

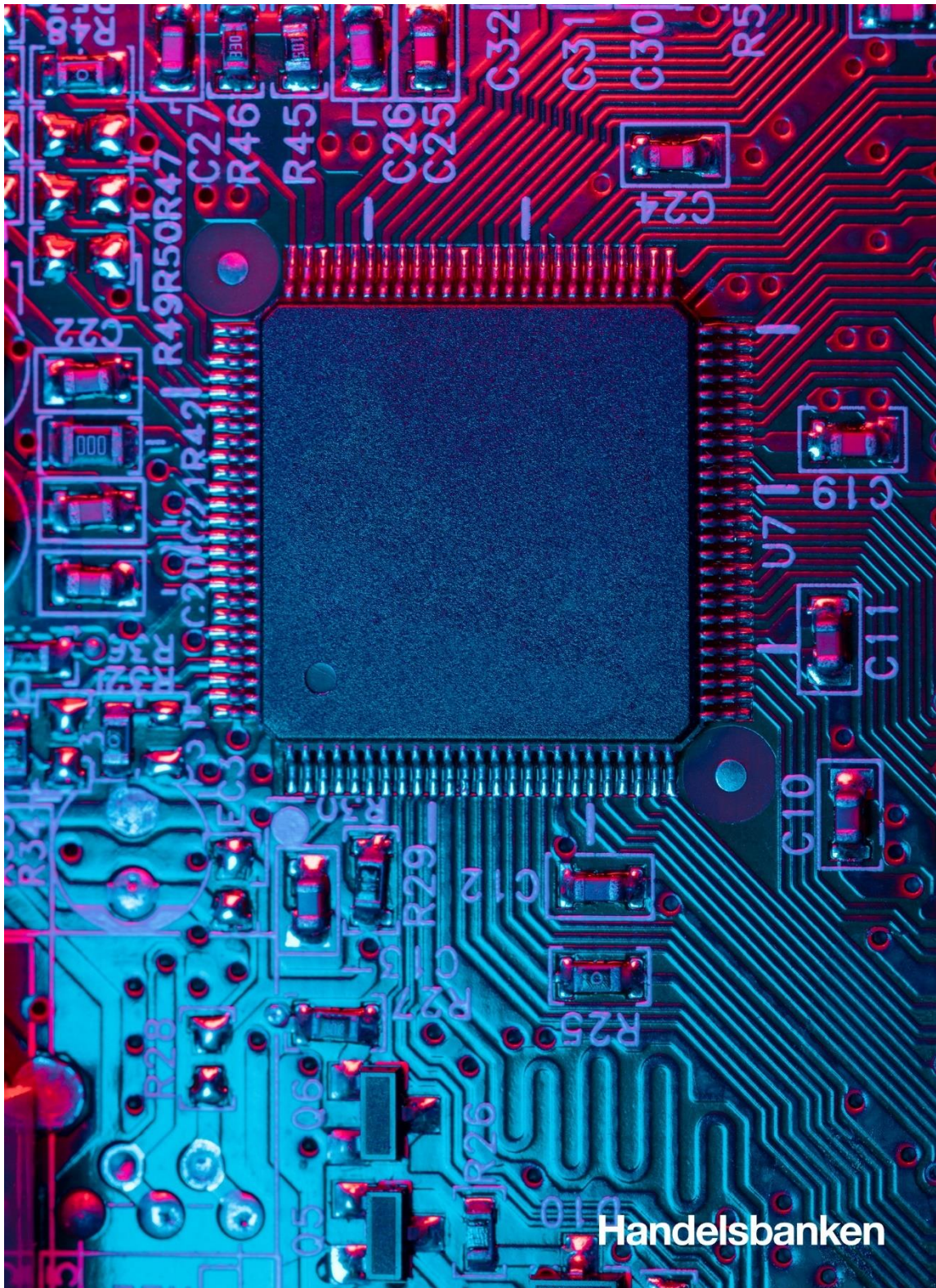
Macro Research

Konjunkturrapport

22. mai 2024

Tålmodighet er en dyd

- Norsk økonomi holder seg godt oppe, og prisveksten bruker tid på å falle
- Norges Bank vil trolig utsette det første rentekuttet til 2025
- Likevel venter vi at boligprisene vil stige med 20 prosent de neste årene
- Rentenormalisering kan gi sterkere kronekurs



Innhold

Tålmodighet er en dyd	3
Hjulene er i ferd med å treffe asfalten.....	4
Neppe rentekutt fra Norges Bank før i 2025	7
Repetisjon av pandemiårene: 20 prosent prisvekst.....	13
Sterk boligprisvekst i alle store norske byer	15
Sentimentet for kontor viser tegn til bedring	17
Tregere normalisering av norske renter.....	19
Rentenormalisering kan gi sterkere kronekurs	21
Handelsbankens prognoser	23
Fraskrivelseserklæring for analyse	24

Sammendrag

Tålmodighet er en dyd

Noen av våre handelspartnere, som Sverige, har allerede begynt å sette renten ned igjen. ESB vil trolig følge på i juni, og deretter ser vi for oss det første amerikanske rentekuttet i september. Men Norges Bank vil fortsatt komme sent i år. Så langt har vi antatt at det første rentekuttet vil komme mot utgangen av dette året. Men nå tror vi at dette forskyves ytterligere noe, til første kvartal neste år. Norsk økonomi holder seg noe bedre oppe, ledigheten er stadig lav og stabil, og ikke minst er pris- og lønnspresset for sterkt. Hensynet til kronkursen tilsier at Norges Bank fortsatt må 'vente ut' de andre sentralbankene.

Globalt bakteppe

Rentenormaliseringen er fortsatt på sporet, om enn noe forsinket. Vi forventer at ESB vil begynne å kutte renten fra juni i år, mens Fed trolig vil vente til september. Blant våre handelspartnere vil den økonomiske aktiviteten trolig holde seg nær trenden de neste årene, og dermed forventes kun en moderat økning i arbeidsledigheten. Vi understreker imidlertid at en myk landing ikke er garantert. Inflasjonen er stadig over målet selv om pengepolitikken virker innstrammende. Risikoen knyttet til geopolitiske spenninger og global økonomisk fragmentering vedvarer også.

Ingen rentekutt fra Norges Bank før i 2025

Norsk økonomi skraper nullstrekken, men fra riktig side, og arbeidsledigheten vil trolig bare stige svakt i tiden fremover. Det innenlandske prispresset forblir sterkt, ikke minst som følge av stadig høy lønnsvekst, samtidig som produktivitetsveksten er svak. Det er også forhold som tyder på at vestlige økonomier, herunder vår egen, tåler de høye rentene bedre enn antatt. Kronkursen er stadig sårbar, og Norges Bank vil trolig måtte drøye det første rentekuttet til første kvartal neste år. Vi venter i alt fem rentekutt gjennom prognoseperioden, og dermed ser vi for oss en styringsrente på 3,25 prosent ved utgangen av 2026.

Boligprisene ventes opp med hele 20 prosent

Den sterke boligprisveksten har fortsatt i 2024, og sesongjustert er boligprisene opp nærmere 3 prosent så langt i år. Vi tror imidlertid at den sterke sesongjusterte boligprisveksten ikke vil fortsette i samme tempo, men heller avta etter sommeren. Samtidig er det mange drivkrefter som presser opp prisene igjen i 2025, før prisveksten avtar i 2026. Alt i alt innebærer våre prognoser en boligprisvekst på nærmere 20 prosent de neste tre årene, regnet fra desember 2023 til utgangen av 2026.

Sentimentet for kontor viser tegn til bedring

Avkastningskravet har vært uendret siden oktober i fjor, i både Oslo, Bergen, Trondheim og Stavanger.

Siden forrige Eiendomsrapport ble publisert den 20.mars, så har norske swap-renter steget nærmere 15 punkter og dermed har yield-gapet minket noe. Vi venter fortsatt at avkastningskravet skal stige videre med 50 punkter i Oslo, og 25 punkter i de andre store norske byene. Sentimentet for utlån til næringseiendom viste tegn til bedring i første kvartal og det er utsikter for noe økt transaksjonsvolum i år. Snittleieprisene er uendret siden desember i fjor og vi venter en moderat leieprisvekst i år.

Tregere normalisering av norske renter

Normaliseringen av styringsrentene blant noen av våre handelspartnere er påbegynt og vi venter at denne prosessen vil fortsette ut hele prognosehorisonten til utløpet av 2026. Nivået på globale renter har trolig nådd toppen og det samme kan sies om nivået på norske lange markedsrenter. Vår forventning om en såkalt myk landing innebærer at sentralbankene i økende grad vil basere sine forventninger til inflasjonen og innretningen i pengepolitikken på kapasitetsutnyttelsen og nivået på den nøytrale renten. Vi tror at den norske rentekurven vil gå fra å være invertert til positiv, men først fra 2026. Dermed vil den største endringen i våre renteprognoser være i den korte enden, mens nivået på lange renter vil bare gradvis avta.

Rentenormalisering kan gi sterkere kronkurs

Mens markedsforventningene om en resesjon i USA har vært avtakende, og mer konsistent med ingen eller en myk landing, har den amerikanske dollaren holdt på styrken sammenlignet med for 6 måneder siden. Kronkursen er også lite endret i denne perioden samtidig som den negative samvariasjonen mot den amerikanske dollaren har vært historisk sterk. I våre prognoser om en noe sterkere norsk krone legger vi til grunn at styrken på amerikanske dollar avtar når rentenormaliseringen får fotfeste blant de toneangivende sentralbankene, og at en økende rentedifferanse mot utlandet gir et appresieringspress på kronkursen.

Globalt bakteppe

Hjulene er i ferd med å treffe asfalten

Bedre balanse i arbeidsmarkedene, og videre avtagende inflasjon, åpner for at de store sentralbankene vil begynne å lette på pengepolitikken. Normaliseringen er fortsatt på sporet, om enn noe forsinket. Vi forventer at ESB vil begynne å kutte renten fra juni i år, mens Fed trolig vil vente til september. Den økonomiske aktiviteten vil trolig holde seg nær trenden de neste årene, og dermed forventes kun en moderat økning i arbeidsledigheten. Vi understreker imidlertid at en myk landing ikke er garantert. Inflasjonen er stadig over målet selv om pengepolitikken virker innstrammende. Risikoen knyttet til geopolitiske spenninger og global økonomisk fragmentering vedvarer også.

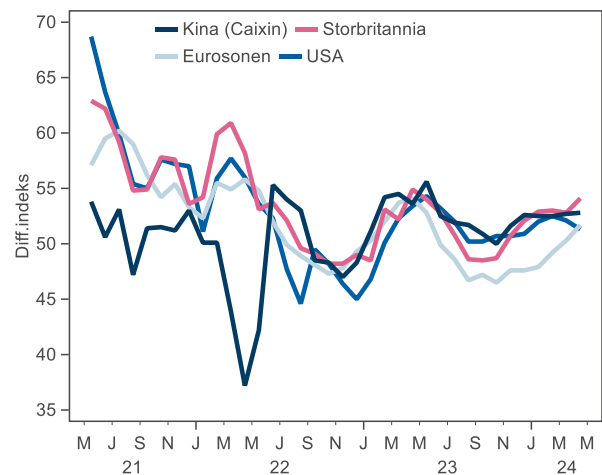
Myk landing

En myk landing har gått fra å være et drømmescenario til å være det dominerende scenarioet. Følgende forhold bidrar til å underbygge denne vurderingen:

- Globale ubalanser løses ytterligere opp, og inflasjonen avtar videre. Arbeidsledigheten er stadig lav, og ventes heller ikke å øke mye fremover.
- Vekst og økonomisk aktivitet holder seg nær trend. Arbeidsmarkedene er bedre balansert, og lønns- og dermed prispresset vil avta videre.
- Gradvis normalisering av pengepolitikken, om enn noe forsinket.

Nyere data bekrefter motstandskraften i den økonomiske aktiviteten. Blant annet ser vi en positiv utvikling i globale PMI-indikatorer for både forventet produksjon og sysselsetting. Et forbedret sentiment blant både bedrifter og forbrukere, sammen med godt forankrede inflasjonsforventninger, har trolig en selvforsterkende effekt. Arbeidsledigheten på begge sider av Atlanteren har også holdt seg nær rekordlave nivåer, samtidig som ubalansen mellom tilbud og etterspørsel av arbeidskraft har fortsatt å bedre seg. Skulle presset i arbeidsmarkedet avta videre, vil også lønnsveksten gjøre det samme. Trolig må ikke ledigheten øke mye for å bringe lønnsveksten ned mot nivåer som er mer i tråd med inflasjonsmålet på sikt.

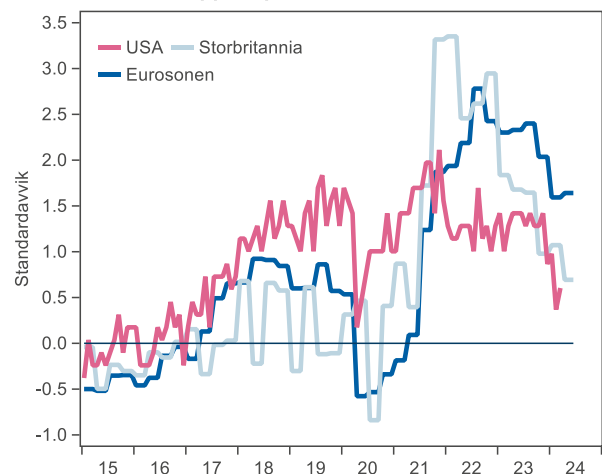
Globalt: PMI-indeks, samlet



Kilde: Bloomberg

Motstandsdyktige økonomier

Indikatorer for knapphet på arbeidskraft



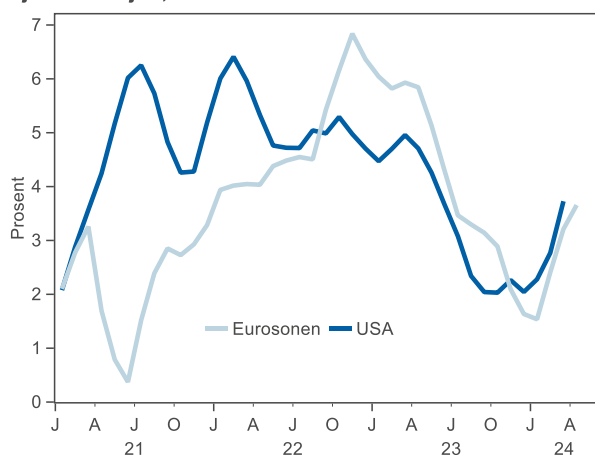
Kilde: Macrobond

Mens selv om denne lønnsdynamikken ser lovende ut, har konsumpristallene så langt i år understreket at det ikke er noen rett linje tilbake til inflasjonsmålet. Selve momentumet i kjerneprisene i både USA og eurosonen, målt som gjennomsnittspriser over de

siste tre månedene, sammenlignet med foregående tremånedersperiode, bærer heller preg av å ta seg mer opp igjen. Men det er ikke dermed sagt at den nedadgående tendensen fortsatt ikke er intakt. De aller siste inflasjonstallene for USA viste heldigvis at veksten i kjerneprisene var mer dempet igjen. Den amerikanske sentralbanken har nettopp understreket at det kommer til å være en del 'bumps in the the road' hva gjelder prisutviklingen. Men det innebærer samtidig at det vil ta noe mer tid å gjenvinne tilliten til at prisveksten i USA er mer varig på vei mot målet igjen.

