

Makroanalyse

Eiendomsrapport

20. mars 2024



Utsiktene for eiendomsmarkedet i 2024-2026

Norges Bank har fortsatt svært god tid; neppe rentekutt før i desember
Langsommere normalisering av pengepolitikken gir oppjusterte langrenter
Likevel er bruktboligmarkedet preget av betydelig optimisme
Også innen næringseiendom øyner vi nå verdistigning igjen fra 2025

Innhold

Utsiktene for eiendomsmarkedet i 2024-2026	3
Norges Bank har fortsatt svært god tid	4
Langsommere normalisering mot et høyere nivå	10
Vi venter sterk boligprisvekst i hovedstaden.....	16
Rom for verdiøkning neste år.....	18
Nøkkeltall	21
Fraskrivelseserklæring for analyse	22

Sammendrag

Utsiktene for eiendomsmarkedet i 2024-2026

Nedsiderisikoen i norsk økonomi er mer dempet. Samtidig har kjerneinflasjonen falt markant fra toppen. Men den er stadig altfor høy. Trolig får vi også et kostbart lønnsoppgjør, kronekursen er under nytt press, og forventningene til rentekutt blant Norges handelspartnere er skjøvet mer ut i tid. Dette gjør at rentenedgangen også her hjemme blir ytterligere utsatt. Vi tror nå ikke på noe rentekutt fra Norges Bank før helt mot slutten av dette året. En langsommere normalisering av styringsrentene, mot et høyere nivå enn tidligere antatt, gjør at vi også oppjusterer prognosen for lange swaprenter. Likevel er det optimisme som preger bruktboligmarkedet. I 2025 kan vi vente å se en boligmangel, som resultat av lav boligbygging i 2023. Derfor tror vi på en «rekyl» i 2025, i takt med at renten settes mer ned. Ser vi til markedet for næringseiendom, mener vi at det er rom for noe verdiøkning fra neste år. Avkastningskravet har blitt oppjustert for alle de store norske byene. Men vi tror toppen nås i år. Dersom snittleieprisene stiger ut prognoseperioden, gir dette rom for svak verdiøkning i 2025 og 2026

Norges Bank kutter ikke renta før i desember

Kjerneinflasjonen har falt betydelig raskere enn ventet, og i prinsippet åpner dette opp for tidligere rentekutt fra Norges Bank. Men slik vi ser det, er det flere grunner til at rentekuttene likevel vil drøye. Kostnadsveksten er stadig høy, kronekursen er stadig under press, og utsiktene til internasjonale rentekutt er tonet betydelig ned. Ferske tall og undersøkelser understreker også at nedsiderisikoen for norsk økonomi nå er redusert. I våre oppdaterte renteprognoser tror vi ikke på rentekutt før i desember.

Langsommere normalisering mot et høyere nivå

Forventningene til at toppnivået for styringsrenten var nådd i Norge og blant våre største handelspartnere ble nådd tidlig i tredje kvartal i fjor. Forventningene i utviklede markeder til rentekutt i løpet av det neste halvåret tiltok først fra midten av det påfølgende kvartalet og litt inn i 2024. I etterkant har derimot den mye omtalte resesjonsfrykten i amerikanske økonomi avtatt, og satt et tydelig avtrykk i rentemarkedene i form av en langsommere normalisering av styringsrenter mot et høyere nivå. Vår forventning til den 10-årige norske swaprenten er da også oppjustert med 20 basispunkter, til 3,5 prosent, mot utløpet av 2026.

Optimisme preger bruktboligmarkedet

Bruktboligåret 2024 har startet sterkt med en nominell boligprisvekst på hele 5 prosent så langt i år, og 1,4 prosent sesongjustert. Vi tror bruktboligprisene vil fortsette å stige noe mer enn normalt ut våren, slik at boligprisene desember i år er 4 prosent høyere enn desember i fjor. Antall usolgte boliger har avtatt og er tilbake på et mer

normal nivå, i tillegg har optimisme i bruktboligmarkedet tatt seg godt opp. I 2025 kan vi vente å se en boligmangel, som et resultat av lav boligbygging i 2023. Derfor tror vi på en «rekyl» i 2025, før boligprisveksten avtar i 2026.

