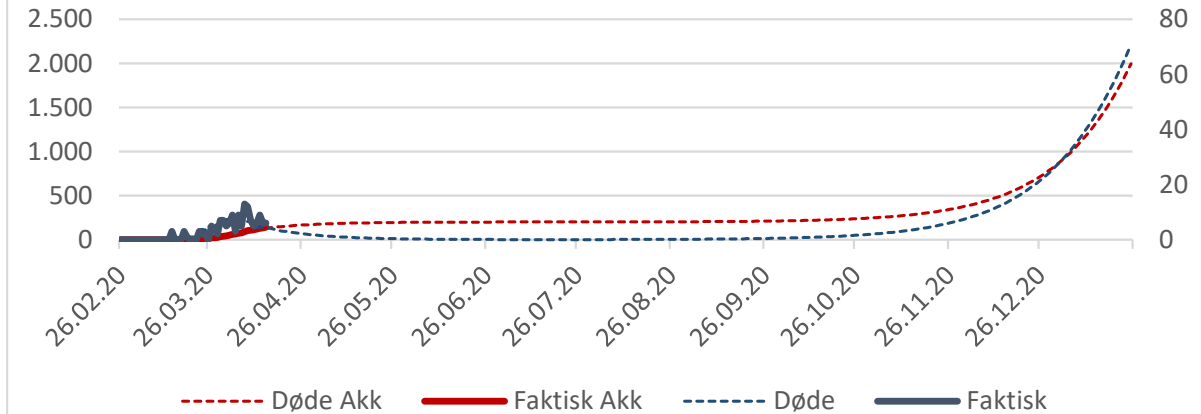
# Hvilke alternativer har vi? Slå ned til sommeren ( $R=0,7$ ) deretter undertrykk ( $R=1,3$ )

- Svært få dør og blir smittet
- Kraftige tiltak frem til sommeren
- Vil kunne blusse opp igjen hvis man ikke har noen tiltak
- Ingen immunitet

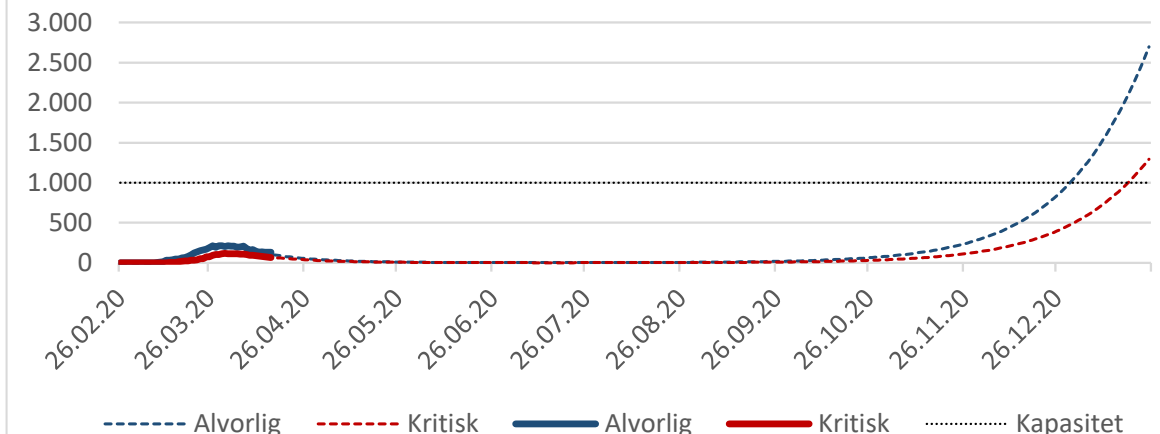
Sykdomsforløp



Døde



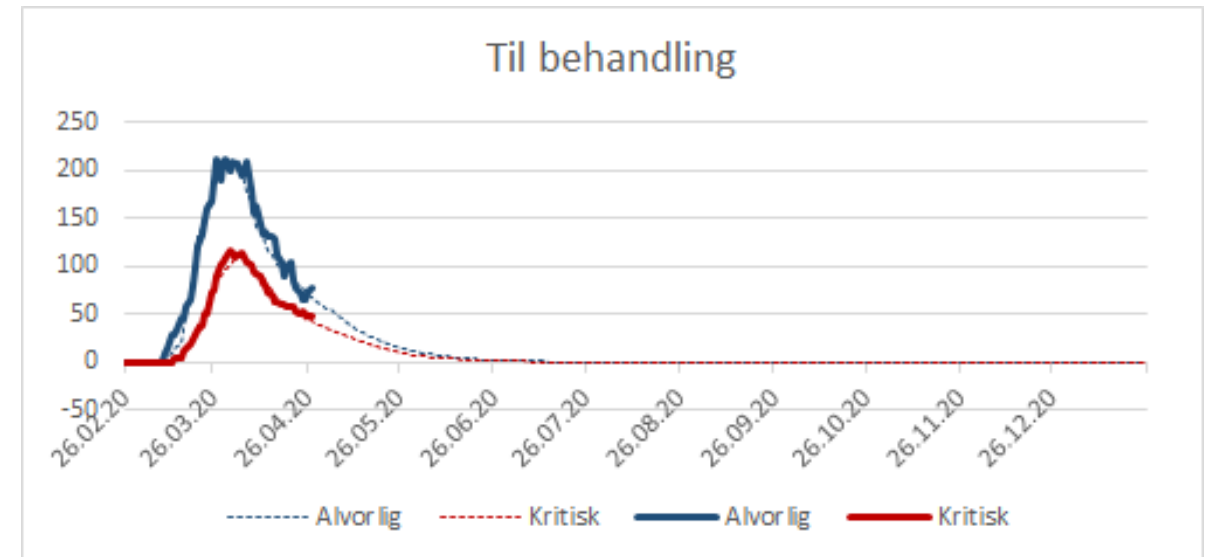
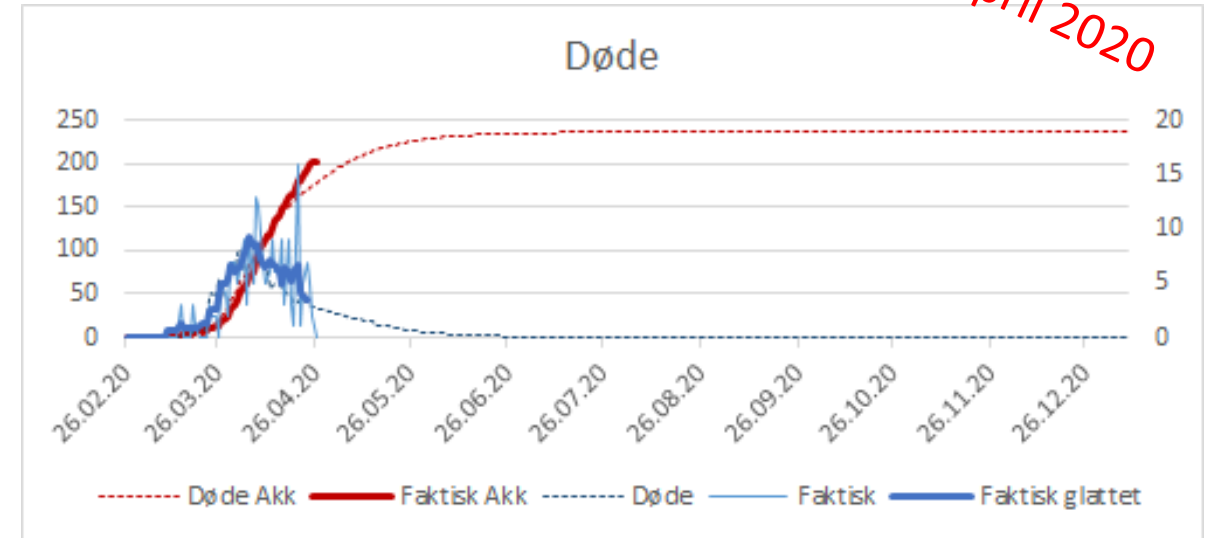
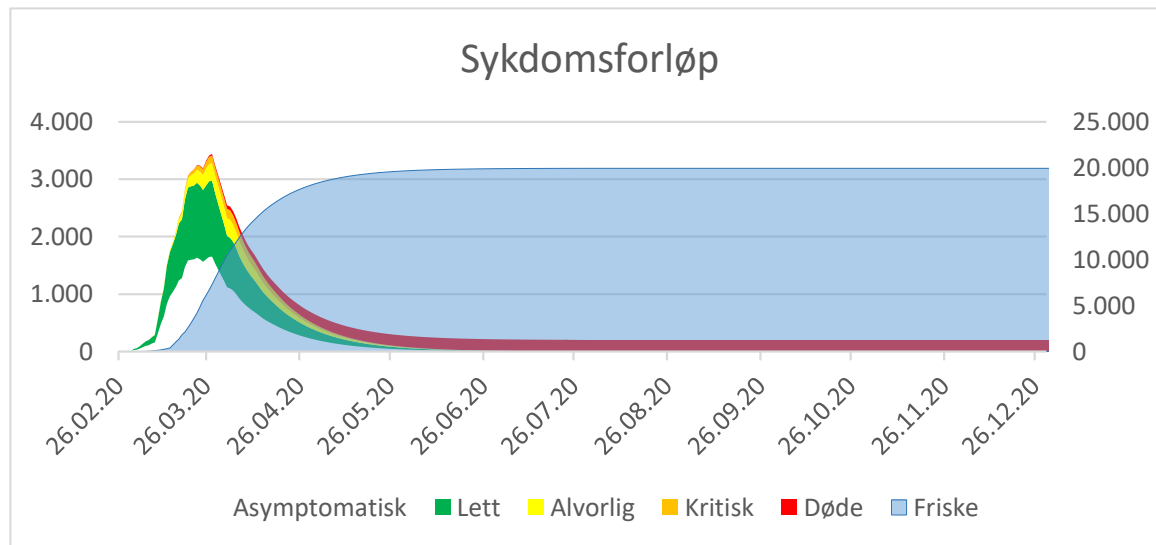
Til behandling