Påminnelser om at det ikke er noen rett linje tilbake til inflasjonsmålet

Kjerneinflasjon, momentum



Kilder: Macrobond og Handelsbanken
*anm: 3 måneders annualisert rate

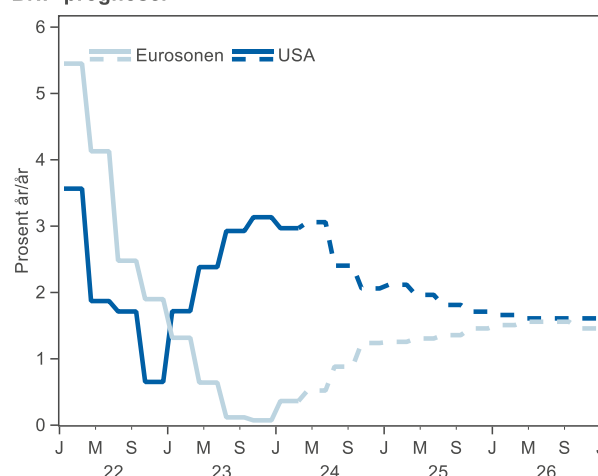
Økt tilbudsside styrker veksten i USA

Eurosonen har i større grad merket effekten av de innstrammende rentene, i den forstand at BNP-tallene har vist en mer stagnerende utvikling. Vi ser dette særlig i fallende boliginvesteringer, økt sparerate og svak vekst i forbruket. Det kan dermed se ut til at kostnadene ved å få ned inflasjonen, har vært større i eurosonen enn i USA. Den amerikanske økonomien har fortsatt å levere sterk vekst, særlig drevet av finanspolitiske stimulanser, i tillegg til at husholdningene bruker mer av sparepengene. Men fra produksjonssiden har den amerikanske økonomien ekspandert som følge av økt arbeidstilbud. Dette er særlig drevet av høy innvandring. Økningen på tilbudssiden så langt er nok en viktig årsak til at BNP-veksten kan være forholdsvis sterk, samtidig som lønns- og prispresset stadig dempes.

Aktivitet nær trend

Vår vurdering er at den samlede ressursutnyttelsen har beveget seg enda mer mot normale nivåer. Dette etter at de post-pandemiske ubalansene toppet seg i 2021. Riktignok er arbeidsmarkedene stadig noe stramme – jmfør indikatorene for knapphet på arbeidskraft – men i eurosonen har dette sitt motstykke i svakere produktivitet, og dermed mer ledig kapasitet i bedriftene. I USA har imidlertid produktiviteten tatt seg mer opp igjen til langsiktig trend, samtidig som balansen mellom tilbud og etterspørsel er bedre enn hva vi foreløpig har sett i eurosonen. Dermed ser også forløpet for veksten litt forskjellig ut for de neste årene. I eurosonen forventer vi at BNP-veksten gradvis vil øke, og være noe over trend i 2025–2026. I motsetning til dette, vil en gradvis rebalansering av den amerikanske økonomien føre til at BNP-veksten gradvis avtar til litt under trend i 2025–2026, som vist i figuren under. For eurosonen venter vi at BNP-veksten vil stige fra 0,8 prosent i år til rundt 1,5 prosent gjennom 2025–25. For USA sin del, ventes veksten å avta fra 2,7 prosent i år til 1,6 prosent mot utgangen av prognoseperioden.

BNP-prognoser



Kilder: Macrobond og Handelsbanken

Kapasitetsutnyttingen normaliseres fremover

Svekket prisingsmakt

Avtagende lønnsvekst vil være en av nøklene til en myk landing fremover; kostnadsveksten dempes, samtidig som bedriftene beholder ansatte. Dermed dempes oppgangen i arbeidsledigheten. Videre ser vi også for oss at lavere profittmarginer vil bidra til å dempe inflasjonen. Dermed vil arbeidstakerne kunne akseptere lavere lønnsøkninger i neste runde,

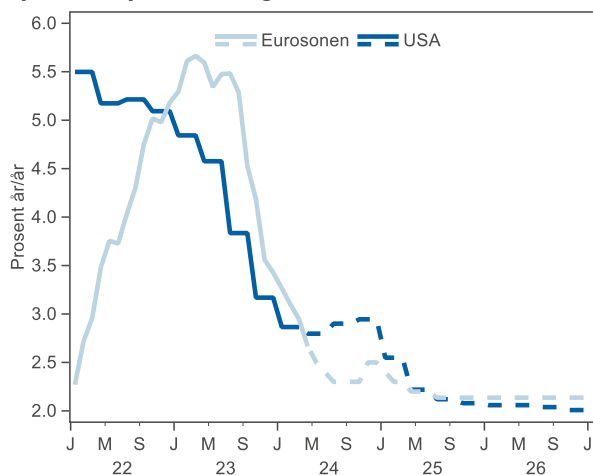
og i sum vil dette ha en positiv, gjensidig effekt i å få prisveksten mer ned.

Lavere lønnsvekst og marginer demper prisveksten

Den siste mila ble uansett litt tyngre

Færre ubalanser i økonomien og arbeidsmarkedene, stadig avtagende kompensasjonskrav, samt press nedover på bedriftenes marginer, tilsier at prisveksten vil kunne fortsette å avta videre mot målet. Slik vi ser det, vil veksten i kjerneprisene i både USA og eurosonen kunne stabilisere seg rundt målet i løpet av første halvdel av neste år. Men vi ser fortsatt ikke bort i fra nye tilbakeslag videre fremover, og erkjenner også at den siste veien ned til inflasjonsmålet ble tyngre og mer usikker enn først antatt.

Kjerneinflasjon, faktisk og forventet



Kilder: Macrobond og Handelsbanken

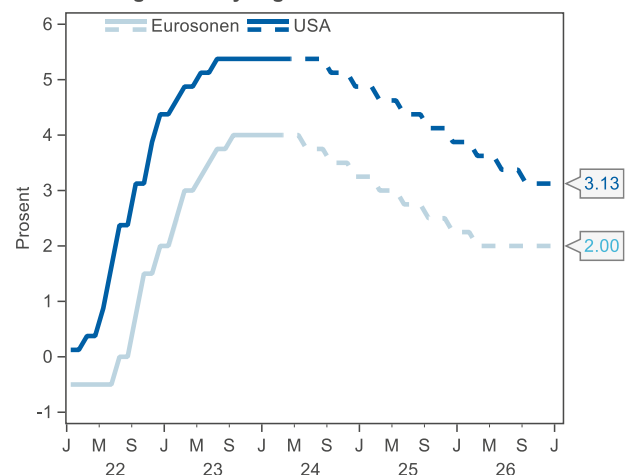
Rentenormaliseringen nærmer seg

Så lenge kjerneinflasjonen forblir over målet, og arbeidsledigheten ikke viser tegn til å skyte raskere fart, vil dette stadig innebære en langsom og forsiktig normalisering av pengepolitikken. Vi forventer at ESB vil sette ned renten fra juni, og ser i alt for oss tre rentekutt i år, til 3,25 prosent ved utgangen av året. Mens Fed trolig vil drøye det til september i år, og vi venter at den amerikanske sentralbanken vil levere kun to rentekutt i løpet av 2024. I så fall vil rentenivået ha tatt seg ned til intervallet 4,75-5,00 prosent innen årsslutt.

ESB kutter renten i juni, men Fed venter til september

Når inflasjonen gradvis nærmer seg målet, støttet av fallende lønnsvekst og noe svakere fortjenestemarginer, vil imidlertid pengepolitikken kunne normaliseres ytterligere. På mer mellomlang sikt vil renteutsiktene være preget av at inflasjonssjokket er mer bak oss, og styringsrentene kan settes videre ned til antatt mer normale nivåer. Vi ser for oss at ESB vil nå en terminalrente på 2,00 prosent ved inngangen til 2026, etter fire kutt i løpet av 2025, og ett kutt helt i starten av 2026. Mens vi forventer at Fed vil ende på et styringsrentenivå på 3,00-3,25 prosent ved utgangen av prognoseperioden. Dette innebærer likevel en senere amerikansk rentenedgang enn anslått til nå. Vi advarer også om at kan se flere tilbakeslag hva gjelder prisutsiktene fremover – herunder større motstandskraft i både økonomien, lønnsdannelsen og bedriftenes prisingsmakt – som vil kunne skyve rentekuttene enda mer ut i tid.

Utsikter for globale styringsrenter



Kilder: Macrobond og Handelsbanken

Marius Gonsholt Hov

marius.gonsholt.hov@handelsbanken.no

Konjunktur, inflasjon og pengepolitikk

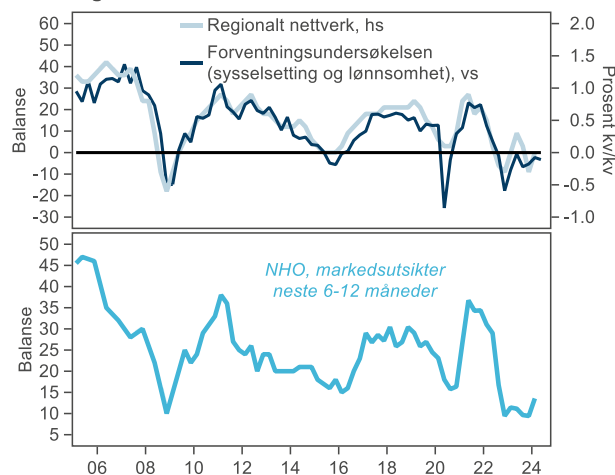
Neppe rentekutt fra Norges Bank før i 2025

Norsk økonomi skrapet nullstreken, men fra riktig side, og arbeidsledigheten vil trolig bare stige svakt i tiden fremover. Det innenlandske prispresset forblir sterkt, ikke minst som følge av stadig høy lønnsvekst, samtidig som produktivetsveksten er svak. Det er også forhold som tyder på at vestlige økonomier, herunder vår egen, tåler de høye rentene bedre enn antatt. Kronekursen er stadig sårbar, og Norges Bank vil trolig måtte drøye det første kuttet til første kvartal neste år.

Dempet nedsiderisiko

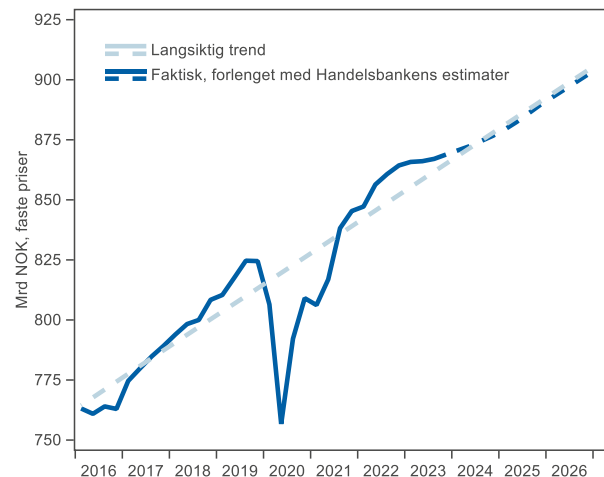
Veksten i norsk økonomi har vært noe sterkere enn ventet gjennom vinteren, og vekstsignalene har også tatt seg noe mer opp igjen. Ifølge kontaktbedriftene i Norges Banks regionale nettverk ligger det nå an til nullvekst, fremfor negativ vekst, i norsk økonomi det nærmeste kvartalet. Medlemsbedriftene i NHO melder også om noe bedre markedsutsikter for de neste 6-12 månedene, selv om signalene fortsatt ligger i negativt territorium. I korte trekk har den dypere pessimismen sluppet mer av taket, og det ser vi også blant særlig utsatte næringer. Ikke minst har varehandelen begynt å se lysere på fremtiden, og på marginen gjelder dette også for bygg- og anlegg, ifølge regionalt nettverk. Sammen med et noe sterkere overheng fra 2023, og noe oppjustert oljepengebruk i revidert nasjonalbudsjett, gjør dette at vi justerer opp BNP-prognosen for i år til 0,8 prosent. Når det er sagt er dette fortsatt godt i underkant av den potensielle veksten i norsk økonomi, og innebærer dermed at kapasitetsutnyttningen avtar videre.