Vi venter sterk boligprisvekst i hovedstaden

Det har vært et usedvanlig stort sprik i de regionale bruktboligprisene gjennom 2023, men i år venter vi boligprisvekst i alle de store norske byene. Vi tror på spesielt sterk vekst i Stavanger, Tromsø og Oslo i år, men neste år tror vi at alle byene får en relativt sterk prisvekst med unntak av Stavanger. Vi tror boligprisveksten i Stavanger vil avta neste år, og videre inn i 2026, grunnet oljeinvesteringene som er ventet å falle i disse årene. I Oslo venter vi en sterk prisvekst gjennom hele prognoseperioden på 20 prosent, fra start til slutt.

Rom for verdiøkning i næringseiendom neste år

Avkastningskravet har blitt oppjustert med 100 punkter det siste året i både Oslo, Bergen, Trondheim og Stavanger. I fjor høst falt rentene tungt, men siden årsskiftet har imidlertid norske swaprenter steget med nærmere 40 punkter. Vi tror avkastningskravet blir oppjustert noe mer i år før toppen er endelig nådd. Etter et treigt transaksjonsmarked i fjor, venter vi økt transaksjonsvolum i år. Leieprisvekst har bidratt til å dempe en god del av verdifallet, men de neste 3 årene venter vi en mer moderat snittleieprisvekst.

Utsikter for vekst, inflasjon og Norges Banks styringsrente

Norges Bank har fortsatt svært god tid

Kjerneinflasjonen har falt betydelig raskere enn ventet, og i prinsippet åpner dette opp for tidligere rentekutt fra Norges Bank. Men slik vi ser det, er det flere grunner til at rentekuttene likevel vil drøye. Kostnadsveksten er stadig høy, kronekursen er stadig under press, og utsiktene til internasjonale rentekutt er tonet betydelig ned. Ferske tall og undersøkelser understreker også at nedsiderisikoen for norsk økonomi nå er redusert. I våre oppdaterte renteprogner tror vi ikke på rentekutt før i desember.

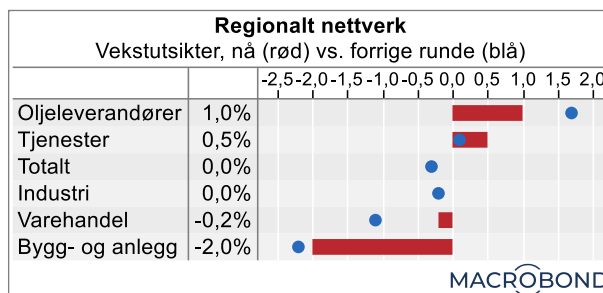
Dempet nedsiderisiko for norsk økonomi

Veksten i Fastlands-Norge er ikke sprek, men har fortsatt å holde seg på riktig side av nullstreken. Det er også flere forhold som tyder på at nedsiderisikoen nå er noe mer dempet. På marginen har nemlig forventningene til både lønnsomhet og sysselsetting tatt seg opp for de neste 12 månedene, ifølge kontaktbedriftene i Norges Banks Forventningsundersøkelse. Riktignok melder medlemsbedriftene i NHO om fortsatt negative markedsutsikter for de neste 6-12 månedene. Men også her har pessimismen avtatt noe siden forrige runde. Det hele harmonerer godt med den ferske oppdateringen fra kontaktbedriftene i Norges Banks regionale nettverk. Hvor produksjonsforventningene for det neste kvartalet nå er oppjustert til nullvekst, mot -0,3 prosent i forrige runde. Fortsatt er det store bransjevise forskjeller. Men vi merker oss at med unntak av oljeleverandørindustrien – som lenge har hatt svært positive utsikter – har nå samtlige bransjer foretatt en oppjustering av egne produksjonsutsikter. Vi noterer oss spesielt at utsiktene nå er klart mindre negative for varehandelen. Men også aktørene innen bygg- og anlegg, som er de som har fått merke rentøkningene aller hardest, er på marginen litt mindre pessimistiske nå.