Fra presentasjon april 2020

## Hvilke alternativer har vi? Slå ned ( $R=0,7$ ) og hold nede

- Svært få dør og blir smittet
- Kraftige tiltak til vaksine eller behandling
- Ingen immunitet



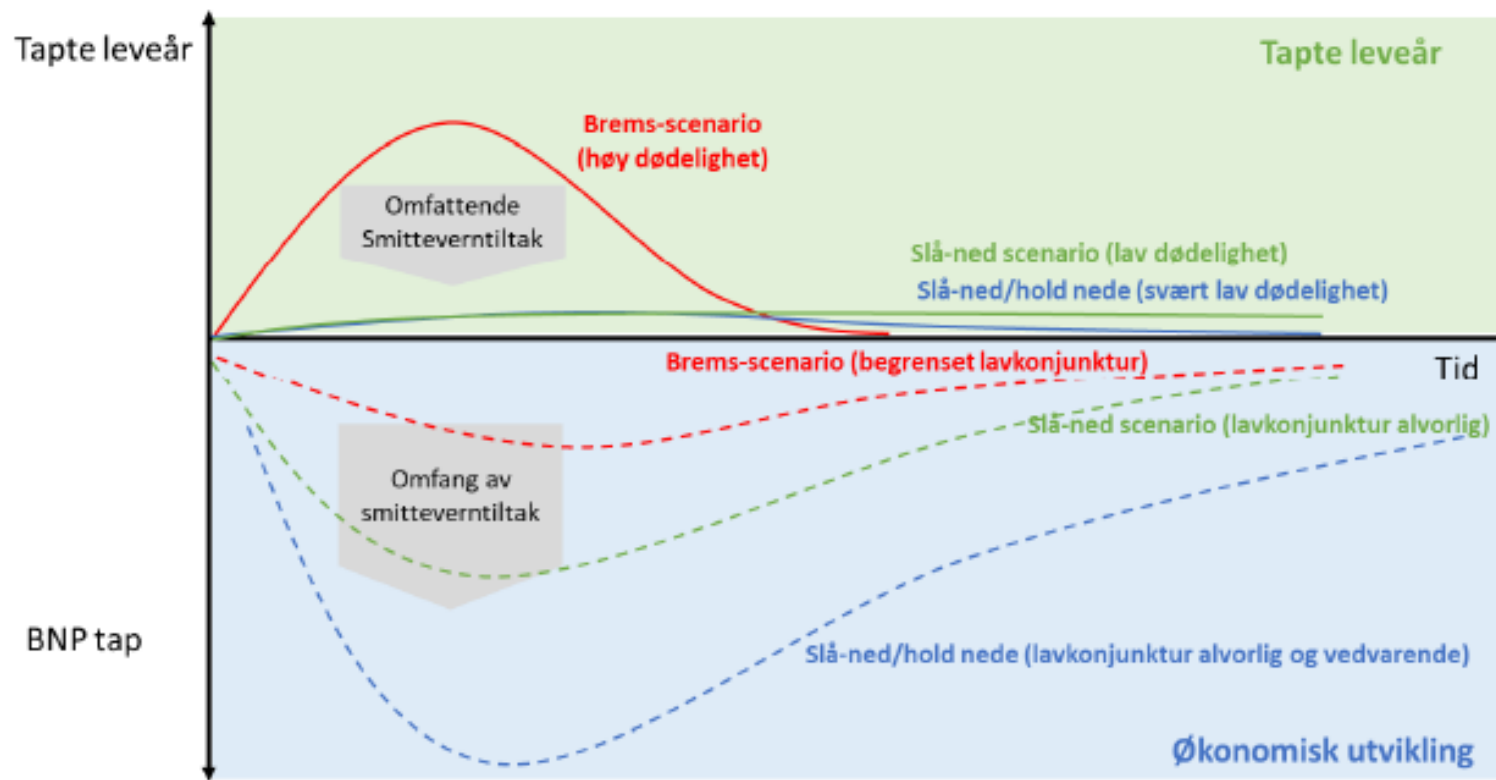
## Verdien av tid

- Erfaring fra andre land
- Hvilke tiltak er mest effektive  
=> Kan holde R på samme nivå med billigere tiltak
- Medisin
- Bedre testing
- Kapasitet helsevesen



## Var det et valg mellom helse og økonomi?

Figur 5-1: Hva er optimal strategi?