Vekst- og markedsutsikter



Kilder: Macrobond og Handelsbanken

Fastlands-BNP



Kilder: Macrobond og Handelsbanken

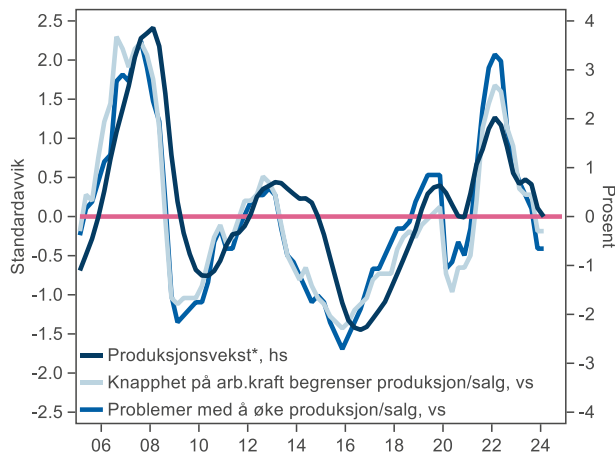
Norsk økonomi 'skrapet nullstreken,' men fra riktig side

Mild lavkonjunktur avløst av ny opptur

Ifølge regionalt nettverk har kapasitetsutnyttningen vært lite endret gjennom årets første kvartal. Men gitt nedgangen i forkant, ligger kapasitetsindikatorerne noe i underkant av sine respektive historisk gjennomsnitt. Mens produksjonsutviklingen i kontaktbedriftene, justert for normal trendmessig utvikling, tyder på at kapasitetsutnyttningen ligger rundt normale nivåer. Ser vi til et vell av arbeidsmarkedsindikatorer, befinner også gjennomsnittsnivået seg noe i overkant av et normalt nivå, se figurene under. Samlet sett bedømmer vi kapasitetsutnyttningen i norsk økonomi til å være nær normalen. Men med fortsatt nokså svake vekstutsikter gjennom 2024, ligger det an til at norsk økonomi nå vil gå inn i en mild lavkonjunktur. Stigende reallønninger, og etter hvert også rentekutt fra Norges Bank – som omtales senere i dette kapitlet – vil imidlertid sørge for å løfte veksten igjen fra 2025. Mot slutten av prognoseperioden venter vi derfor å se at aktiviteten i norsk økonomi vil ha tatt seg tett opp mot et normalt nivå igjen. Fortsatt venter vi også bare en beskjeden økning i

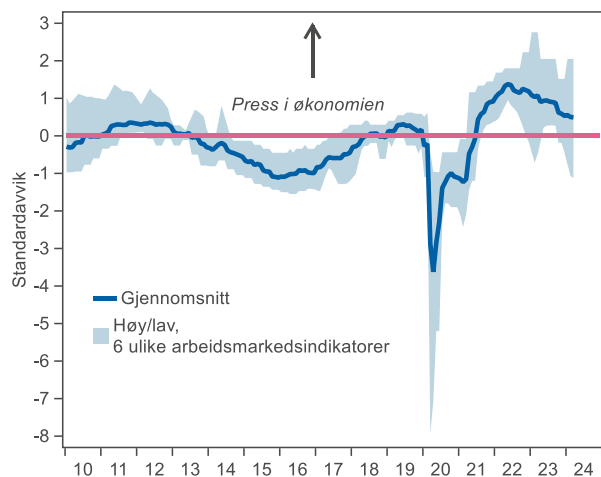
arbeidsledigheten fremover. Vi tror den registrerte arbeidsledigheten, som per i dag ligger rundt 1,9 prosent, vil nå en topp på 2,2 prosent. Dette er rett i underkant av nivåene fra før pandemien.

Regionalt nettverk: Kapasitetsutnyttning



Kilde: Macrobond
*Avvik fra trend (HP-filte), akkumulert

Arbeidsmarkedsindikatorer



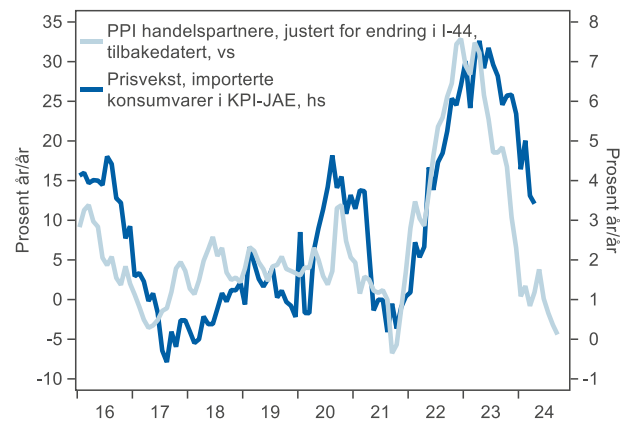
Kilder: Macrobond og Handelsbanken

Stadig gjenstridig inflasjon

Den mindre hyggelige nyheten er at inflasjonsdynamikken fremdeles er for sterk. Vel har årsveksten i KPI-JAE kommet seg videre ned i det siste. Men dette kan i stor grad tilskrives et raskere fall i prisveksten på importerte konsumvarer. Fremover venter vi også å se at de svekkede globale prisimpulsene for konsumvarer vil fortsette å dempe den importerte prisveksten her hjemme. Men prisveksten på norskproduserte varer og tjenester er stadig sterk. Øvrige indikatorer for underliggende inflasjon, som trimmet snitt og vektet median, tegner et bilde av at nedgangen i kjerneinflasjonen har bremset litt opp igjen.

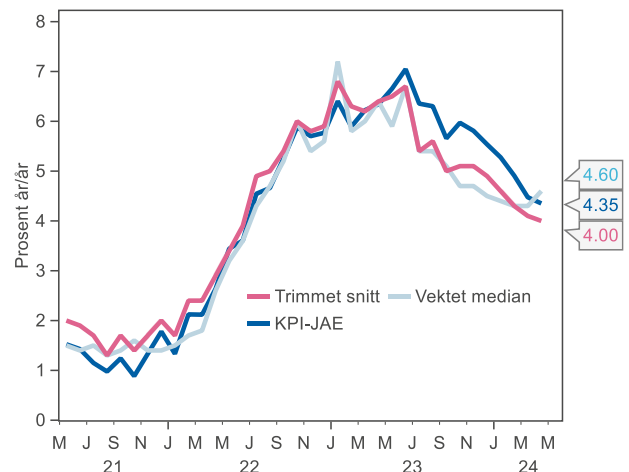
PPI handelspartnere, justert for endring i kronekursen, vs prisvekst importerte konsumvarer i Norge

Eurosonen, USA, Sverige og Storbritannia, importvektet



Kilder: Macrobond og Handelsbanken

Kjerneinflasjon



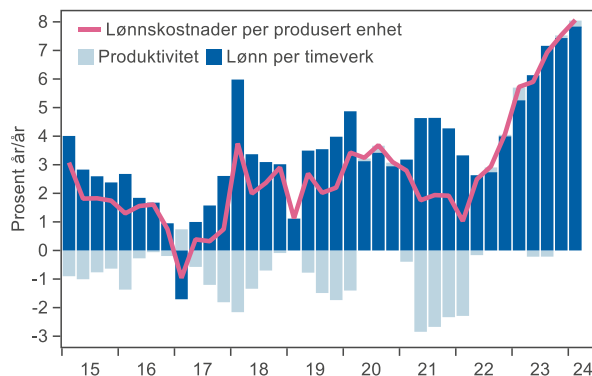
Kilde: Macrobond

Ser vi til drivkreftene, ligger det an til at lønnsveksten i år havner tett opp mot resultatet for fjoråret. Vi legger til grunn at lønnsveksten i år ender på 5,2 prosent, som er helt i tråd med rammen i frontfaget, og bare så vidt ned fra resultatet på 5,3 prosent i fjor. Kombinert med stadig svak produktivitsvekst, vil dette fortsette å gi et sterkt prispress i norsk økonomi, som illustrert i figuren under.

*Det innenlandske prispresset
forblir sterkt*

Vekst i lønnskostnader per produsert enhet, totalt og dekomponert

Glattet 4 kvartaler



Kilde: Macrobond

* Produktiviteten kommer til fradrag i beregningen av lønnskostnadene per produsert enhet

Hva gjelder inflasjonsutsiktene fremover, benytter vi en enkel modell som forklarer prisene ut ifra følgende drivkrefter:

- Produsentprisene blant Norges mest sentrale handelspartnere
- Importveid kronekurs (I-44)
- Lønnsveksten i Norge
- Produktivitetsveksten i privat sektor

De to første forholdene fanger opp (1) de importerte prisimpulsene, når vi også tar hensyn til utviklingen i kronekursen. Mens de to siste punktene fanger opp utviklingen i (2) lønnskostnadene per produsert enhet. Estimeringene viser at gjennomslagene fra disse to størrelsene summerer seg til én, med en fordeling – importert vs. 'norskprodusert inflasjon' – som også er i tråd med de faktiske vektene i konsumprisindeksen.

Modellen føyer godt over tid – rundt $\frac{3}{4}$ av variasjonen i KPI-JAE kan forklares – samtidig som en enkel *out-of-sample* beregning viser at modellen også gir en rimelig god forklaring på den faktiske prisveksten de seneste årene. Men disse beregningene har den åpenbare fordelen at drivkreftene jo er kjent i ettertid. Fremover vil det fortsatt være stor usikkerhet rundt den faktiske utviklingen i de samme drivkreftene; kanskje især kronekursen og timeverksproduktiviteten.

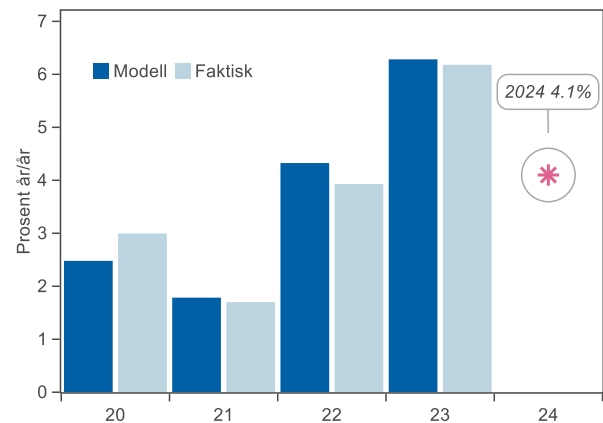
Men går det som vi tror, vil veksten i KPI-JAE avta til 4,1 prosent i år etter 6,2 prosent i fjor, regnet som årgjennomsnitt. Det er lavere enn hva vi har sett for oss så langt, men på mer mellomlang sikt er prognosene for KPI-JAE heller oppjustert. Lønnsveksten er sterkere enn antatt hittil, kronekursen har vært mer under press, og

utviklingen i realøkonomien har dessuten vært noe sterkere enn ventet. Som nettopp gjør det lettere for bedriftene og velte kostnadene over i utsalgsprisene, og dermed forsvare marginene sine. Vi tror stadig ikke at Norges Bank vil kunne nå inflasjonsmålet på mer varig basis i løpet av de nærmeste årene.

KPI-JAE: Faktisk og modellprognose, årstall

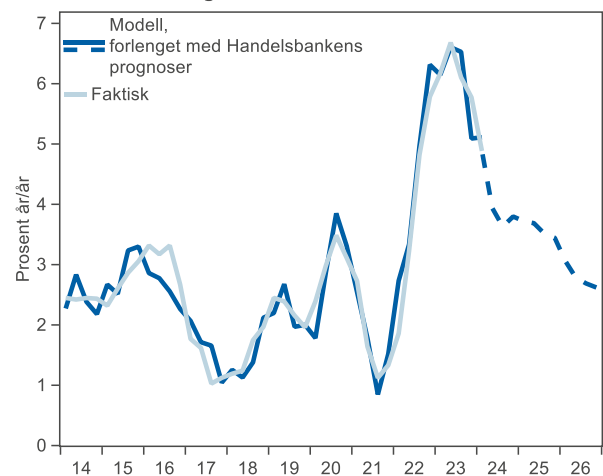
Prognosene for 2020-23 basert på estimeringer t.o.m 4.kv.2019.

Modellen er deretter re-estimert t.o.m 4.kv.2023



Kilder: Macrobond og Handelsbanken

KPI-JAE: Faktisk og forventet



Kilder: Macrobond og Handelsbanken

KPI-JAE ventes å avta til 4,1 prosent i år, regnet som årgjennomsnitt

Høy lønns- og prisvekst = høy rente

Etter eget utsagn har Norges Bank trolig nådd den endelige rentetoppen, og det er også det vi legger til grunn i våre prognoser. Ettersom både kapasitets- og prisveksten tross alt har avtatt videre, er det grunn til å tro at renten er tilstrekkelig høy til at den faktisk 'biter.' Enkle pengepolitiske regler har også

fortsett å gravitere mot dagens faktiske rentenivå, som ytterligere kan underbygge vurderingen av at toppen omsider er nådd for denne gang.

Faktisk og anslått 3 mnds nibor

Kvartalstall, endepunkt



Kilder: Macrobond, Norges Bank og Handelsbanken

Samtidig er det forhold som kan tyde på at renten i neste runde heller ikke skal så mye ned igjen. Det trivielle argumentet først, som er at med stadig høye mellomlangsigte lønns- og prisforventninger, vil styringsrenten også måtte holdes høy for at realrenten skal virke innstrammende nok; gitt også at det tar tid før et innstrammende rentenivå faktisk demper prisveksten. Det andre argumentet er at det er forhold som kan tyde på at det rentenivået som kreves for at det skal bite på realøkonomien og inflasjonen, også er høyere enn tidligere.

Normalrenten kan være høyere enn før

I [pengepolitisk rapport 2/2023](#) skrev Norges Bank en utdypning om anslaget på den såkalte nøytrale realrenten – det rentenivået som verken virker ekspansivt eller kontraktivt på realøkonomien – og endret der ikke sin konklusjon om at den nøytrale reelle pengemarkedsrenten ligger innen intervallet -0,5 til +0,5 prosent. Og har ikke tatt det lenger enn til å erkjenne at vi nå er mer opp mot øvre del av intervallet.

Denne vurderingen, av at de langsigte renteutsiktene kanskje ikke har endret seg for mye etter verken pandemien eller krigen mot Ukraina, er rimelig i tråd med [de kjente estimatene](#) til Laubach-Williams og Holston-Laubach-Williams, som blant annet omtalt i [denne artikkelen i Financial Times](#). Som videre viser til at IMF's april 2023-utgave av [World Economic Outlook](#) også argumenter for at rentene i avanserte økonomier etter hvert vil kunne returnere til før-pandemiske nivåer, så snart den

nåværende perioden med fortsatt for høy inflasjon er mer bak oss. Videre, at den amerikanske sentralbanken heller ikke gjort store endringer i sitt syn. I mars ble [den langsigte styringsrenten anslått til 2,6 prosent](#), som innebærer en langsigte (styrings)realrente rundt kun 0,6 prosent. I hvilken grad verden er strukturelt forandret, avhenger av om hvorvidt samlede investeringer – etterspørselen etter finanskapital – øker eller faller i forhold til sparingen – tilbudet av finanskapital. Det er ikke gitt.¹

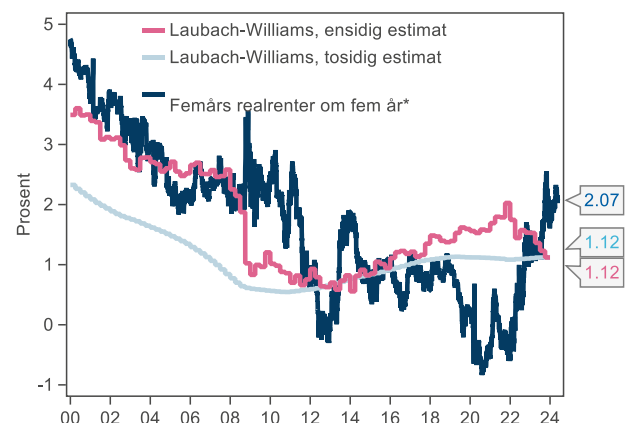
Men sentralbankene er samtidig ydmyke overfor at den nøytrale realrenten er en ikke-observerbar størrelse. Og det er en kjensgjerning at økonomiene har stått bedre mot de høye rentene enn antatt så langt. Dermed kan det heller ikke utelukkes at nivået på den nøytrale realrenten har tatt seg mer opp enn antatt av sentralbankene så langt.