Vekstutsikter for norsk økonomi



Kilder: Macrobond og Handelsbanken



Sannsynligheten for et mer markant tilbakeslag er redusert; arbeidsmarkedet holder seg sterkt

Arbeidsmarkedet har også vist seg noe sterkere enn antatt. For det første har den registrerte ledighetsraten holdt seg helt i ro på 1,9 prosent (sesongjustert) helt siden august i fjor. Dette er fortsatt et svært lavt nivå – til sammenligning lå ledigheten rundt 2,2-2,3 prosent i forkant av pandemien – og yrkesdeltagelsen er fortsatt høy. Samtidig har de harde sysselsettingstallene vist tegn til ny vekst over de siste månedene, og antall nye stillinger er videre opp fra bunnen igjen. Foreløpig er det altså ingen røde flagg som tyder på en bråere svekkelse av arbeidsmarkedet, snarere tvert imot. Kontaktbedriftene i regionalt nettverk venter også at sysselsettingen vil ta seg opp med moderate 0,1 prosent de neste tre månedene, som er tilsvarende veksten i inneværende kvartal. Igjen er dette noe oppjustert fra forrige runde, og illustrerer nettopp at nedsiderisikoen for norsk økonomi er tonet mer ned.

Syssetting og nye stillinger

Sesongjusterte månedstall



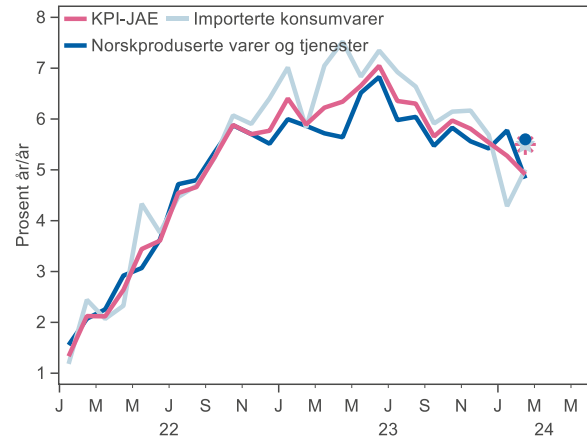
Kilder: Macrobond og Handelsbanken

Slik vi nå bedømmer utsiktene, ser det ut til at Fastlands-BNP vil kunne stige noe mer enn hva både vi og Norges Bank har lagt til grunn i 2024. Alt annet like trekker det renteutsiktene opp.¹

Positive inflasjonsnyheter, men...

Kjerneinflasjonen, målt ved KPI-JAE, har tatt seg raskere ned i det siste. I februar ble prisveksten målt til 4,9 prosent, som var markant ned fra 5,3 prosent i januar. Dette var klart lavere enn ventet av oss og konsensus (5,3 prosent), og desto lavere enn antatt av Norges Bank (5,5 prosent). Særlig matvareprisene bidro betydelig til nedgangen i februar. Blant øvrige underkomponenter var det noe mer blandet, men netto bidro også disse komponentene til å dempe prisveksten i februar. I alt var det et betydelig fall i prisveksten for norskproduserte varer og tjenester i februar. For importerte konsumvarer viste imidlertid tallene en liten oppgang igjen. Men dette er midlertidig. Som vist i figuren under er de importerte prisimpulsene klart avtagende, noe som vil komme mer til syne i pristallene her hjemme de neste 3-6 månedene.

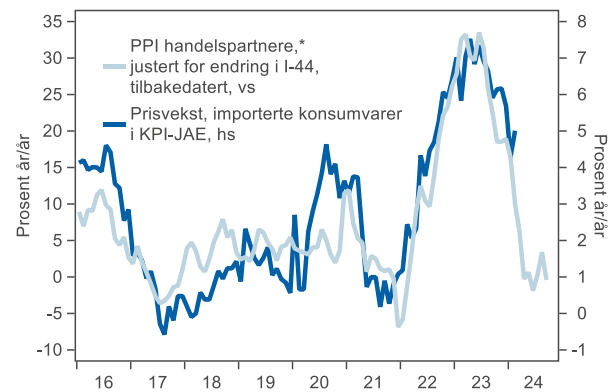
KPI-JAE, fordelt etter leveringssektorer; faktisk og Norges Banks anslag



Kilde: Macrobond

PPI handelspartnere, justert for valutakursendring, vs prisvekst importerte konsumvarer i Norge