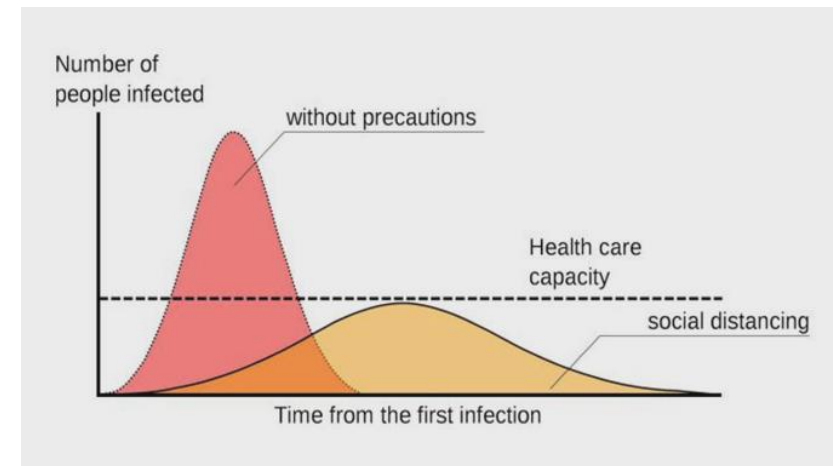
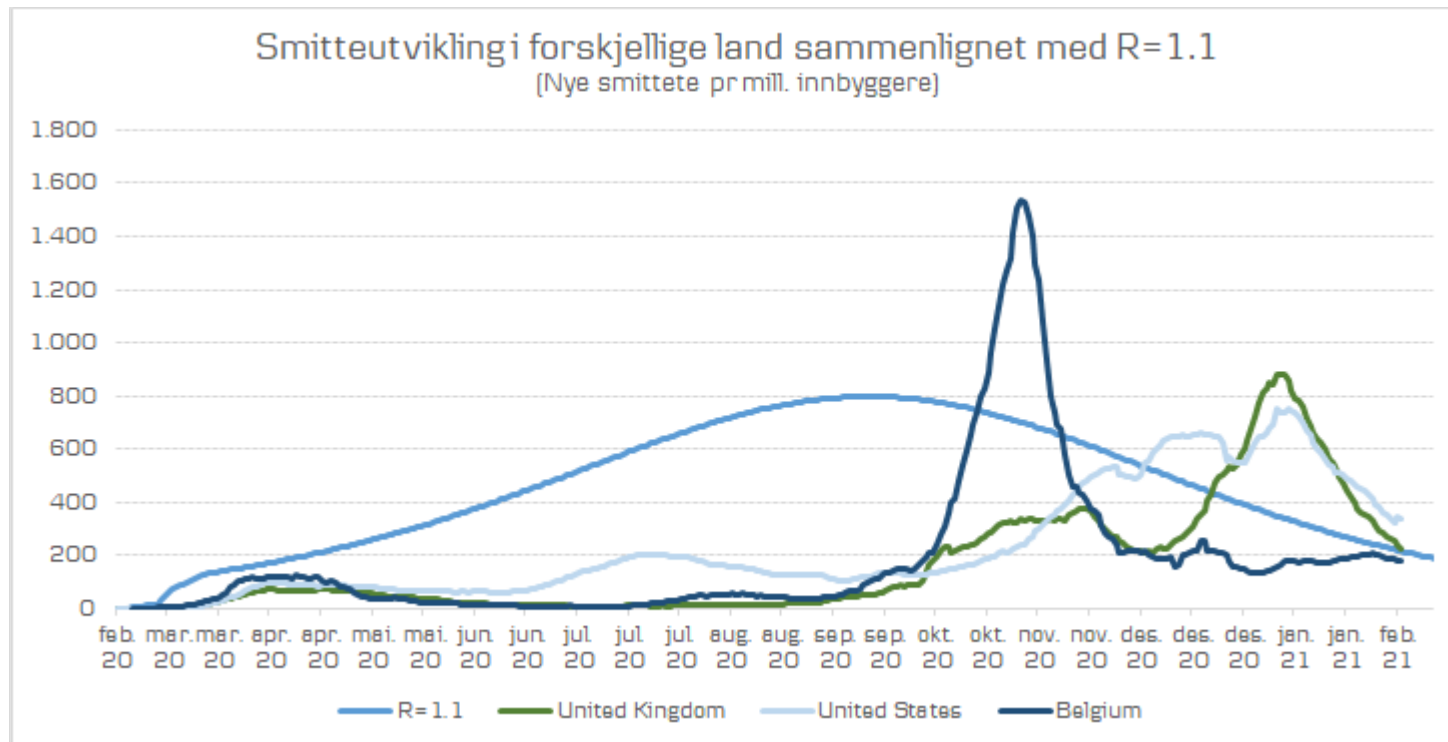
Kilde: Inspirert av Gourinchas (2020). Merk: Figuren er ment som en illustrasjon og viser ikke korrekte størrelsesforhold

Tanken var at vi måtte velge mellom dødelighet og økonomi.

Stemmer det at dette var den faktiske virkeligheten?

Figur fra Holden-I (Covid 19)

## Smittetallet R kan ikke være over 1 over tid



Flattening the curve som strategi er forlatt av de fleste

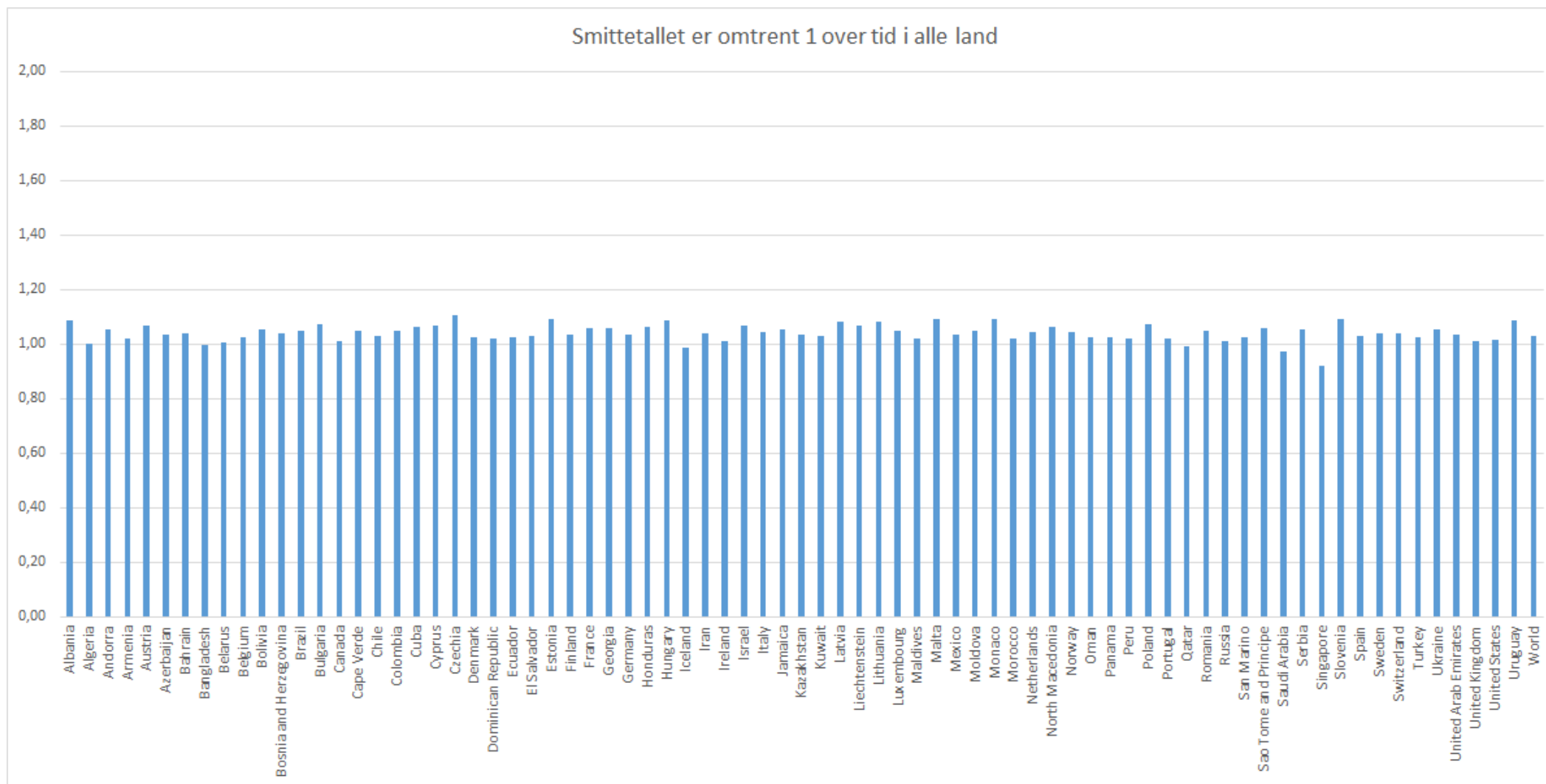
$R$  litt over 1  $\Rightarrow$  Tapt kontroll