En kryss-sjekk er å se til mer markedsbaserte mål, slik vi har gjort i figuren under. Som vist i figuren, har markedet foretatt en markant oppjustering av synet på den langsigte realrenten i USA. Ettersom Norge er en liten åpen økonomi med frie kapitalbevegelser, vil realrenten også her hjemme over tid reflektere realrentenivået blant våre handelspartnere.

Normalrenten kan være høyere enn antatt av Norges Bank

USA: Anslag på den nøytrale realrenten

Prosent



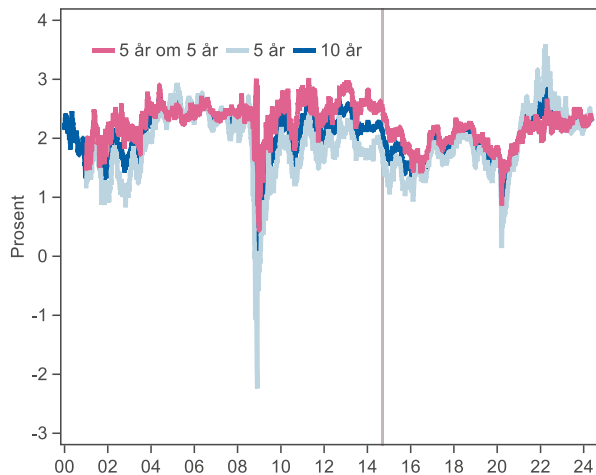
Kilder: Macrobond, Bloomberg, Handelsbanken

*Anm: USD=TIPS

¹ Se Pengepolitisk rapport 2/2023 s.53 for eksempler på forhold som kan trekke i motsatt retning av hverandre, og dermed nøytralisere hverandres effekt på den langsigte normalrenten.

Vi har ikke muligheten til å måle de implisitte realrentene her hjemme på samme måte som i USA, men en enkel tilnærming bør føre oss et stykke på vei. Nemlig observasjonen av at selv om inflasjonen her og nå er plagsomt høy fremdeles, ligger de langsiktige inflasjonsforventningene i USA rundt normale nivåer. Det er heller ingen grunn til å tro at langsiktige inflasjonsforventninger her hjemme ikke gjør det samme; vi har tross alt samme inflasjonsmål, og på lang sikt bør sjokk og forstyrrelser være nøytralisert.

USA: Break-even inflasjon

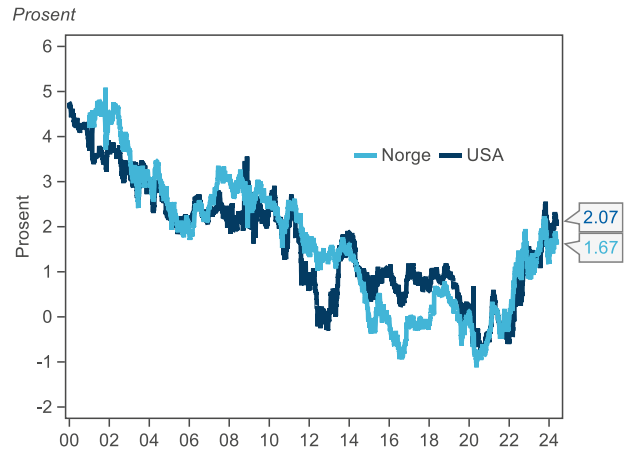


Kilder: Macrobond og Handelsbanken

Legger vi inflasjonsmålet til Norges Bank til grunn, ser vi også en klar samvariasjon med de faktiske og implisitte realrentene i USA. Den videre innsikten ligger i at de implisitte (markedsbaserte) realrentene har fortsatt å ta seg opp; om lag 1 prosentpoeng høyere enn øvre del av det antatte normalrenteintervallet til Norges Bank. Tar vi de markedsbaserte tallene for god fisk, hva gjelder å være en indikator for den nøytrale realrenten, kan de indikere at dagens nominelle styringsrente ikke er så veldig mye høyere enn hva vi normalt skulle forvente over tid.

Når det er sagt er det betydelig usikkerhet forbundet også med de markedsbaserte målene på den nøytrale realrenten. Gitt at de avviker såpass fra de mer modellbaserte estimatene, er vi varsomme med å ta de for god fisk. Kanskje ligger sannheten et sted midt imellom? Det er lite trolig at Norges Bank umiddelbart vil foreta en større oppjustering av syntet på normalrenten. Men det vil samtidig overraske oss om de ikke kommer disse betraktningene noe i møte.

Femårs realrenter om fem år*



Kilder: Macrobond, Bloomberg, Handelsbanken

*Anm: USD=TIPS, NOK= Norges Banks inflasjonsmål

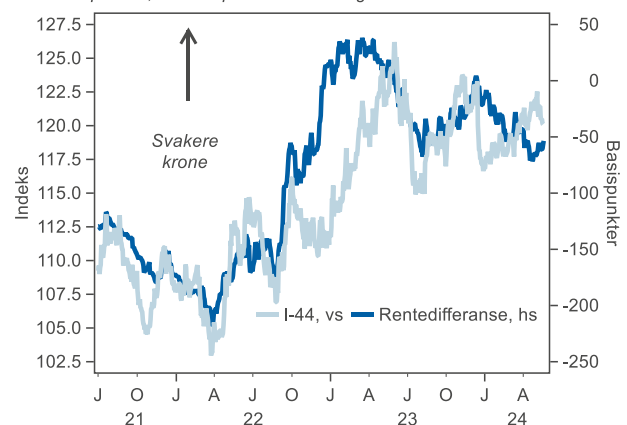
Utsatte rentekutt både ute og hjemme

Vurderingen av at økonomiene ser ut til å tåle de høye rentene bedre enn tidligere antatt, herunder at prispresset særlig i USA har vist seg tyngre å få dempet igjen, gjør at forventningene til et første amerikansk rentekutt nå er flyttet ut til september. Hensynet til den norske kronen, og dens innvirkning på inflasjonen på både kort- og mer mellomlang sikt, tilsier at dette vil fortsette å forsinke rentekuttene også her hjemme.

Kronekursen er stadig sårbar

Norsk krone og rentedifferanse mot utlandet

1-års swaprenter, handelspartnere* vs Norge



Kilder: Macrobond og Handelsbanken

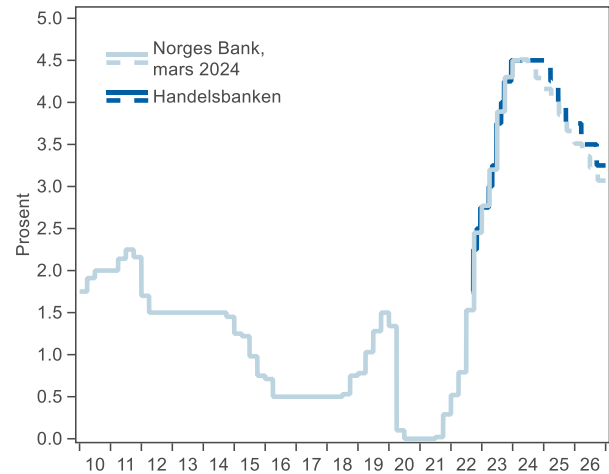
*anm: EUR, SEK, GBP, USD, importvektet

Norges Bank har ikke så mange andre valg enn å holde rentedifferansen høy nok til at dette kan demme opp for et press mot den norske kronen.

Samtidig må dette veies opp mot målsetningen om høy sysselsetting. Men gitt at økonomien ser ut til å tåle de høye rentene mer bedre enn fryktet, har nok Norges Bank denne handlefriheten til å utsette rentenedgangen.

Sentralt i våre oppdaterte prognoser står altså forventningen om at den amerikanske sentralbanken ikke vil kutte renten før i september i år. Skulle dette stå seg, åpnes det nok ikke for kutt fra Norges Bank før tidligst desember i år, som har vært vår prognose hittil. Men summen av faktorer ellers – herunder et dyrt lønnsoppgjør, svak produktivtetsvekst, og en kronkurs som lett havner under mer press – gjør at vi nå tror Norges Bank vil trå enda mer forsiktig, og dermed utsette det første rentekuttet helt til første kvartal neste år. Deretter ser vi for oss kun tre rentekutt gjennom neste år, og to rentekutt i 2026. Styringsrenten ender da på 3,25 prosent i våre prognoser.

Forventninger til Norges Banks styringsrente



Kilder: Norges Bank og Handelsbanken

*Norges Bank vil trolig utsette
det første rentekuttet til
første kvartal 2025*

Marius Gonsholt Hov
marius.gonsholt.hov@handelsbanken.no

Repetisjon av pandemiårene: 20 prosent prisvekst

Den sterke boligprisveksten har fortsatt i 2024, og sesongjustert er boligprisene opp nærmere 3 prosent så langt i år. Vi tror imidlertid at den sterke sesongjusterte boligprisveksten ikke vil fortsette i samme tempo, men heller avta etter sommeren. Samtidig er det mange drivkrefter som presser opp prisene igjen i 2025, før prisveksten avtar i 2026. Alt i alt så innebærer våre prognoser en boligprisvekst på nærmere 20 prosent de neste tre årene.

Sterk start, men normal avslutning på året

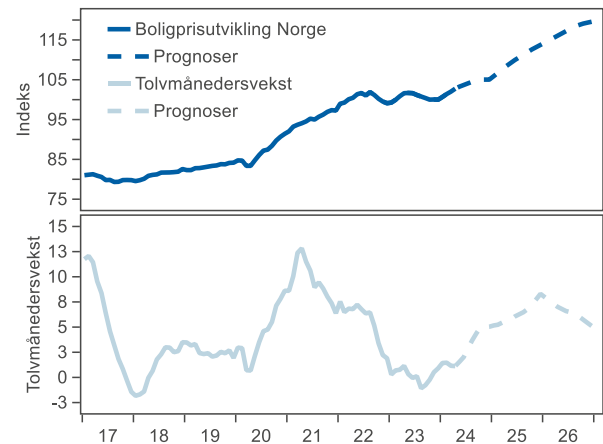
Boligprisveksten har vært svært sterk så langt i år, med en sesongjustert boligprisvekst på 3 prosent. Vi kan vente å se en sesongjustert månedsvekst frem til sommeren, men i løpet av høsten tror vi imidlertid at månedsveksten vil svinge rundt null-streken. Som vi skrev om i vår Eiendomsrapport fra mars, så har optimismen i bruktboligmarkedet tatt seg godt opp så langt i år. NBBL sine undersøkelser viser at flertallet nå venter stigende boligpriser det kommende året, at neste bevegelse i renta blir kutt, og at jobbtrykningen fortsatt er god. Når flertallet venter at boligprisene skal enda mer opp det kommende året, så gir det intensiver til å by desto mer i dag, i frykt av å gå glipp av en saftig verdistigning i fremtiden. Men dersom en god del av den sterke boligprisveksten kommer første halvår i år, så kan vi heller vente at prisutviklingen til høsten blir mer i tråd med normale sesongvariasjoner.

I 2025 er det flere forhold som vi tror vil bidra til å presse opp prisene: både rentekutt fra Norges Bank, en fortsatt høy lønnsvekst, få nye boligbygg på markedet og en eldre befolkning som presser opp prisene i budrunden. Tar vi utgangspunkt i en boligprismodell som hensyntar våre prognoser for endring i inntekt og rente, peker modellen på en boligprisvekst over 20 prosent de neste tre årene. Da har vi heller ikke hensyntatt mangel av nye boliger, som trolig bunner ut i 2026. Vi har oppjustert vår boligprisprognose for i år med 1 prosentpoeng til 5 prosent. Videre har vi langt til grunn at boligprisene stiger med 8,3 prosent i 2025 før prisveksten avtar til 5,1 prosent i 2026, målt som tolv månedersvekst (desember). Alt i alt så innebærer det en boligprisvekst på 20 prosent de neste tre årene, nasjonalt, målt fra desember 2023 til desember 2026.

Vi venter en boligprisvekst i Norge på 20 prosent de neste tre årene

Boligprisutvikling, faktisk og forventet

Indeks, desember 2023 = 100



Kilder: Eiendom Norge, FINN, Eiendomsverdi AS og Handelsbanken

Høy aktivitet

Vårflommen har kommet og det er en god del husholdninger som har behov for å kjøpe og selge bolig. Alle de som vurderte å bytte bolig i fjor, de gjør det nå. Transaksjonsvolumet i april var godt over snittet for en typisk april måned, selv om vi hensyntar at en tidlig påskeferie trolig utsatte flytteplaner fra mars til april. Antall usolgte boliger falt som en stein siden oktober i fjor, men fremover tror vi imidlertid at boliglageret vil øke noe. Det er ikke unormalt at antall usolgte boliger stiger noe mot sommeren, som i neste rekke kan dempe noe av den sterke sesongjusterte boligprisutviklingen ut mot høsten.

I Norge, hvor nærmere 80 prosent av norske husholdninger bor i en selveid bolig, vil det alltid være noen som har behov for å bytte bolig. Som vi skrev om i vår [Eiendomsrapport fra desember](#), så tilsier de demografiske forholdene at aktiviteten i markedet vil holdes oppe de kommende årene. Det er en stor kohort av husholdninger i 50-60 års alderen som på et tidspunkt kan ha et behov for å nedgradere til leilighet. I tillegg det også er en god del folk i 30 års alderen som har et behov for å oppgradere til en større bolig.