Eurosonen, USA, Sverige og Storbritannia



Kilde: Macrobond
*anm: Importvektet

Matvareprisene bidro betydelig til å trekke ned kjerneinflasjonen i februar

...kostnadsveksten er stadig for høy

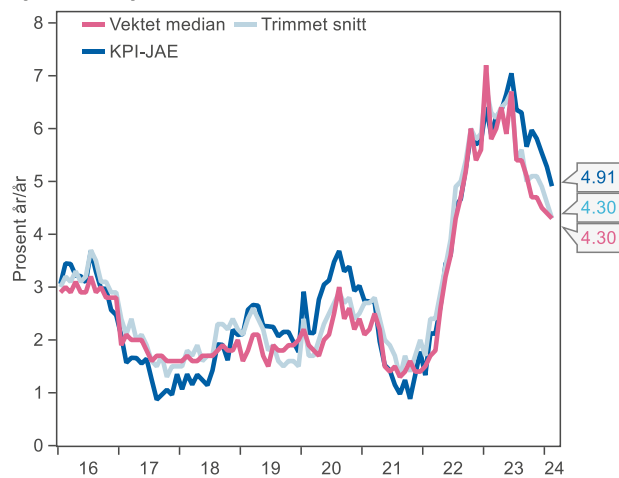
Samtidig er det fortsatt grunn til å ikke innkassere (inflasjons)seieren for tidlig. Matvareprisene bidro altså betydelig til å trekke ned kjerneinflasjonen i februar, og utenom dette bidraget falt årsveksten i KPI-JAE med kun 0,1 prosentpoeng fra januar til februar. Alternative mål for underliggende inflasjon, som vektet median og trimmet snitt, viste da også noe mer moderat nedgang i prisveksten fra januar til

¹ Anslagene i denne Eiendomsrapporten bygger på vår globale oppdatering fra januar, som innebærer at vi denne gangen kun antyder retningsendringer for våre BNP- og inflasjonsprognoser.

Dette er imidlertid tilstrekkelig til at vi kan presentere oppdaterte anslag for renter og dermed så klart eiendom.

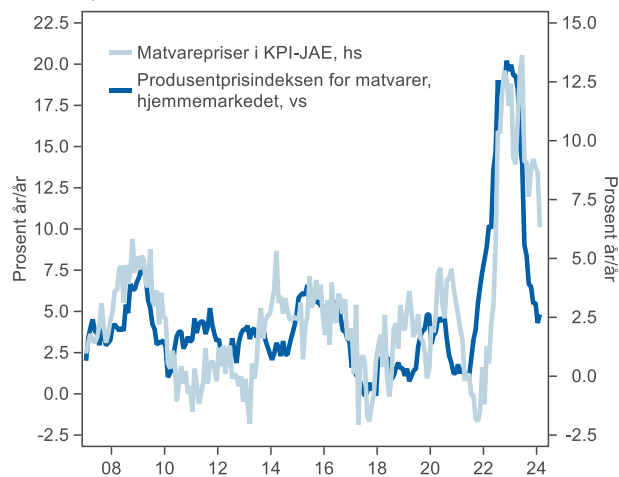
februar, enn hva som var tilfellet for KPI-JAE. Videre kan det nå se ut til at mer enn halvparten av det forventede fallet i prisveksten på matvarer, nå er unnagjort for denne gang.