$R=1.1$  kunne kanskje helsevesenet klart, men stresset i 6 mnd

Ingen flokkimmunitet (under 20% smittet)

Trenger ikke mye ekstra tiltak for å  $R$  under 1

Vi ser at alle land har omtrent hatt  $R=1$  over tid  
Ingen land har oppnådd flokkimmunitet



## Alle land har valgt en hold nede strategi

- Alle land har smittetall på omtrent 1 over tid
- Tiltak har effekt på smittetallet
- For å holde et konstant smittenivå må  $R$  være 1, som krever varige smittetiltak.
- Den store forskjellen er hvilket nivå man aksepterer før man strammer inn
- Strammer man inn tidlig:
  - Mindre smitte i samfunnet
  - Færre syke og døde
  - Mindre behov for tiltak over tid grunnet bedre smittesporing

## Strategi fulgt av mange europeiske land

### Tiltakssy

- En de
- Når s
- Slipp

Det med  
nedsten

Det har

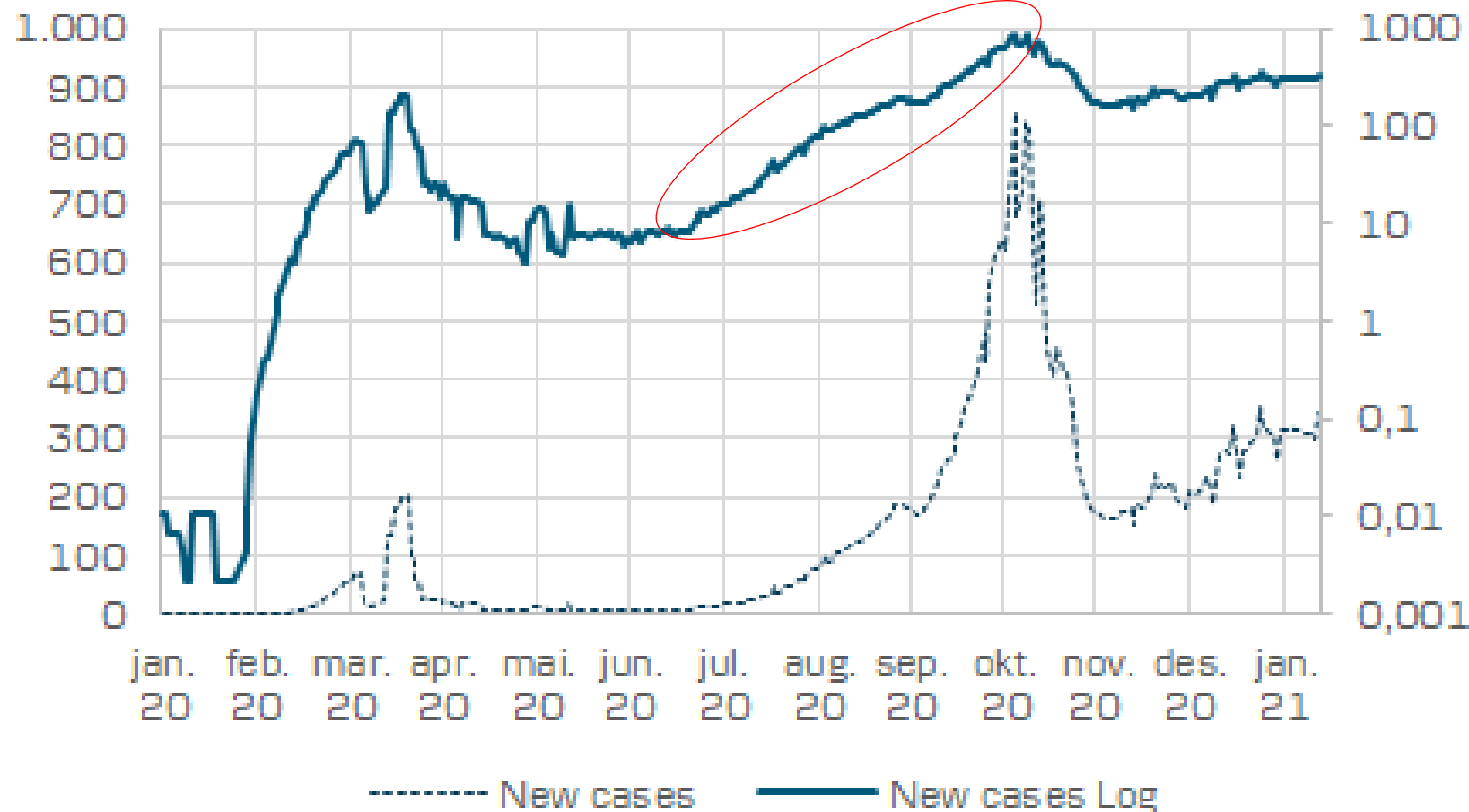
### Kost nyt

- Hold
- Hvis

### Foretrul

Finne de

## Nye tilfeller pr mill innbyggere



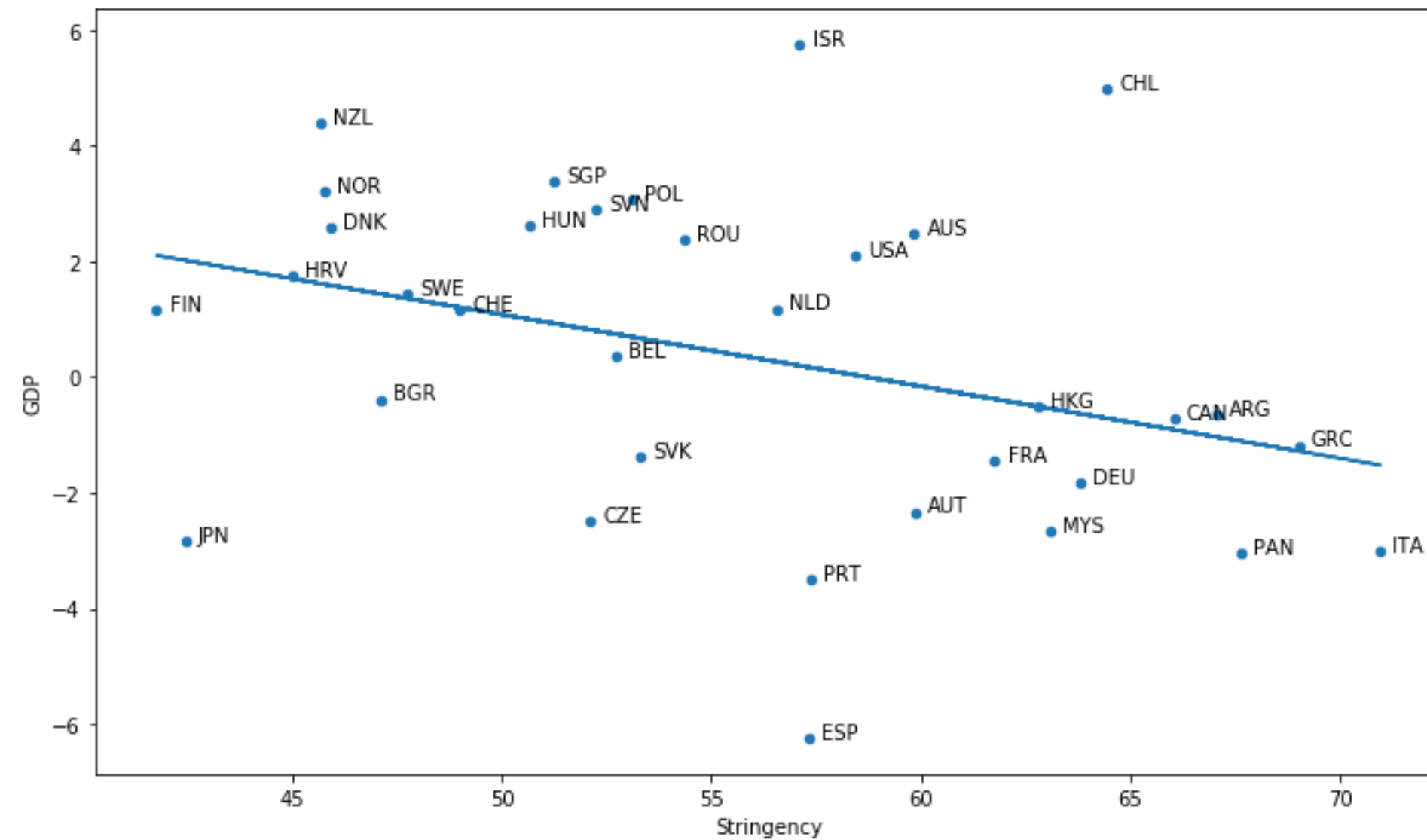
net har vært mye

et.

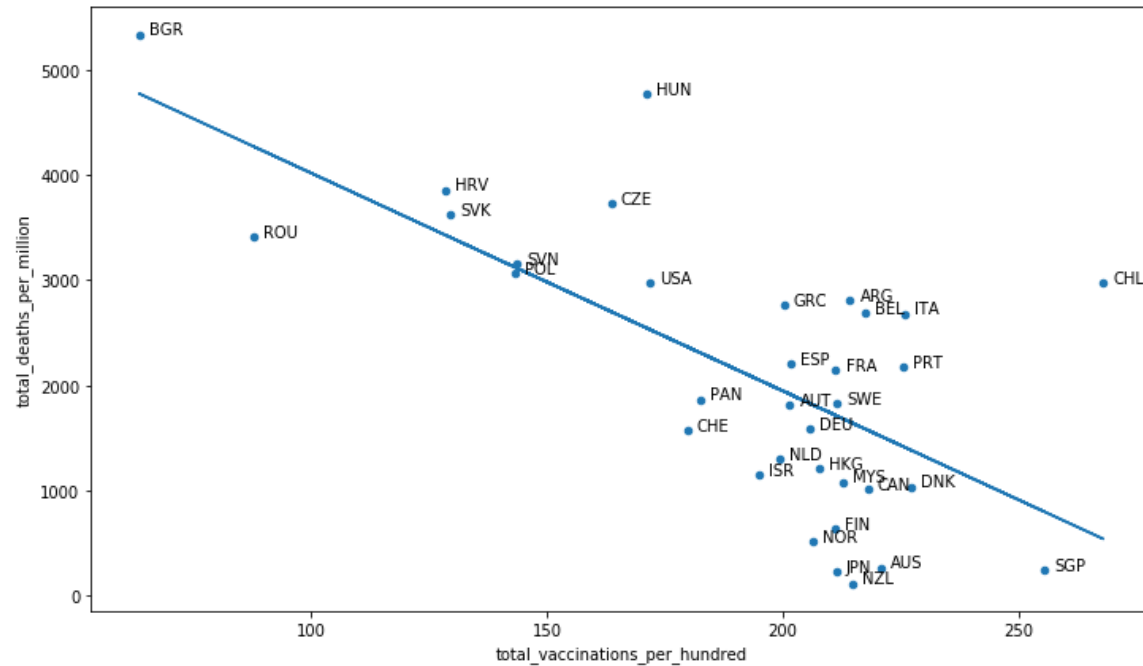
## En enkel empirisk analyse av 35 land

- Vi har sett på 35 land som alle har Human Development Index på over 0,85 og hvor vi har BNP data for 2020 og 2021
- Vi ser på sammenhengen mellom
  - Døde
  - Tiltak
  - BNP (Totalt i 2020 og 2021)
  - Vaksinerings
  - Tillit til myndighetene
- Mange andre forklaringsvariabler som vi ikke ser på
  - Helsevesen
  - Geografi
  - Demografi
  - Sammensetning av tiltak