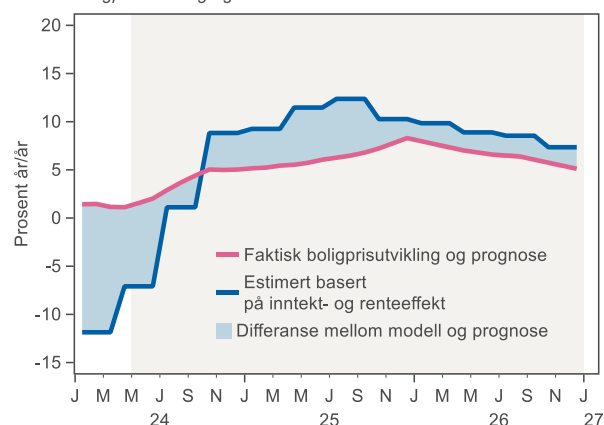
Renteeffekten kom før rentekuttene

Som vi advarte om i vår Eiendomsrapport fra desember, så trodde vi at renteeffekten vil komme til

syne før Norges Bank faktisk begynte å kutte styringsrenten. Samtidig kan vi ikke forvente at renteeffekten kommer dobbelt opp. Dersom vi tar utgangspunkt i en boligprismodell som avhenger av kun rente- og inntektsendringer, estimerer modellen en boligprisvekst på godt over 10 prosent neste år. Men dersom boligprisveksten i år blir høyere enn det fundamentale forhold tilsier, så tror vi heller at boligprisene neste år stiger noe mindre enn det modellen estimerer. Vi venter at boligprisene vil stige med 8,3 prosent neste år, målt som tolv månedersvekst desember mot desember. Det innebærer en uansett rimelig sterk boligprisvekst, selv om vi ikke lander på en tilsvarende sterk boligprisvekst som modellen foreslår.

Faktiske boligpriser og prognoser vs estimert modell

Faktisk boligprisutvikling og estimert



Kilder: Macrobond og Handelsbanken
*anm: Husholdningenes disponible inntekter u/utbytte, før rentekostnader

Lønnsveksten avtar i 2026

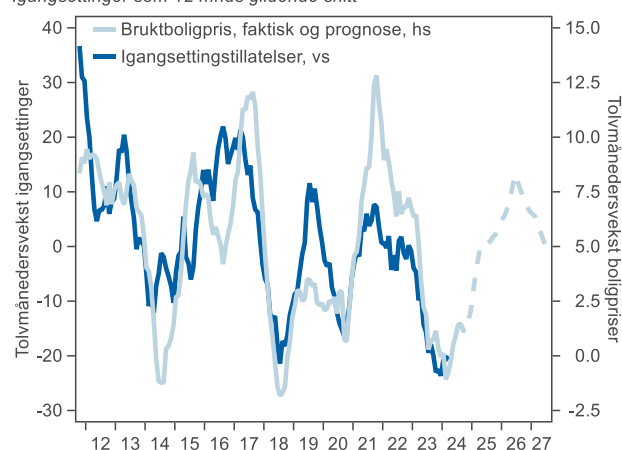
Arbeidsmarkedet holder seg godt, som er en viktig grunnsten for at boligprisene har kunne stige så mye som vi har sett så langt i år. Arbeidsledigheten er fortsatt lav, forhandlingene i frontfaget landet på en lønnsramme på 5,2 prosent, og det etter en tilsvarende sterk lønnsvekst i fjor. I Norge, hvor boliglånsvorskriften er nominell og summen en kan låne av banken avhenger av fem ganger inntekt, så vil en høy lønnsvekst gi økt handlingsrom når en skal by på en bolig. Vi tror imidlertid at lønnsveksten vil avta neste år til 4,2 prosent, og videre i 2026 til 3,7 prosent. Dermed vil ikke boligprisene lengre ute i prognoseperioden få samme drahjelp av inntektsvekst, slik vi kan forvente i år.

Utsikter til økt byggeaktivitet

Boligbyggingen har falt som en stein det siste året. Stigende byggekostnader, fall i salget av nye boliger, økt usikkerhet og svakere utvikling i bruktboligprisene, har vært deler av årsaken til at boligbyggingen har falt så kraftig som vi har sett. Det er imidlertid tegn til bedring i sentimentet. Salget av nye boliger flater ut, men på et lavt nivå, etter å ha falt nærmest hver eneste måned de siste to årene. Sterk utvikling i bruktboligprisene kan gjøre at flere ser seg over til nyboligmarkedet, dersom nybygg blir relativt mindre dyrt sammenlignet med brukt. Som figurene under viser, så er bruktboligprisutviklingen en indikator som kan forklare utviklingen i igangsettingstillatelser.

Bruktboligpriser og igangsettingstillatelser

Igangsettinger som 12 mnds glidende snitt



Kilde: SSB, Eiendom Norge, Finn.no og Eiendomsverdi

Dersom vi får rett, og boligprisveksten blir sterk de kommende årene, så er det rimelig å anta at boligbyggingen etter hvert vil ta seg opp. På sikt kan det øke tilførselen av nye boliger på markedet, men det skjer trolig ikke før ute i 2027, siden dette er prosesser som tar tid.

For å oppsummere:

Vi venter en relativt sterk boligprisvekst de neste tre årene på hele 20 prosent, målt fra desember 2023 til desember 2026. I år tror vi at boligprisene stiger med 5 prosent, etterfulgt av en vekst på 8,3 prosent i 2025, før vi venter at prisveksten avtar til 5,1 prosent i 2026.

Sara Midtgaard

sara.midtgaard@handelsbanken.no

Regionale boligpriser

Sterk boligprisvekst i alle store norske byer

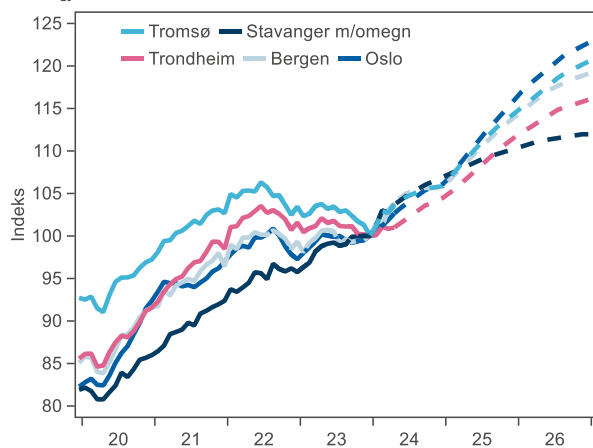
Den sterke boligprisveksten fortsetter i alle de store norske byene. I år så venter vi at boligprisene stiger mest i Stavanger, som et resultat av fortsatt høy aktivitet i petroleumsnæringen, før prisveksten avtar fra neste år. I 2025 og 2026 tror vi på svakest boligprisvekst i Stavanger. Oslo og Tromsø er de to mest rentesensitive byene i Norge og kan dermed få mest medvind av Norges Bank sine rentekutt.

Den sterke boligprisveksten fortsetter

Den sterke boligprisveksten fortsetter i alle de store norske byene, men prisveksten har vært sterkest i Bergen og svakest i Trondheim. Så langt i år har boligprisene i Bergen steget med 3,9 prosent, sesongjustert, så vidt sterkere enn i Stavanger og Tromsø, men en prisvekst på 3,7 prosent. I år så venter vi i utgangspunktet en relativt sterk prisvekst i alle de store norske byene, men sterkest boligprisvekst i Stavanger, målt i tolv månedersvekst fra desember i år mot desember i fjor. Neste år så tror vi imidlertid på svakest boligprisvekst i nettopp Stavanger, som et resultat av at oljeinvesteringene ligger an til å avta fra neste år. I 2025 og 2026 så venter vi sterkest boligprisvekst i Oslo, men også en rimelig sterk prisvekst i Tromsø. Det kommer av at rentekutt vanligvis presser boligprisene mest opp i nettopp disse to byene.

Regionale boligprisindekser, faktisk og anslått utvikling

Sesongjustert, indeks, desember 2023 = 100



Kilder: Eiendom Norge, Finn.no, Eiendomsverdi og Handelsbanken

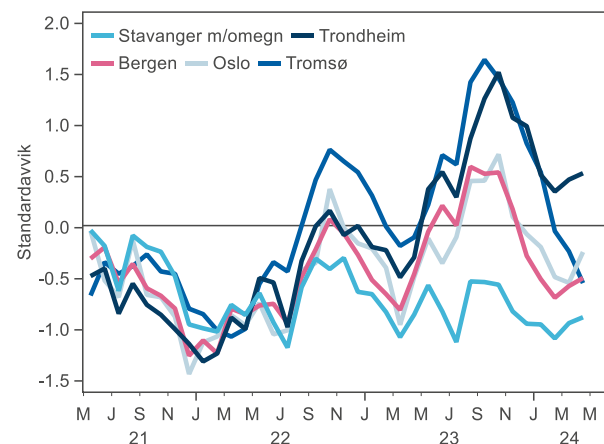
Fortsatt mange usolgte boliger i Trondheim

Det siste halvåret har antall usolgte boliger avtatt i nesten alle de store norske byene, med unntak av en by, nemlig Trondheim. I Trondheim er fortsatt antall usolgte boliger godt over et gjennomsnittlig nivå, se figur til høyre. Dermed er det heller ikke så rart at boligprisveksten i Trondheim har vært svakest

så langt i år, sammenlignet med de andre store norske byene.

Antall usolgte boliger, store norske byer

Standardavvik

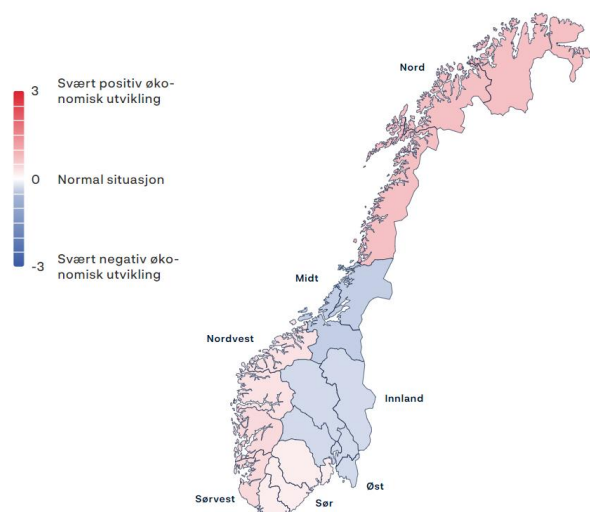


Kilder: Eiendom Norge, Finn.no, Eiendomsverdi og Handelsbanken

Stavanger er på den andre siden av skalaen. De siste tre årene har antall usolgte boliger i Stavanger vært godt under et gjennomsnittsnivå, som også har resultert i en sterk boligprisvekst. Som vi har skrevet om i tidligere analyser, så har oljeinvesteringene bidratt til å opprettholde aktiviteten og dermed en sterk boligprisvekst de siste tre årene – selv med stigende renter. Oljeinvesteringene er imidlertid ventet å falle neste år og videre i 2026. Da tror vi at boligprisveksten følger etter i Stavanger regionen.

Sterk økonomisk aktivitet i nord

Ifølge Norges Bank sin undersøkelse, regionalt nettverk, så svarer kontaktbedriftene at de venter sterkest økonomisk vekst i nord. Det kommer av god utvikling innenfor fiskeindustrien og turistnæringen. En relativt svak kronekurs kan gi medvind for turistnæringen i nord også det kommende året. Tromsø har den laveste registrerte arbeidsledigheten av alle de store norske byene, med en ledighet på 1,4 prosent i april. Lav arbeidsledighet, kombinert med en høy lønnsvekst, gir rom for en sterk boligprisvekst i Tromsø.



Kilde: Norges Bank Regionalt nettverk 1/2024

I tillegg viser våre modeller at boligprisene stiger mest i Tromsø, isolert sett, i perioder med rentekutt. Dersom vi får rett, og Norges Bank faktisk kutter styringsrenten 5 ganger de neste par årene, så vil det stimulere boligprisene mest i nettopp Tromsø. Derfor tror vi på en relativt sterk boligprisvekst i Tromsø de kommende årene.

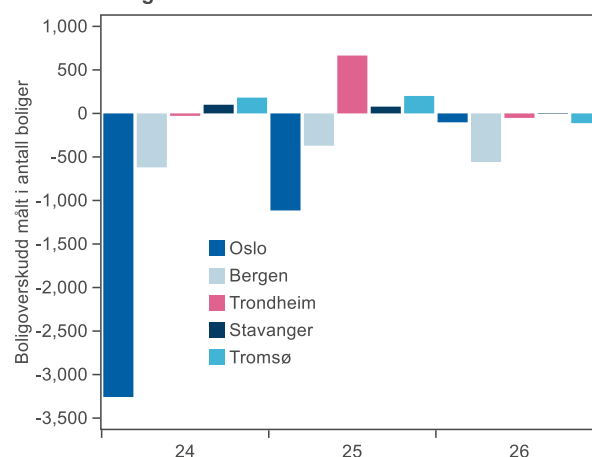
Boligunderskudd i Bergen presser prisene opp

I vår [Konjunkturrapport](#) fra september i fjor, så estimerte vi et boligunderskudd for alle de store norske byene de kommende to årene. I denne rapporten har vi oppdatert estimatene, siden vi nå vet hvor mange igangsettingstillatelser som ble gitt for hver by i fjor og i første kvartal i år. For å lage et estimat for antall igangsettingstillatelser som blir gitt i år, så har vi antatt at byggeaktiviteten i alle byene fortsetter i samme takt som i første kvartal. Når vi gjennomfører denne øvelsen, så finner vi at boligunderskuddet i Oslo avtar frem til 2026, mens boligunderskuddet i Bergen er estimert til rundt 500 boliger hvert år de neste tre årene. Det er et forhold som vi tror vil presse boligprisene opp i Bergen de kommende årene. I utgangspunktet er Bergen en av de minst rentesensitive byene i Norge. Men dersom tilbudssideutfordringene vedvarer, så kan det resultere i sterk prisvekst dersom etterspørselen øker.

På den andre siden av skalaen har vi Trondheim, hvor vi har estimert et boligunderskudd på om lag 600 boliger neste år. I 2023 ble det gitt byggetillatelser for rundt 2100 boliger som vi kan anta er ferdigstilt på markedet neste år, mens den estimerte husholdningsveksten i 2025 er på 1500. Nå skal det sies at 40 prosent av igangsettingene som ble gitt

var studentboliger, men det kan likevel bidra til å dempe noe av prisveksten.

Estimert boligunderskudd*



* Negativ verdi indikerer boligunderskudd, positiv verdi et boligoverskudd. Kilder: Macrobond og Handelsbanken

For å oppsummere: I år venter vi sterk boligprisvekst i alle de store norske byene, men sterkest i Stavanger. Fra neste år, så tror vi på en spesielt sterk utvikling i Oslo og i Tromsø, siden disse to byene er de mest rentesensitive. Selv om boligprisene i Bergen vanligvis responderer minst på rentekutt, av de store norske byene, så tror vi likevel på en sterk prisvekst her. Det kommer av at det blir bygget for få boliger i Bergen, gitt den ventede husholdningsveksten de neste tre årene. Derfor tror vi de fremtidige tilbudssideutfordringene i Bergen vil bidra til å presse boligprisene en god del opp de neste tre årene.