Kjerneinflasjon



Kilde: Macrobond

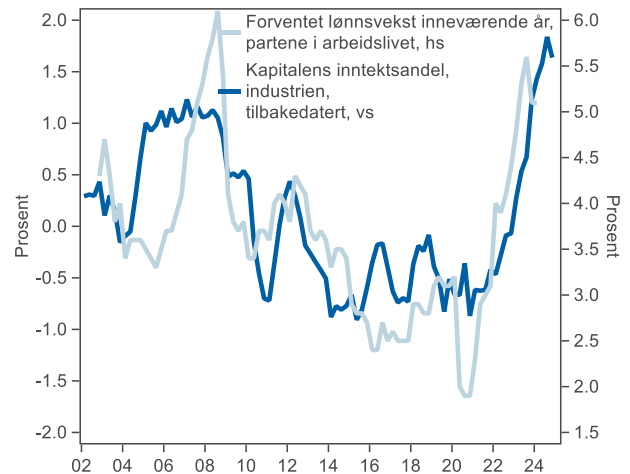
Matvarepriser



Kilde: Macrobond

For at den underliggende prisveksten skal avta mot målet på varig basis, må også andre priskomponenter bidra mer. Men gitt utsikter til fortsatt høy lønnskostnadsvekst, vil dette trolig drøye. Den økte lønnsomheten i frontfaget tilsier alene en lønnsvekst på mer enn 5 prosent også i år, som vist i figuren under. Riktignok har TBU anslått den samlede konsumprisveksten i år til 4,1 prosent, som dermed er litt lavere enn antatt av både Norges Bank og oss i Handelsbanken (hhv. 4,4 og 4,2 prosent). Men det spørres om dette vil trekke den faktiske lønnsveksten noe særlig i underkant av prognosene, gitt at den høye verdiskapingen i frontfaget faktisk skal fordeles, samtidig som arbeidsmarkedet fortsetter å holde seg sterkt. Vi opprettholder prognosen om 5 prosent nominell lønnsvekst i år.

Forventet lønnsvekst vs lønnsomhet i industrien

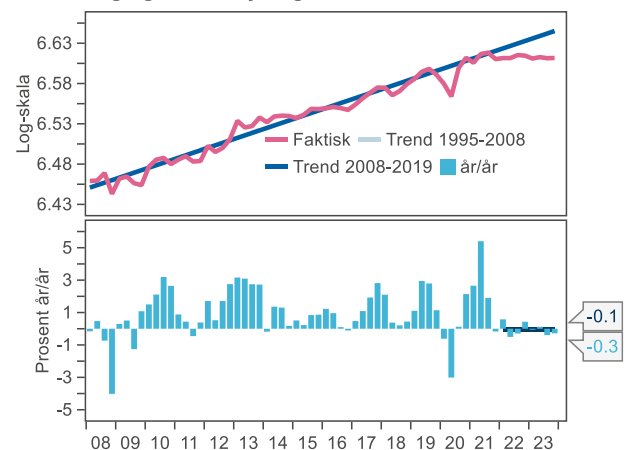


Kilder: Macrobond og Handelsbanken

*Stadig høy nominell lønnsvekst;
vi tror lønningene vil stige rundt
5 prosent i år*

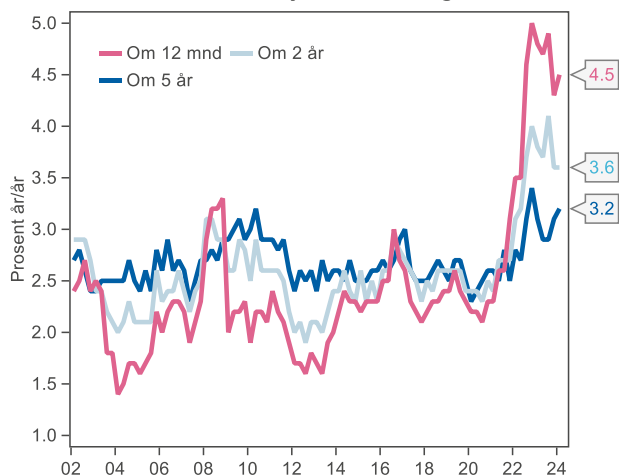
Med omtrent nullvekst i produktiviteten i norsk økonomi, vil dette innebære fortsatt høy kostnadsvekst for bedriftene, og dermed fortsatt høy underliggende prisvekst. Det er også noe foruroligende å se at inflasjonsforventningene til partene i arbeidslivet igjen har tatt seg opp – fra allerede høye nivåer – og det også på mer mellomlang sikt.

Timeverksproduktivitet, Fastlands-Norge u/offentlig forvaltning og kraftforsyning