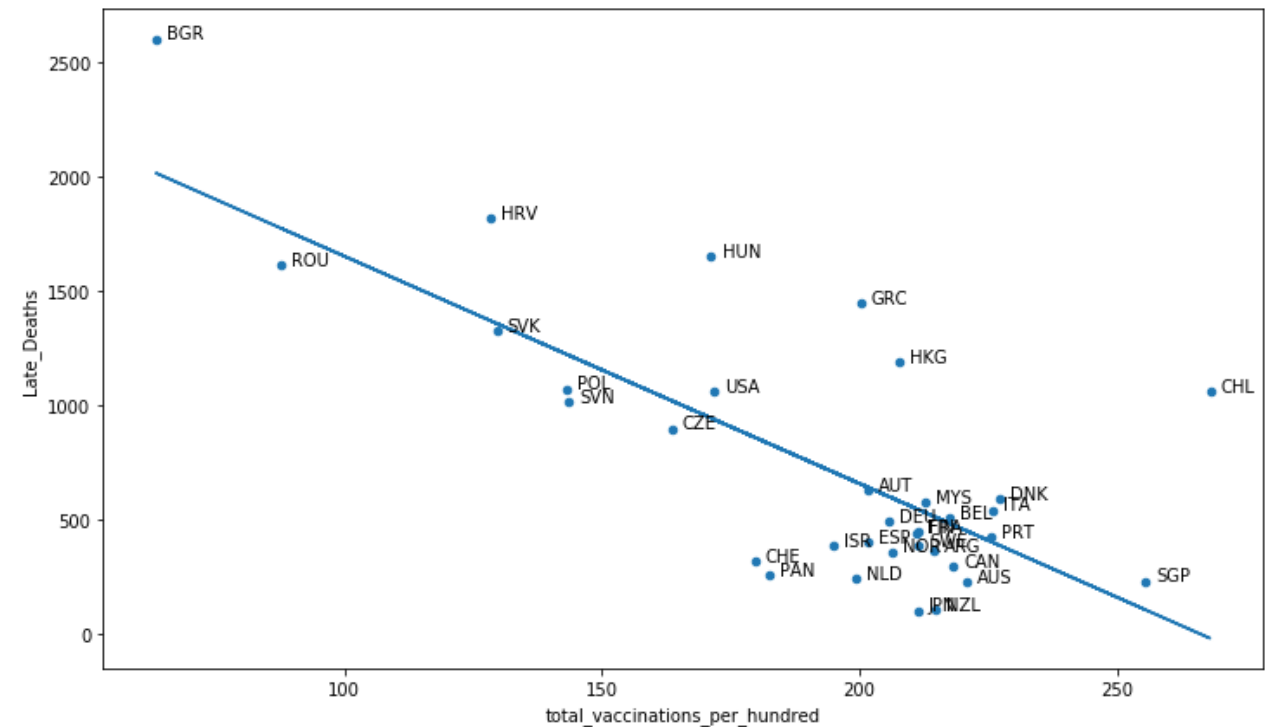
# BNP vs Tiltak



# Døde vs Vaksinerte

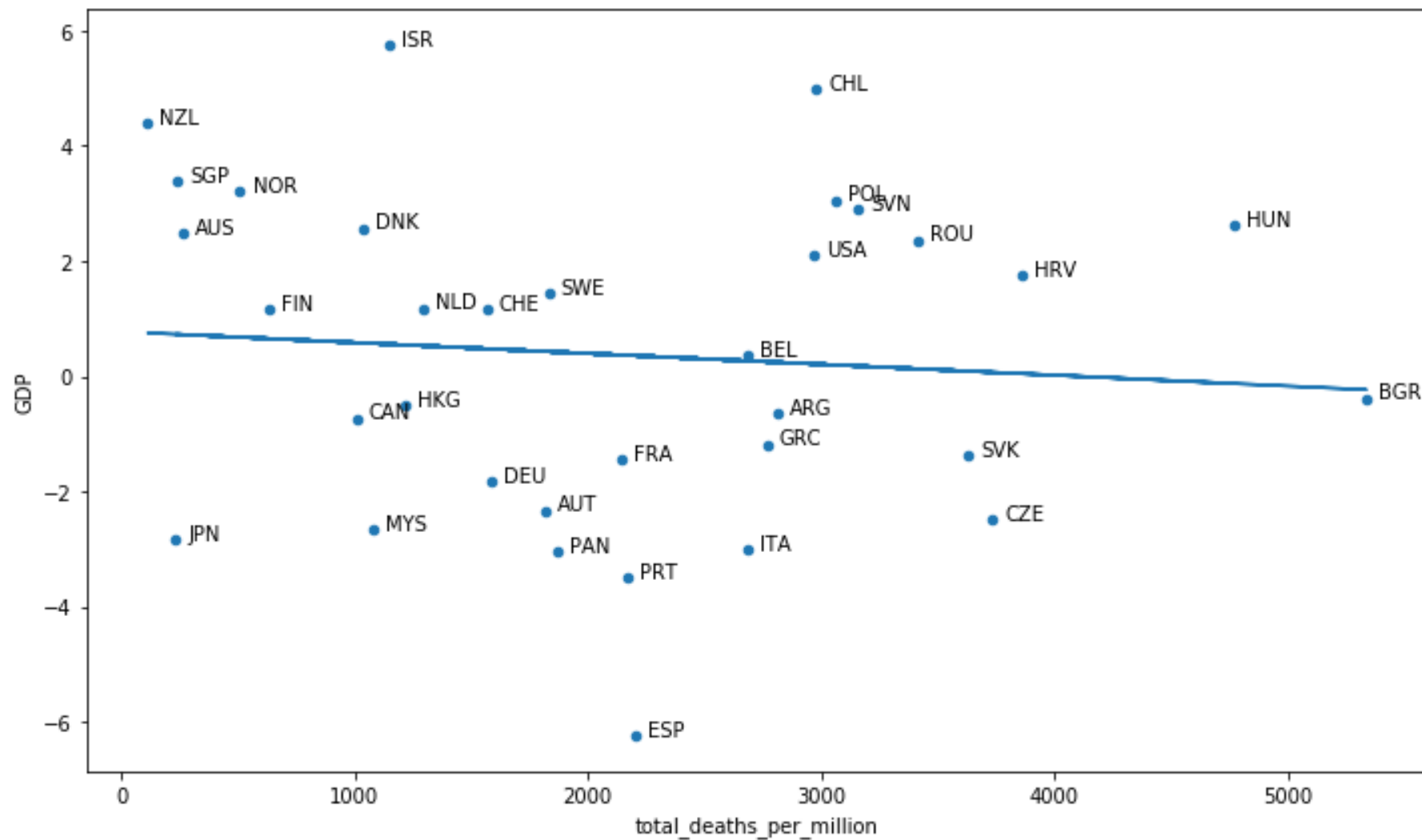


Antall døde etter at vaksinasjonsprogrammet var godt i gang





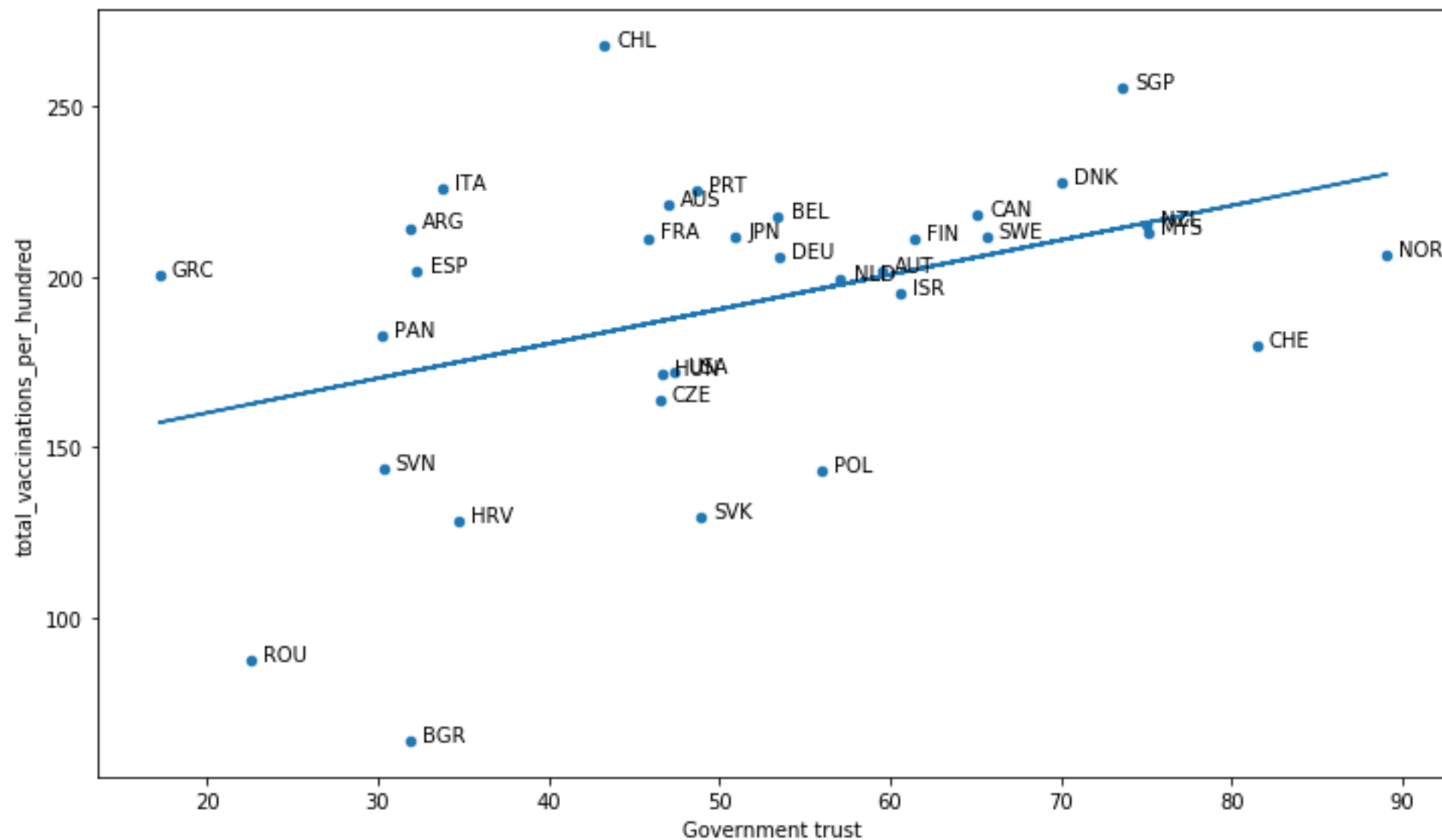