Boligpriser

Snitt mot år	2024	2025	2026
Norge	2,9 %	6,3 %	6,5 %
Oslo	4,4 %	7,5 %	7,6 %
Bergen	4,7 %	5,8 %	6,1 %
Trondheim	1,3 %	5,9 %	5,5 %
Stavanger	5,9 %	4,0 %	2,3 %
Tromsø	1,8 %	6,3 %	6,5 %
Tolvmånedersvekst	2024	2025	2026
Norge	5,0 %	8,3 %	5,1 %
Oslo	6,1 %	9,5 %	5,6 %
Bergen	5,7 %	8,0 %	4,4 %
Trondheim	4,5 %	6,9 %	3,9 %
Stavanger	6,9 %	3,1 %	1,5 %
Tromsø	5,9 %	8,2 %	5,2 %

Sara Midtgaard

sara.midtgaard@handelsbanken.no

Næringseiendom

Sentimentet for kontor viser tegn til bedring

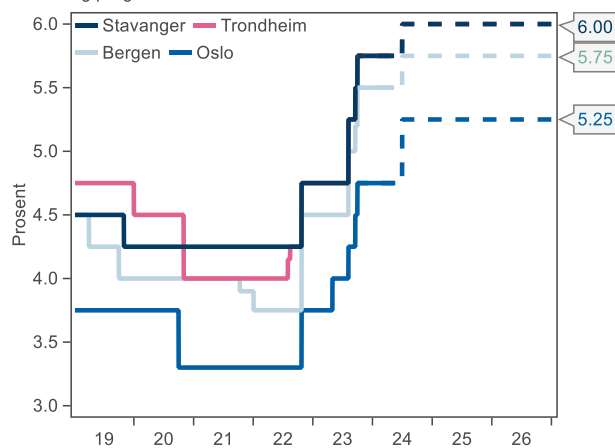
Avkastningskravet har vært uendret siden oktober i fjor, i både Oslo, Bergen, Trondheim og Stavanger. Siden forrige [Eiendomsrapport](#) ble publisert den 20.mars, så har norske swaprenter steget nærmere 15 basispunkter og dermed har yield-gapet minket noe. Vi venter fortsatt at avkastningskravet skal stige videre med 50 punkter i Oslo, og 25 punkter i de andre store norske byene. Sentimentet for utlån til næringseiendom viste imidlertid tegn til bedring i første kvartal og det er utsikter for noe økt transaksjonsvolum i år. Snittleieprisene er uendret siden desember i fjor og vi venter en moderat leieprisvekst i år.

Flat utvikling i verdiene

Avkastningskravet for de store norske byene har stått på stedet hvil helt siden oktober i fjor. I Oslo er avkastningskravet på 4,75 prosent, mens i Trondheim og Stavanger er kravet på 5,75 prosent og i Bergen 5,5 prosent. De siste to månedene har lagre renter steget videre og dermed har risikopåslaget² avtatt ytterligere. Det tror vi vil bidra til å presse avkastningskravet videre opp i løpet av året. Avkastningskravet er allerede oppjustert mer i de andre store norske byene enn i Oslo. Dersom kravet blir videre oppjustert med 50 punkter i Oslo til 5,25 prosent, så vil risikopåslaget være tilbake på et normalt nivå igjen. I de andre store norske byene tror vi imidlertid at kravet øker videre med 25 punkter, før toppen er nådd.

Avkastningskrav for prime, store norske byer

Faktisk og prognoser



Kilder: Akershus Eiendom og Handelsbanken

Selv om Norges Bank begynner å kutte styringsrenten fra neste år av, så tror ikke vi at avkastningskravet vil følge etter med det første. Det ligger an til at normaliseringen vil ta noe tid, og dermed tror ikke vi at lange renter skal så mye mer ned fra dagens nivå. Det vil i så fall holde avkastningskravet oppe ut prognoseperioden.

² Risikopåslaget er her målt som differansen mellom ti-års swaprente og avkastningskravet.

Avkastningskrav for prime-markedet og 10 års swap-rente

Vika/ Aker-brygge



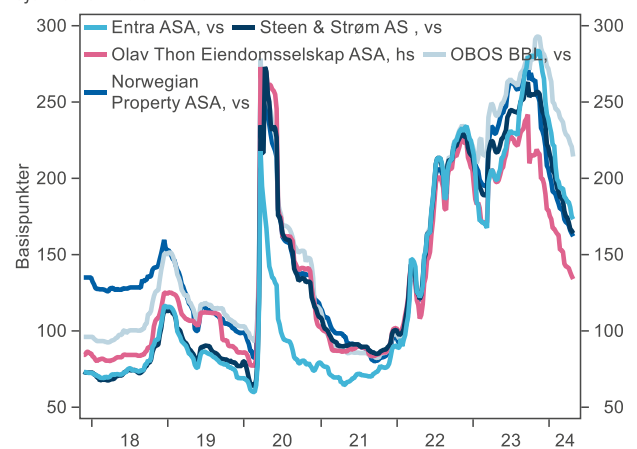
Kilder: Akershus Eiendom, Bloomberg og Handelsbanken

Finansielle forhold letter noe

Sentimentet for utlån til næringseiendom har vist tegn til bedring i første kvartal. I obligasjonsmarkedet har spreadene for norske eiendomsselskap kommet noe mer ned, noe som tyder på at finansielle forhold er i ferd med å bedres noe.

Spreader norske eiendomsselskaper

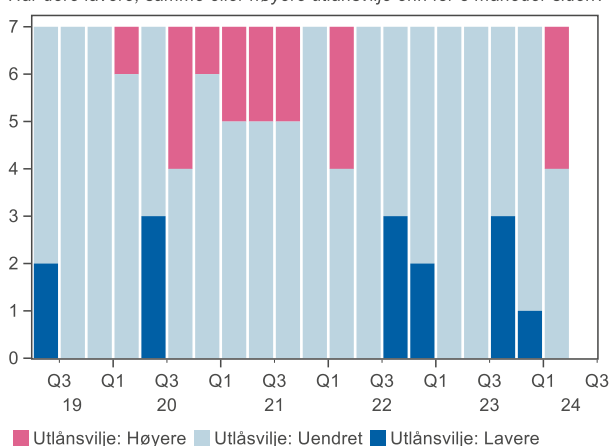
Gjennomsnitt 5 år



Kilde: Handelsbanken

UNION Bankundersøkelse

Har dere lavere, samme eller høyere utlånsvilje enn for 3 måneder siden?



Kilde: UNION

Ifølge UNION sin utlånsundersøkelse, så har bankene sin utlånsvilje for næringseiendom økt i første kvartal: Om lag halvparten av bankene venter økt utlånsvilje, mens andre halvparten venter uendret utlånspraksis. Det er de mest optimistiske målingene på to år, hvor bankene tidligere har rapportert lavere eller uendret utlånspraksis. Dersom foretakene opplever at det er lettere å få tak i finansiering, i både bank- og i obligasjonsmarkedet, så kan det bidra til å øke transaksjonsvolumet noe i år.

Leieprisene flater ut på et høyt nivå

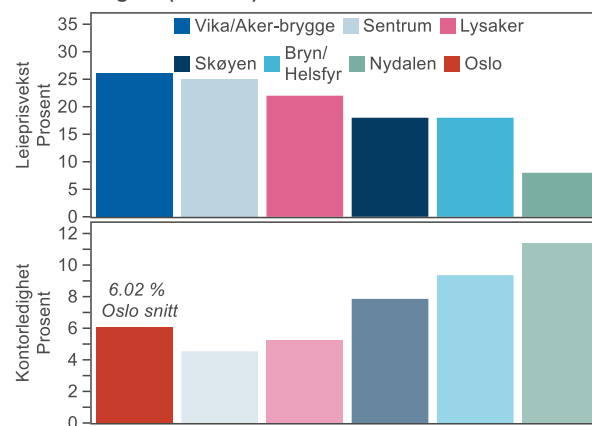
Leieprisene i alle de store norske byene flater ut, etter to år med sterk vekst. Ifølge Akershus Eiendom var leieprisene i alle de norske byene tilsvarende ved utgangen av mars, som i desember i fjor. Sterk leieprisvekst de siste to årene har dempet et større verdifall. Men nå ser det ut til at den sterke leieprisveksten er over. Fremover så venter vi imidlertid en mager vekst i snittleieprisene som et resultat av at sysselsetningsveksten avtar, men noe ulik utvikling på tvers av byer og bydeler.

La oss starte med Oslo: Kontorledigheten er fortsatt lav i sentrumsnære strøk, men ledigheten har tatt seg opp i de mindre sentrale bydelene. I Oslo CDB er kontorledigheten nede på 3 prosent, mens i Oslo ytre øst er ledigheten oppe på 7,4 prosent, ifølge tall fra Newsec. Dermed venter vi noe høyere snittleieprisvekst for sentrumsnære bygg, enn for kontorbygg som ligger i Oslos randsone.

Av de store norske byene, vil videre vekst i petroleumsinvesteringene i år fortsatt sørge for en mer positiv sysselsetningsvekst i Stavanger, og dermed leieprisvekst. Fra neste år så ligger det an til

at petroleumsinvesteringene vil falle og videre inn i 2026. Dermed tror vi leieprisveksten i nettopp 2025 og 2026 blir begrenset i Stavanger-området. Kontorledigheten er høyest i Bergen, sammenlignet med de andre byene, og dermed venter vi svakest snittleieprisvekst i Bergen i år.

Snittleiepris Oslo bydeler, vekst siste to år* (øverst) og kontorledighet (nederst)



* Snittleieprisvekst i perioden 31. desember 2021 til 31. desember 2023
Kilde: Akershus Eiendom

Prognosene er ikke endret fra sist rapport

Alt i alt så holder vi fortsatt på våre prognoser fra sist Eiendomsrapport som ble publisert i mars. Vi venter at avkastningskravet skal noe mer opp i løpet av året, og forblir uendret i 2025 og i 2026 i alle de store norske byene. Det innebærer at verdibunnen snart er nådd, før vi igjen kan øyne verdistigning fra 2025.

Avkastningskrav*	2024	2025	2026
Oslo	5,25 %	5,25 %	5,25 %
Trondheim	6,00 %	6,00 %	6,00 %
Stavanger	6,00 %	6,00 %	6,00 %
Bergen	5,75 %	5,75 %	5,75 %
Leieprisvekst*	2024	2025	2026
Oslo	3,2 %	3,8 %	5,0 %
Trondheim	3,3 %	3,9 %	5,0 %
Stavanger	6,9 %	1,3 %	1,0 %
Bergen	2,1 %	2,1 %	2,0 %

*Leiepris målt som firekvartalersvekst og avkastningskrav ved utgangen av året.

Sara Midtgaard

sara.midtgaard@handelsbanken.no

Renter

Tregere normalisering av norske renter

Normaliseringen av styringsrentene blant noen av våre handelspartnere er påbegynt og vi venter at denne prosessen vil fortsette ut hele prognosehorisonten til utløpet av 2026. Nivået på globale renter har trolig nådd toppen og det samme kan sies om nivået på norske lange markedsrenter. Vår forventning om en såkalt myk landing innebærer at sentralbankene i økende grad vil basere sine forventninger til inflasjonen og innretningen i pengepolitikken på kapasitetsutnyttelsen og nivået på den nøytrale renten. Vi tror at den norske rentekurven vil gå fra å være invertert til positiv, men først fra 2026. Dermed vil den største endringen i våre renteprognoser være i den korte enden, mens nivået på lange renter vil bare gradvis avta.

Normalisering av styringsrenter

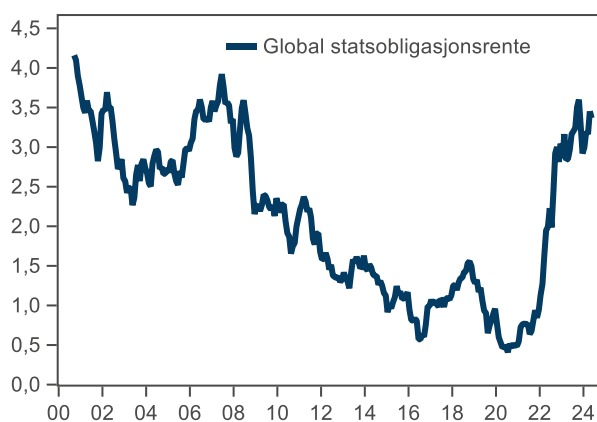
I løpet av 2024 forventer vi at ESB vil kutte tre ganger til 3,25, fra juni, og at Fed vil kutte to ganger til 4,75-5,00, fra og med september. Når inflasjonen etter hvert nærmer seg målet, venter vi at neste års pengepolitikk i økende grad vil bli styrt av utsiktene for inflasjonen basert på anslag på ressursutnyttelsen og den mellomlangsigte nøytrale renten. Det betyr at renten settes ned for å unngå at inflasjonen faller under målet, i stedet for å være betinget av visse utfall for priser og lønninger. Vi venter at ESB vil nå terminalrenten på 2,00 prosent i begynnelsen av 2026. Vi venter at Fed vil levere henholdsvis fire og tre kutt i årene 2025-26 før styringsrenten ender opp i intervallet 3,00-3,25 prosent.

Globale lange renter har nådd toppen

Avkastningskurvene forblir inverterte (høyere korte renter vs. lange renter), noe som gjenspeiler markedets forventninger om at sentralbankene vil kutte renten.