Kilder: Macrobond and Handelsbanken

Partene i arbeidslivet: Inflasjonsforventninger



Kilde: Macrobond

Sårbar kronekurs

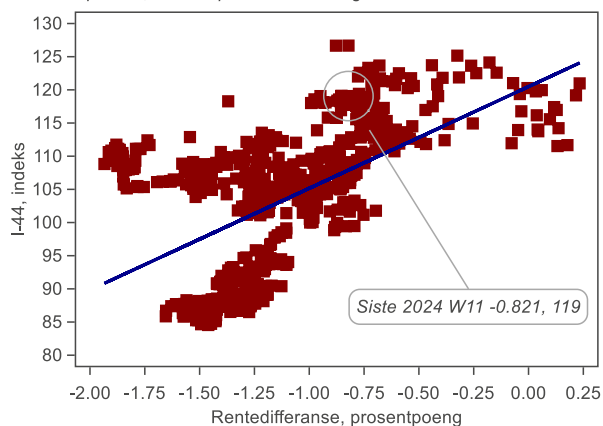
Selv om lønnsveksten stadig er for sterk til å være forenlig med inflasjonsmålet på sikt, ser det likevel ut til at Norges Bank har lyktes i å bryte en potensielt mer alvorlig pris- og lønns spiral. I den forstand at den overraskende rentehevingen mot slutten av fjoråret sørget for å styrke kronen igjen. Ser vi fremover, vil det isolert sett legge en demper på lønnsomheten i frontfaget, og dermed også den generelle lønnsveksten i norsk økonomi.

Men risikoen for en spiral er fortsatt ikke eliminert.

Dette er kanskje ikke helt intuitivt. En enkel regresjon, hvor kronekursen er forklart av rentedifferansen mot utlandet – beregnet ut ifra 2 års swaprenter – viser nemlig at kronen nå ikke ligger uvanlig langt unna regresjonslinjen; se figuren under.

Norsk krone og rentedifferanse mot utlandet

2-års swaprenter, handelspartnere* vs Norge



Kilder: Macrobond og Handelsbanken
*anm: EUR, SEK, GBP, USD, importvektet

Men går vi markedets renteforventninger mer etter i sømmene, viser de en akkumulert økning i renteforventningene her hjemme som klart

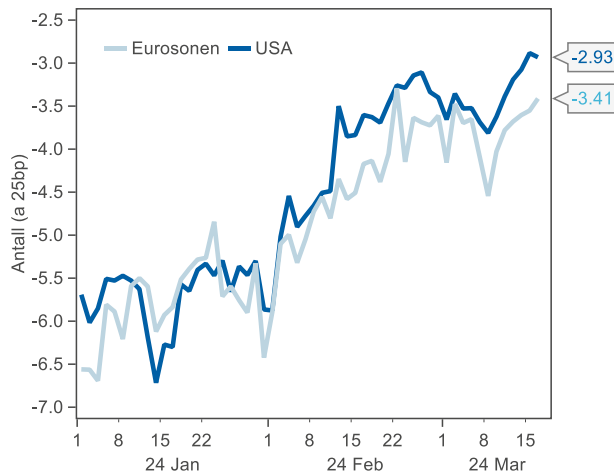
overstiger de samme forventningene blant våre handelspartnere; i begge tilfeller beregnet fra tidspunktet for Norges Banks *cut-off* i desember. Ut ifra denne betraktningen 'burde' kronen ha styrket seg mer enn hva vi har sett i denne perioden. Med andre ord har risikopremien i den norske kronen økt ytterligere siden Norges Banks rentemøte i desember. Isolert sett trekker det rentebanen opp.

Norges Bank har lyktes i å styrke kronen, men samtidig 'burde' kronekursen vært enda sterkere

Ingen snarlig hjelp fra utlandet

Selv om risikopremien er betydelig, viser også regnestykket i det forrige avsnittet at rentedifferansen faktisk spiller en rolle for kronekursen. I starten av året var rentemarkedet preget av betydelig optimisme, i den forstand at det var priset både 6 og 7 rentekutt i USA og eurosone, og dermed tilsvarende her hjemme. Men realitetene har sunket inn: Selv om inflasjonen har falt raskt fra toppen, er det ingen videre rett linje tilbake til 2 prosent på mer varig basis; verken i USA eller Europa. De siste inflasjonstallene viser at nedgangen har bremsset mer opp. I både USA og eurosone er lønnsveksten stadig for høy til å være fullt forenlig med inflasjonsmålet på sikt. Når vi samtidig ser at nøkkeltallene for realøkonomien viser seg fortsatt overraskende sterke (USA), eller i det minste uttrykker at nedsiderisikoen er mer dempet (eurosone), innebærer det at sentralbankene *har* tid til å se an den videre prisutviklingen, før renten settes ned. For både USA og eurosone sin del, innebærer dette at kuttforventningene i rentemarkedet nå er skjøvet mer mot tredje kvartal, og omfanget av forventede kutt er sterkt redusert (se figuren under). Sammen med økningen i risikopremien i den norske kronen, bidrar dette til å trekke opp Norges Banks rentebane for 2024. Lenger utover i prognosehorisonten er imidlertid de internasjonale styringsrenteforventningene noe mindre endret.