## BNP vs Døde



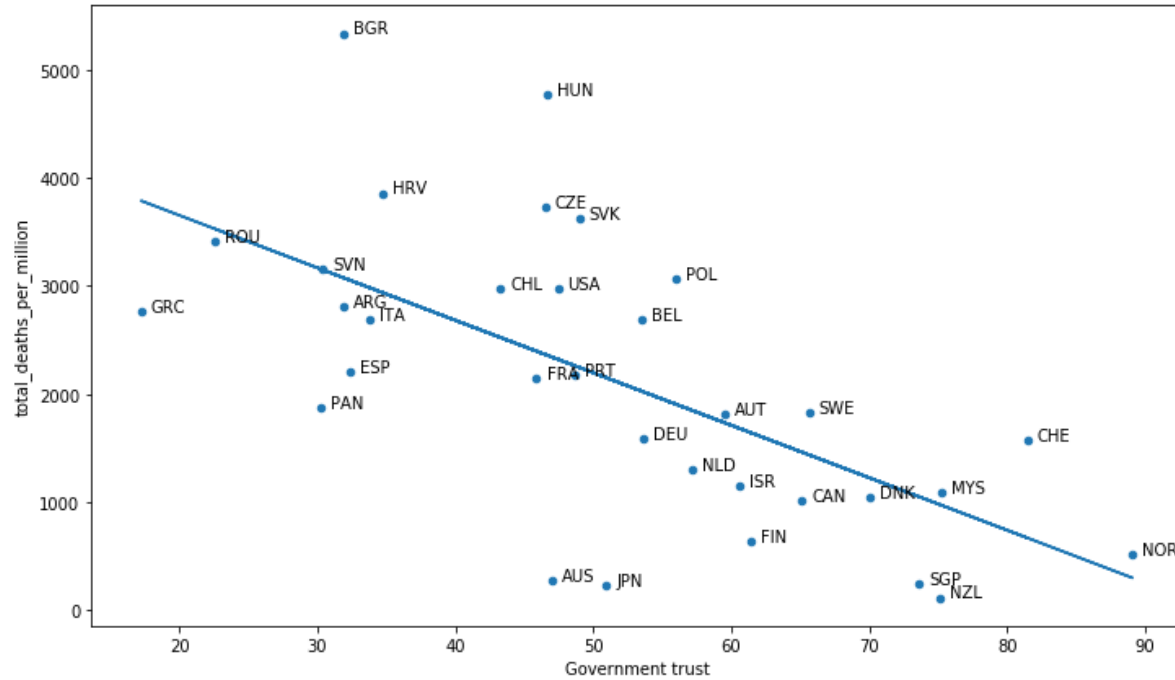
Ingen sterk korrelasjon mellom økonomisk vekst og antall døde.

Dette samsvarer med de forventningene vi hadde tidlig i pandemien.

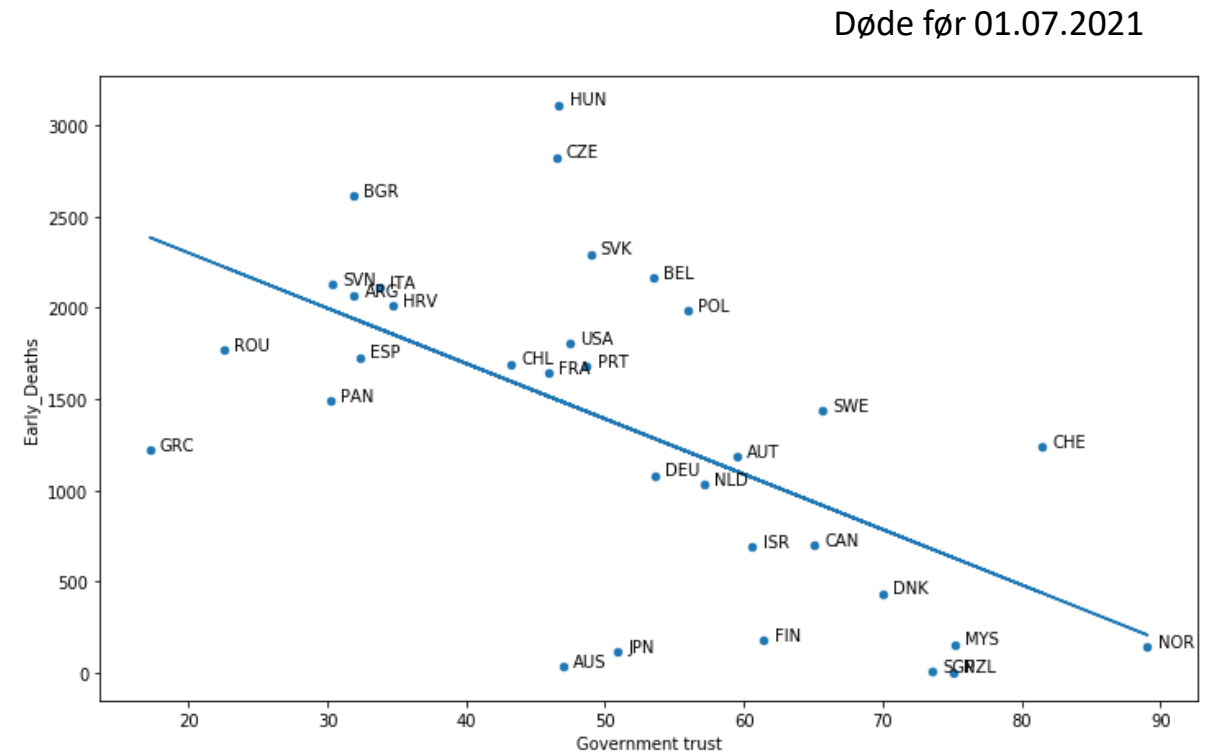
# Tillit til myndighetene ga høy vaksinerings