Global statsobligasjonsrente

Effektiv rente. Prosent: 3,37. Tid til forfall: 9,17 år



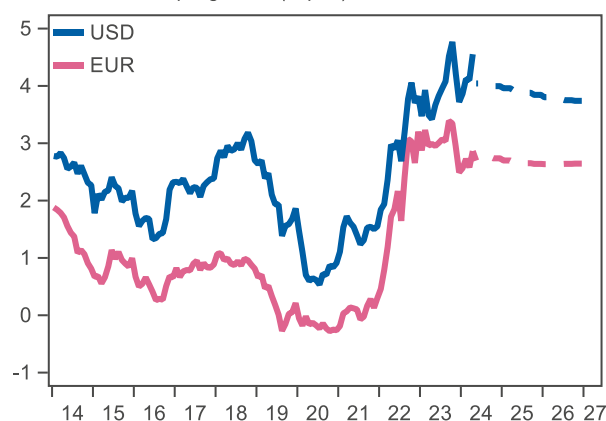
Kilder: Macrobond og Bloomberg

Siden desember har imidlertid de langsiktige statsobligasjonsrentene steget med nesten 0,5

prosentpoeng, særlig som følge av høyere inflasjon enn ventet i USA. Dette illustrerer i stor grad at selv om en såkalt myk landing er vårt hovedbilde, er inflasjonen fremdeles for høy og normaliseringen (Riksbanken) har bare så vidt begynt. Geopolitiske spenninger og mer fragmenterte markeder er i tillegg vedvarende faktorer som kan utfordre vårt hovedsyn. Markedsprisingen av statsobligasjoner har vært volatil siden sommeren i fjor. Dagens markedsprising av de kortsiktige styringsrentene i EUR og USD er om lag som vår referanseprognose. Samtidig mener vi at prisingen av styringsrentene på mellomlang og lengre sikt overvurderer den nøytrale styringsrenten. Dette innebærer at nivået på lengre obligasjonsrenter handles over «fair» nivåer etter vår vurdering, og vi forventer en reprising ettersom disinflasjonen fortsetter.

10-års swaprenter, USD og EUR

Handelsbankens prognoser (stiplet). Prosent



Kilder: Macrobond og Bloomberg

To fartsgrenser i rentesettingen...

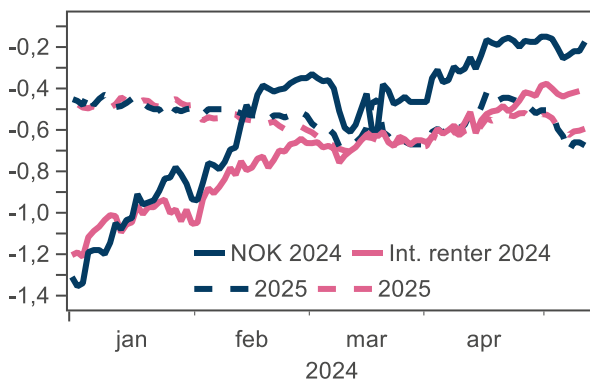
I rentemarkedet for norske kroner har forventningene til utviklingen i den norske styringsrenten toppet ut rundt 4,50 prosent i løpet av vårparten. En ørliten sannsynlighet for at styringsrenten kan bli satt videre opp har likevel vært tilstede. Årsaken til denne marginale

sannsynligheten er trolig knyttet til svingninger i kronekursen, som er mer utførlig dekket i valutakapitlet.

Mens det har vært en gradvis brems i antall rentekutt i internasjonale styringsrenter har det nesten stoppet helt opp i Norge for inneværende år. Vi ser samtidig at svingningene har vært større i norske renter relativt til de internasjonale noe som underbygges av både usikkerheten ute, men kanskje i enda større grad av forhold knyttet til kronekursen, norsk inflasjon og til sist Norges Banks tempo i normaliseringen av den norske styringsrenten.

Norske og internasjonale renteforventninger

Endringer i 3mnd pengemarkedsrenter, slutt 2024 og 2025. Prosentpoeng



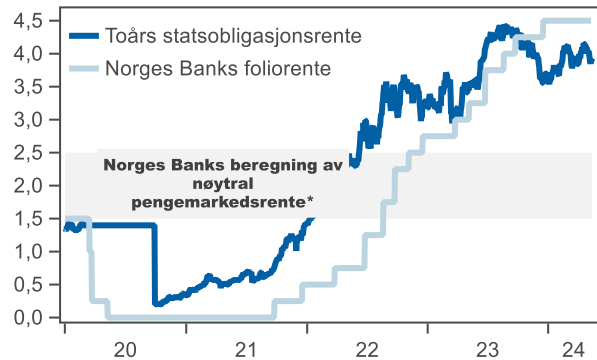
Kilder: Macrobond og Bloomberg

...gir tregere normalisering her hjemme

Nivået på den norske styringsrenten, i likhet med internasjonale styringsrenter, er nå antatt å være innstrammende for den økonomiske aktiviteten og på sikt bidra til at inflasjonen tar seg ned mot målet på 2 prosent. Dette er også rentemarkedets vurdering, og renten på norsk toårs statsobligasjon er om lag 60 basispunkter lavere (3,9 prosent) enn dagens styringsrente på 4,5 prosent. Som omtalt i forrige avsnitt (se graf over) er det ventet om lag dobbelt så stor nedgang i nivået på pengemarkedsrenten ute som hjemme i 2024. Ved utløpet av 2026 er derimot det aggregerte fallet i nivået på internasjonale renter og norske renter ganske sammenfallende, på om lag 1,2 prosentpoeng. Nivået på det som er tilnærmet mellomlang sikt er fremdeles langt over det som er antatt å være en nøytral norsk pengemarkedsrente.

Norge: Toårs statsobligasjonsrente vs. styringsrenten

Intervall: Norges Banks beregning av nøytral pengemarkedsrente. Prosent



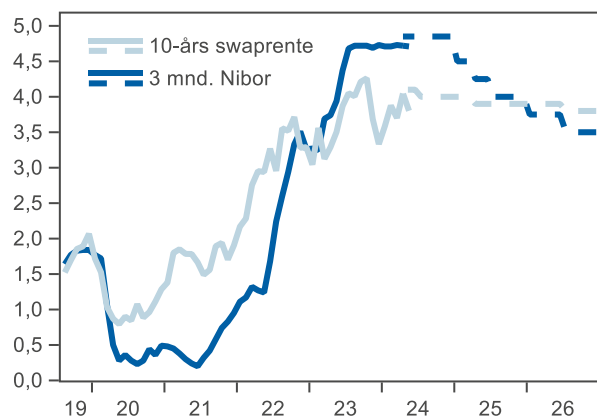
Kilder: Macrobond og Bloomberg

Lavere Nibor-påslag i 2025

Skulle anbefalingene til arbeidsgruppen bestående av deltakere fra Finansdepartementet og Norges Bank bli gjennomført, innebærer dette en markert økning av den strukturelle likviditeten i det norske banksystemet fra 2025³. Vår forventning er at den strukturelle likviditeten vil øke, og innebærer at vi fra 2025 legger til grunn en pengemarkedspremie på 25 basispunkter over styringsrenten, sammenlignet med 35 basispunkter ut 2024. Videre i våre prognoser legger vi til grunn at nedgangen i den lange enden av den norske rentekurven vil bli gradvis, men også begrenset. Rentekurven vil gå fra å være invertert til positiv, men først fra 2026. Ved utløpet av prognosehorisonten ser vi for oss at den norske tiårige swaprenten vil ligge rundt et nivå på 3,8 prosent.

Svakt fallende lange renter

Handelsbankens prognoser (stiplet). Prosent



Kilder: Macrobond og Bloomberg

Nils Kristian Knudsen
nils.knudsen@handelsbanken.no

³ Arbeidsgruppe for statens transaksjoner og pengemarkedet, 27. mars 2024.

Valuta

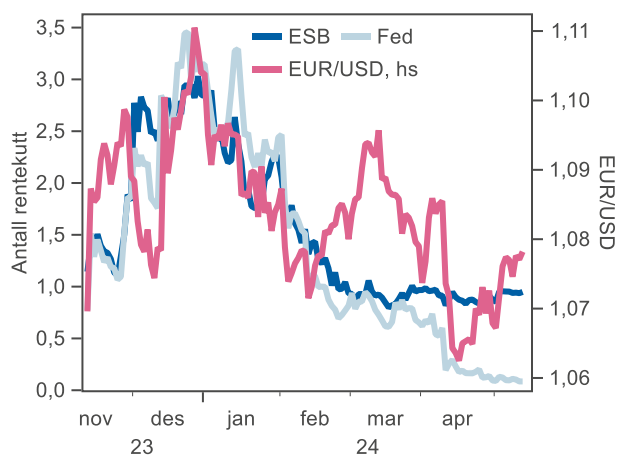
Rentenormalisering kan gi sterkere kronekurs

Mens markedsforventningene om en resesjon i USA har vært avtakende, og mer konsistent med ingen eller en myk landing, har den amerikanske dollaren holdt på styrken sammenlignet med for 6 måneder siden. Kronekursen er også lite endret i denne perioden samtidig som den negative samvariasjonen mot den amerikanske dollaren har vært historisk sterk. I våre prognoser om en noe sterkere norsk krone legger vi til grunn at styrken på amerikanske dollar avtar når rentenormaliseringen får fotfeste blant de toneangivende sentralbankene, og at en økende rentedifferanse mot utlandet gir et appresieringspress på kronekursen.

Sterk USD frem til rentenormalisering...

Så langt i 2024 har den amerikanske dollaren i gjennomsnitt ligget rundt 1,08-nivået mot den felleseuropeiske valutaen. Nivået har dermed ikke endret seg mye sammenlignet med gjennomsnittet helt siden 2023. Mens forventningene til amerikansk vekst og inflasjon i 2024 har tatt seg markert opp de siste månedene, er forventningene til vekst og inflasjon i eurosonen lite endret. Som en konsekvens av denne divergensen har tidspunktet for det første rentekuttet fra Fed blitt skjøvet ut i tid. I eurosonen har derimot forventningene til at det første rentekuttet kommer i juni vært priset i rentemarkedet helt siden midten av februar.

ESB og FED: forventninger til rentekutt i juni

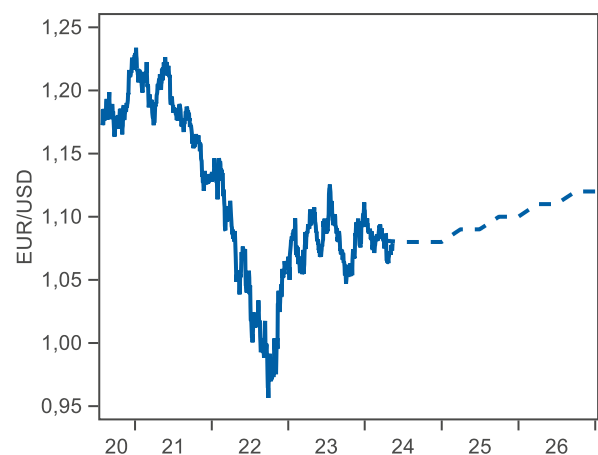


Kilder: Macrobond og Bloomberg

Usikkerheten rundt tidspunktet for det første rentekuttet i USA har så langt ikke vært til hinder for et positivt sentiment i finansmarkedene. Den amerikanske dollaren har derimot styrket seg noe, men ikke utover nivået som har vært gjennomsnittet siden starten av 2023. De finansielle forholdene er fortsatt støttende for vekst, noe som gjenspeiles i god utvikling i aksjemarkedet parallelt med forventninger i obligasjonsmarkedet om lavere renter, inngang i kredittpåslag og lettelser i bankenes kredittforhold.

Vår forventning til at den amerikanske dollaren vil gradvis depreciere er i vesentlig grad basert på at normaliseringen av pengepolitikken vil bli et dominerende tema i finansmarkedene de neste årene, og at bremsen fra en sterk amerikansk dollar i den globale økonomien vil avta i styrke. Vårt hovedscenario er bygget rundt at verken geopolitiske spenninger eller geøkonomisk fragmentering forbedres eller forverres. Et plausibelt risikoscenario er hvis Donald Trump skulle komme tilbake som president i USA. Økte handelsbarrierer, spesielt på kinesiske produkter, kan eskalere til en handelskonflikt mellom de største økonomiene i verden. Dette kan sende den globale økonomien inn i en resesjon hvor volatiliteten i finansmarkedene kan stige bratt, med et tilsvarende fall i risikoappetitten. På kort sikt kan et slikt scenario medføre en bred styrking av den amerikanske dollaren som blir ansett å være den dominerende tilfluktsvalutaen i urolige tider.

USD svekkes i perioden 2024-2026



Kilder: Macrobond og Bloomberg

... og USD-dominansen vil trolig avta

Finansmarkedene har i løpet av denne våren i økende grad tatt innover seg at rentepolitikken blant de store sentralbankene ikke blir synkron. Denne divergensen har så langt bidratt til en viss styrking av den amerikanske dollaren, ettersom det første rentekuttet i USA drøyer ut i tid. Den sterke relative

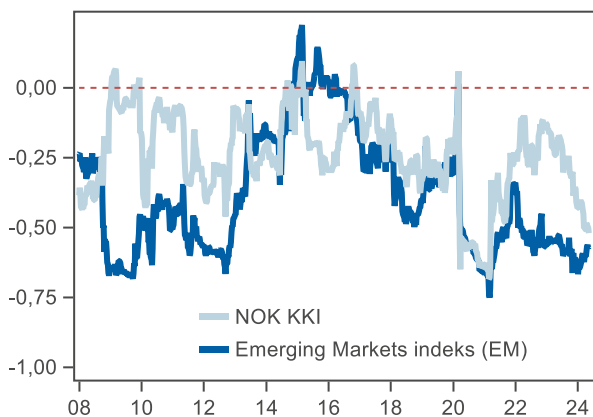
BNP-veksten i USA, drevet av ekspansiv finanspolitikk og lav historisk sparing blant husholdningene (høy etterspørsel) er nå i ferd med å avta. Våre forventninger er dermed at vekstpremien, som har vært en viktig faktor bak den sterke amerikanske dollaren, ikke vil understøtte den sterke utviklingen i dollaren i samme grad siden 2023. Vår forventning er at veksten i amerikansk økonomi vil ta seg ned til under trend i årene 2025 og 2026, og at den amerikanske dollaren vil svekke seg gradvis i denne perioden.

Temaer i valutamarkedet og norsk krone

Temaer i valutamarkedet er i konstant endring, men endrer seg ikke nødvendigvis kun «over natten» i form av uventede hendelser eller såkalte sjokk. Siden 2023 har mindre og lite likvide valutaer svekket seg mot den amerikanske dollaren. Som vist i figuren under har USD-dominansen vært historisk sterk (sett bort i fra mars 2020) mot den norske krona, men også mot en valutakurv bestående av fremvoksende økonomier.