# Tillit til myndighetene reduserte dødstallene også før vaksineringsen hadde effekt



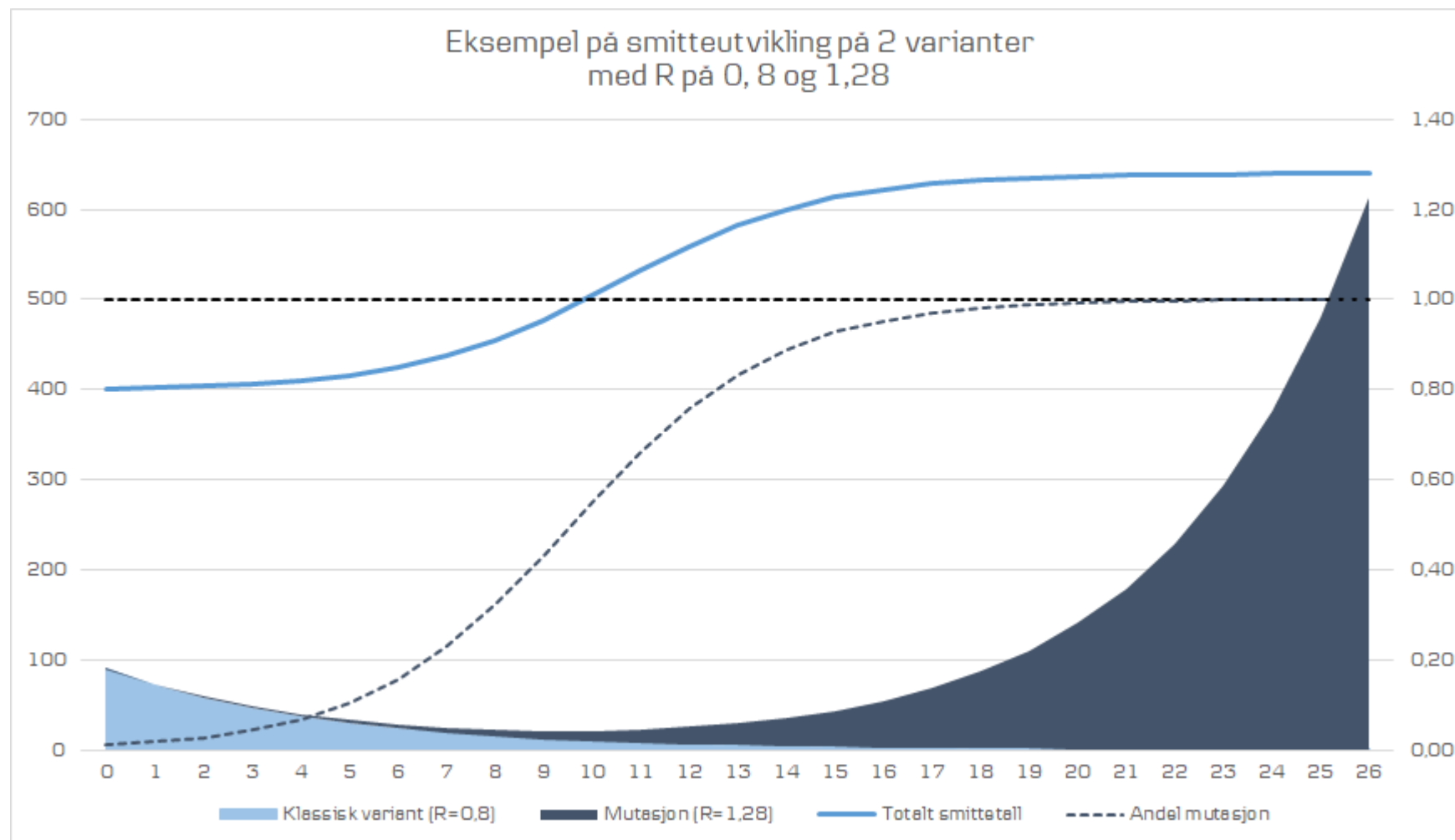
Totalt antall døde



# Hvem hadde de beste analysene gjennom pandemien

- Vi hadde forventninger til FHI og WHO
  - Viste seg tidlig at deres framskrivninger ikke holdt vann
  - FHI mente til langt ut på sommeren 2020 at en R på 1.3 var forenlig med kontroll på sykehusene
- Rystad Energy og diverse investeringsbanker var tidlig ute med gode analyser
- Finansmarkedet har usedvanlig god trening på å knuse data
  - Villige til å bruke analyseressurser på den viktigste markedsdriveren
- En mye mer kvantitativ tilnærming enn helsemyndighetene
- Helsemyndighetene hadde klart best datatilgang
- Bedre deling av data kunne sluppet til mange flere miljøer på analyse
  - Bedre vurdering av effekt av tiltak

## Eksempel på undervurdering av det reelle smittetallet (Alfa varianten)



Antar her at man har fått kontroll på smitten og  $R=0.80$

Kommer inn en variant som er 60% mer smittsom  
 $R=0.8 \cdot 1.6 = 1.28$

I mange uker tror man at man har kontroll med  $R < 1$ , mens i virkeligheten har man ukontrollert spredning.

Tiltak blir sluppet opp for tidlig, eller man strammer inn for sent.

# Kinas håndtering

- Zero Covid policy
- Gir mening hvis man har en vei ut
- Dårlig vaksinasjonsgrad og noe dårligere vaksiner i vesten
- Vanskelig å se «end game» i Kina nå
- Overraskende med et så totalitært styre og som lett tyr til tvang, ikke har høyere vaksinasjonsgrad

## Markedets fokus på Covid ble fort borte



Lett å bruke for mye tid på å analysere gårsdagens hendelser.

Det er usikkerheten som er den største markedsdriveren, og den går fort over.

Som markedsaktør skifter vårt fokus vekk fra Covid og over til neste krise.

## Ansvarsfraskrivelse og kontaktinformasjon

Danske Invest Asset Management AS er et heleid datterselskap av Danske Bank AS. Danske Invest Asset Management AS er underlagt tilsyn av Finanstilsynet i Norge. Danske Bank er underlagt tilsyn av Finanstilsynet i Danmark.

Denne publikasjonen er utarbeidet av Danske Invest Asset Management AS alene til orientering. Publikasjonen skal leses i sammenheng med den muntlige presentasjonen gitt av Danske Invest Asset Management AS. Publikasjonen er ikke et tilbud om eller en oppfordring til å kjøpe eller selge verdipapirer, valuta eller øvrige finansielle instrumenter. Etter Danske Invest Asset Management AS sin oppfattelse er publikasjonen korrekt og riktig. Danske Invest Asset Management AS påtar seg ikke noe ansvar for publikasjonens nøyaktighet og riktighet. Danske Invest Asset Management AS påtar seg videre ikke noe ansvar for eventuelle tap som følge av disposisjoner foretatt på bakgrunn av denne publikasjonen. Informasjon, beregninger, vurderinger og skjønn som fremgår av dokumentet erstatter ikke leserens skjønn i forbindelse med egne disposisjoner. Dersom leseren ønsker å foreta disposisjoner basert på dette dokument, anbefales det å ta kontakt med en rådgiver.

Selskaper i Danske Bank konsernet samt medarbeidere i disse kan utføre forretninger, ha, etablere, endre eller avslutte posisjoner i verdipapirer, valuta eller finansielle instrumenter som er omtalt i publikasjonen, på samme måte som selskaper i Danske Bank konsernet kan utføre finansiell service for utstedere av nevnte verdipapirer, valuta eller finansielle instrumenter.

Historisk avkastning er ingen pålitelig indikator for fremtidig avkastning. Ved investeringer i fond bør investor, før investeringsbeslutningen gjennomføres, sette seg inn i fondets prospekt og annen faktainformasjon for å få en fullverdig beskrivelse av produktet. Man bør i denne sammenheng være spesielt oppmerksom på forhold som påvirker fondets avkastning, herunder investeringsmål, risiko og kostnadsstruktur.

Danske Invest Asset Management AS har opphavsretten til publikasjonen, som er til kundens personlige bruk og ikke til offentliggjørelse uten Danske Invest Asset Management AS samtykke.

Danske Invest Asset Management AS  
Bryggetorget 4  
Postboks 1170 Sentrum  
0107 Oslo  
Org.nr: NO 957 424 775  
Tlf. +47 85 40 98 00  
<http://www.danskeinvest.no>