Negativ samvariasjon mot amerikanske dollar

Korrelasjonskoeffisient (52-ukers rullerende) vs USD

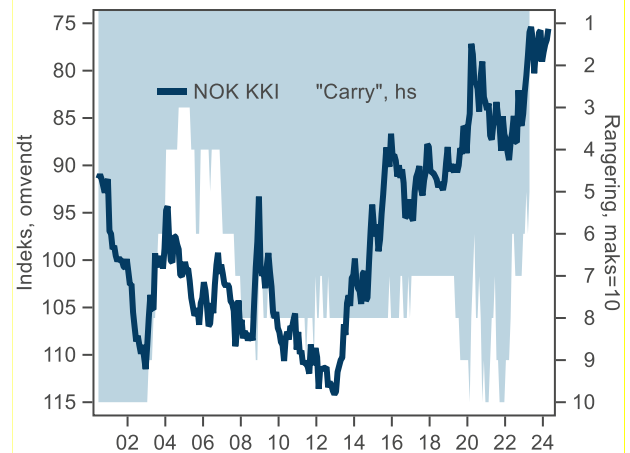


Kilder: Macrobond og Bloomberg

Vår vurdering av de fremtidige temaene i valutamarkedet peker mot en dreining i retning av at relative rentedifferanser vil gjøre seg mer gjeldende for valutakursutviklingen, ettersom rentepolitikken vil sprike mer. For den norske kronen vil det kunne slå positivt ut. Norges Banks renteplaner havner i kategorien som en av de mest «haukaktige» blant våre største handelspartnere. I praksis innebærer dette at aktørene i valutamarkedet kjøper norske kroner mot enkeltvalutaer, eller en kurv av valutaer, med en forventet positiv avkastning. I grafen under ser vi at rangeringen av den norske kronen sammenlignet med 9 andre valutaer har trendet svakere siden 2016, samtidig som kronekursen har svekket seg. Vår forventning er at det norske rentenivået vil øke relativt til våre største handelspartnere, og dermed bidra til en gradvis

appresiering av krona frem mot utløpet av prognosehorisonten.

Norsk krone og "carry"-plassering

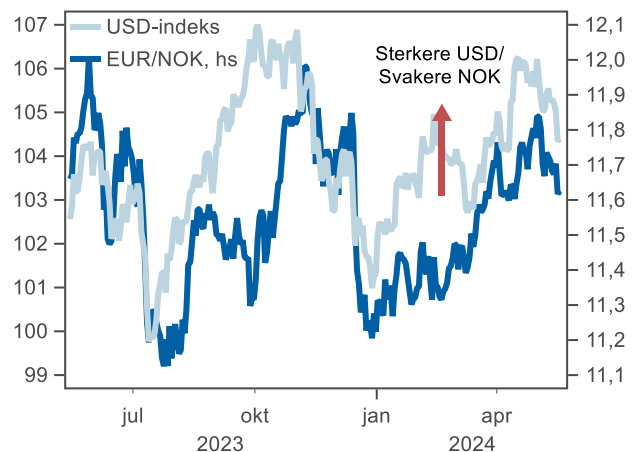


Kilder: Macrobond og Bloomberg

Risikofaktorer til valutakursprognosen

Innenlandske faktorer som relativ høy prisvekst og god aktivitet i norske økonomi taler nå for at vi blir liggende i etterkant av de toneangivende sentralbankene i rentenormaliseringen. En uventet nedgang i pris- og/eller aktivitetsnivået som innebærer en reprising (lavere) av norske renter vil trolig innebære et fall i kronekursen, i alle fall på kort sikt.

USD-indeks og EUR/NOK



Kilder: Macrobond og Bloomberg

Av internasjonale faktorer er det nærliggende å trekke frem et uventet oppsving i inflasjonen (særlig i USA) som medfører et «higher for longer» narrativ som sår tvil om at rentene kan settes ned i det tempoet som nå er forventet. Det vil trolig gi en sterkere amerikansk dollar, og legge lokk på vår forventning om en gradvis appresiering av krona ut prognosehorisonten i 2026.

Nils Kristian Knudsen
nils.knudsen@handelsbanken.no

Nøkkeltall

Handelsbankens prognoser

Makroprognoser

	2023	2024	2025	2026
BNP, Fastlands-Norge	1.1	0.8	1.2	1.5
Husholdningenes konsum	-0.5	1.2	2.3	2.4
Sysselsetting	1.3	0.5	0.5	0.6
Arbeidsledighet*	1.8	2.0	2.2	2.2
Årslønnsvekst	5.3	5.2	4.3	3.7
Reallønnsvekst	-0.2	1.4	1.2	1.0
KPI	5.5	3.8	3.1	2.7
KPI-JAE	6.2	4.1	3.6	2.8
Boligpriser**	0.2	2.9	6.3	6.5

* Prosent av arbeidsstyrken (NAV)

** Årsgjennomsnitt

Kilde: Handelsbanken

Renteprognoser

	16. mai. 2024	2. kv. 2024	3. kv. 2024	Slutt 2024	Slutt 2025	Slutt 2026
Norges Banks folio	4.50	4.50	4.50	4.50	3.75	3.25
3 mnd NIBOR	4.70	4.85	4.85	4.85	4.00	3.50
10 år norsk stat	3.67	3.90	3.80	3.80	3.70	3.60
10års norsk swap	3.81	4.10	4.00	4.00	3.90	3.80

Kilde: Handelsbanken

Valutaprognoser

	16. mai. 2024	2. kv. 2024	3. kv. 2024	Slutt 2024	Slutt 2025	Slutt 2026
EUR/NOK	11.63	11.70	11.60	11.50	11.15	10.95
EUR/USD	1.09	1.08	1.08	1.08	1.10	1.12
USD/NOK	10.70	10.83	10.74	10.65	10.14	9.78
CHF/NOK	11.82	11.94	11.84	11.50	10.93	10.53
USD/JPY	155	152.00	147.00	143.00	137.00	134.00
JPY/NOK	6.89	7.13	7.31	7.45	7.40	7.30
EUR/SEK	11.64	11.65	11.50	11.35	10.90	10.60
SEK/NOK	1.00	1.00	1.01	1.01	1.02	1.03
GBP/NOK	13.55	13.76	13.65	13.53	13.12	12.88

Kilde: Handelsbanken

Fraskrivelseserklæring for analyse

Risikovarsel

Alle investeringer innebærer risiko, og investorer oppfordres til å ta sine egne avgjørelser om hensiktsmessigheten av en investering i de verdipapirer som det refereres til i denne rapporten, basert på deres spesifikke investeringsmål, økonomiske stilling og risikotoleranse. Den historiske avkastningen til et finansielt instrument er ikke en garanti for fremtidig avkastning. Verdien av finansielle instrumenter kan stige eller falle, og det er ikke sikkert du får tilbake den kapitalen du har investert. Noen ganger kan den forventede totalavkastningen falle utenfor de ovenfor angitte intervaller på grunn av prisbevegelser og/eller volatilitet. Slike midlertidige avvik fra spesifiserte områder vil være tillatt, men vil bli gjenstand for vurdering av Research Management.

Fraskrivelseserklæringer for analyse

Svenska Handelsbanken AB (publ) (heretter referert til som 'SHB'), er ansvarlig for utarbeidelsen av analyserapporter. SHB reguleres av Finansinspektionen i Sverige, Finanstilsynet i Norge og Finanssivalvonta i Finland. Alle analyserapporter er basert på informasjon fra handel og statistikkjenester og annen informasjon som SHB anser som pålitelig. SHB har ikke uavhengig verifisert slik informasjon.

Verken SHB eller tilknyttede selskaper, tjenestemenn, direktører eller ansatte vil være ansvarlig overfor noen person for eventuelle direkte, indirekte og spesielle tap eller følgeskader som skyldes bruk av informasjonen i analyserapportene, inkludert, men ikke begrenset til, tapt fortjeneste selv om SHB er uttrykkelig informert om muligheten eller sannsynligheten for slike skader

Synspunktene i analyserapporter fra SHB er meningene til ansatte i SHB og dets tilknyttede selskaper og gjenspeiler nøyaktig de personlige synspunktene til de respektive analytikere på denne datoen og kan endres. Det kan ikke gis noen garanti for at fremtidige hendelser vil være i samsvar med slike meninger. Hver analytiker som er identifisert i denne analyserapporten, bekrefter også at betraktningene som inngår her, og som er tilskrevet en analytiker, reflekterer hans eller hennes individuelle betraktninger av selskapene eller verdipapirene som er nevnt i denne analyserapporten. Denne analyserapporten inneholder ikke, og forsøker ikke å, inneholde alt materiale som kan sies om selskapet eller selskapene beskrevet her. For mer informasjon om vår forskningsmetodikk, vennligst klikk deg inn på <https://reon.researchonline.se/desc/disclaimers>.

Analyserapporter fra SHB er kun ment for informasjonsformål. Informasjonen i analyserapportene utgjør ikke en personlig anbefaling eller personlige investeringsråd, og slike rapporter eller meninger bør ikke være grunnlaget for å ta investerings- eller strategiske beslutninger. Dette dokumentet utgjør ikke helt eller delvis noe tilbud om salg eller tegning av eller oppfordring til et tilbud om å kjøpe eller tegne verdipapirer, og det skal heller ikke helt eller delvis danne grunnlaget for eller stoles på i forbindelse med noen kontrakt eller forpliktelse overhodet. Tidligere resultater kan kanskje ikke oppnås på nytt og må ikke anses som en indikasjon på fremtidige resultater. Verdien på investeringer og inntekten fra dem kan gå både opp og ned, og investorer kan miste all opprinnelig investert beløp. Investorer er ikke garantert å tjene på investeringer og kan tape penger. Valutakurser kan forårsake at verdien på utenlandske investeringer og inntektene fra dem stiger eller synker. Dette analyseproduktet vil bli oppdatert med jevne mellomrom.

Ingen deler av SHBs analyserapporter kan reproduseres eller distribueres til andre personer uten skriftlig forhåndssamtykke fra SHB. Distribusjonen av dette dokumentet kan være underlagt juridiske begrensninger i visse jurisdiksjoner. Personer som kommer i besittelse av dette dokumentet må skaffe seg opplysninger om og følge slike restriksjoner.

Denne rapporten dekker ikke juridiske eller skattemessige aspekter vedrørende utsteders planlagte eller eksisterende gjeldsforpliktelser.

Vær oppmerksom på følgende viktige opplysningserklæringer vedrørende analyse:

Ansatte i SHB, inkludert analytikere, får kompensasjon som genereres av foretakets samlede lønnsomhet. Analytikerkompensasjon er ikke basert på tjenester spesifikt knyttet til finansielle aktiviteter (en. Corporate Finance) eller tjenester i gjeldskapitalmarkeder. Ingen del av analytikernes kompensasjon har vært, er eller vil være direkte eller indirekte relatert til spesifikke anbefalinger eller synspunkter uttrykt i analyserapporter.

Fra tid til annen kan SHB og/eller dets tilknyttede selskaper tilby investeringsbanktjenester og andre tjenester, inkludert forretningsbanktjenester og verdipapirrådgivning, til selskapene nevnt i vår analyse.

Vi kan fungere som rådgiver og/eller megler for selskapene som er nevnt i vår analyse. SHB kan også yte tilretteleggeroppdrag til disse selskapene.

Vi kjøper og selger verdipapirer som er nevnt i vår analyse fra kunder på regulær basis. Følgelig kan vi når som helst ha en lang eller kort posisjon i slike verdipapirer. Vi kan også lage et marked for verdipapirene til selskapene nevnt i denne rapporten. [Ytterligere informasjon og relevante erklæringer finnes i våre analyserapporter.] SHB, dets tilknyttede selskaper, deres kunder, ledere, direktører eller ansatte kan eie eller ha posisjoner i verdipapirer nevnt i analyserapporter.

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

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

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

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

Ved distribusjon i Storbritannia

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

Enhver person som ikke er en relevant person kan ikke gjøre bruk av denne analyserapporten.

Britiske kunder bør merke seg at verken UK Financial Services Compensation Scheme for investeringsvirksomhet eller reglene til Financial Conduct Authority laget i henhold til UK Financial Services and Markets Act 2000 (som endret) for beskyttelse av privatkunder gjelder for denne analyserapporten og følgelig vil ikke britiske kunder være beskyttet av denne ordningen.

Ved distribusjon i USA

Viktige tredjeparts-analyseerklæringer:

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

forhold til HMSI som vil påvirke innholdet i SHB-analyserapporter. SHB tar alle beslutninger om analyseinnholdet uten påvirkning fra HMSI. SHB-analyserapporter for distribusjon i USA er bare ment for «store institusjonelle investorer i USA», som definert i regel 15a-6 i Securities Exchange Act fra 1934. Hver store institusjonelle investor i USA som mottar en kopi av en analyserapport, samtykker til ikke å distribuere eller gi analyserapportene til andre personer. Alle personer i USA som mottar en SHB-analyserapport, og som ønsker å handle i noen av egenkapitalinstrumentene som er omtalt i denne rapporten, bør ringe eller skrive til HMSI. HMSI er medlem av FINRA, telefonnummer (+1-212-326-5153).

Macro Research

Macro Research

Christina Nyman	Head of Macro Research and Chief Economist	+46 101 877 351	Norway	Marius Gonsholt Hov	Chief Economist, Norway	+47 22 39 73 40
Helena Bornevall	Deputy Head of Macro Research	+46 101 872 183		Nils Kristian Knudsen	Senior Strategist, FX/FI	+47 22 82 30 10
Claes Måhlén	Chief Strategist	+46 101 876 983		Sara Midtgaard	Senior Economist	+47 90 71 74 14
Johan Löf	Head of Forecasting	+46 101 871 218				
Sweden			UK	James Sproule	Chief Economist, UK	+44 7812 4861 87
Charlotte Asgermyr	Chief FI Strategist	+46 101 870 887		Daniel Mahoney	Senior Economist	+44 7890 3043 77
Anders Bergvall	Senior Economist	+46 101 870 491				
Camila Da Souza Albistur	Data Scientist	+46 101 873 361	Finland			
Martin Nilsson	Economist	+46 722 218 325		Timo Hirvonen	Chief Economist, Finland	+358 10 444 2404
Tommy von Brömsen	FX Strategist	+46 722 218 316				
Magnus Lindskog	Senior Economist	+46 101 877 811				
Anton Solberg	Junior Economist	+46 101 879 512				

Debt Capital Markets

Charlotte Wilson	Head of Debt Capital Markets	+46 8 701 22 45
Anders Holmlund	Head of Corporate Bonds	+46 8 463 34 56

Sales

Fixed Income Sales/Syndication

Thomas Grandin +46 8 463 45 83

FX Sales

Martin Persson +46 8 463 45 14

Risk advisory and cash management

the Netherlands

Kristiaan Buter +31 20 412 76 94

Sweden

Petter Holm +46 70 215 84 62

Finland

Mika Rämänen +358 10 444 62 20

UK

Chris Yoxall +44 207 578 86 20

Norway

Petter Fjellheim +47 22 82 30 29

Svenska Handelsbanken AB (publ)

Stockholm

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

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