Antall forventede rentekutt i 2024



Kilde: Bloomberg

Markedet har mistet troen på tidlige og omfattende rentekutt blant Norges handelspartnere

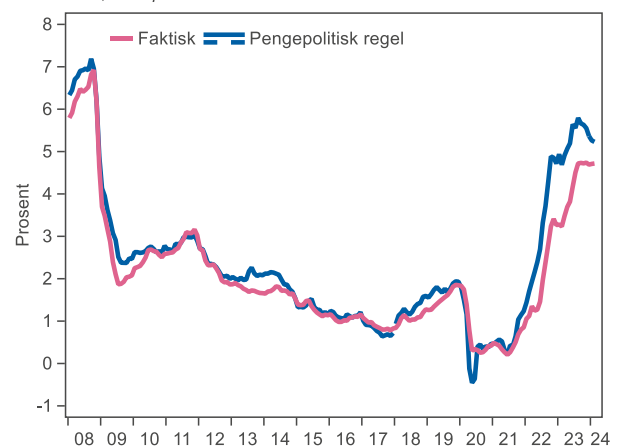
Norges Bank kutter ikke før i desember

Formodentlig er rentetoppen nådd, jmfør Norges Banks nokså nylige uttalelser om at renten nå ser ut til å være tilstrekkelig høy til at inflasjonen kan returnere til målet innen en rimelig tidshorisont. En enkel pengepolitisk regel tyder også på at toppen er nådd. Dette er vist i figuren under, hvor utviklingen i pengemarkedsrenten er en funksjon av kapasitetspresset i norsk økonomi, og kjerneinflasjonen målt som avvik fra målet. Her har vi også benyttet et bredere mål på kjerneinflasjonen i Norge, nemlig ved å sammenstille KPI-JAE med øvrige indikatorer for underliggende inflasjon. Mens denne regelen så langt har pekt mot en stadig oppjustering av styringsrenten her hjemme, ser vi nå heller at den har begynt å konvergere ned mot dagens faktiske rentenivå.

Den dårlige nyheten er altså at vi fortsatt må smøre oss med tålmodighet før renten kan kuttes igjen.

Faktisk og anslått 3 mnds nibor

Kvartalstall, endepunkt



Kilder: Macrobond, Norges Bank og Handelsbanken

Punktene under oppsummerer det hele. Her gir vi en skjønnsmessig vurdering av de ulike forholdene, og hva de vil ha å si for Norges Banks rentebane fremover. (+) indikerer at rentebanen til Norges Bank vil justeres opp, mens (-) indikerer en lavere rentebane. (=) indikerer ingen endring i banen.

- **Nedsiderisikoen i norsk økonomi er nå noe mer dempet.** Blant annet ser vi ingen umiddelbare røde flagg for det norske arbeidsmarkedet. Konklusjon: (+).
- **Kjerneinflasjonen (KPI-JAE) har falt raskere enn ventet i det siste.** Alternative mål på underliggende inflasjon har også tatt seg videre ned, men i et noe mer moderat tempo. Konklusjon: (-).
- **Lønnskostnadsveksten forblir høy.** Riktignok anslår TBU en lavere konsumprisvekst i år enn hva Norges Bank har antatt. Likevel ser vi for oss at lønnsveksten vil ende opp rundt 5 prosent også i år. Konklusjon: (=/-).
- **Markedet har mistet troen på tidlige og omfattende rentekutt blant Norges handelspartnere,** og tidspunktet for første forventede rentekutt er skjøvet ut i tid for både Fed og ESB. Konklusjon: (+).
- **Den norske kronen (I-44) har riktignok styrket seg, men risikopremien har økt.** Gitt endringen rentedifferansen mot utlandet, 'burde' kronen ha styrket seg en god del mer enn hva vi har sett i etterkant av Norges Banks overraskende renteheving i desember. Konklusjon: (+)

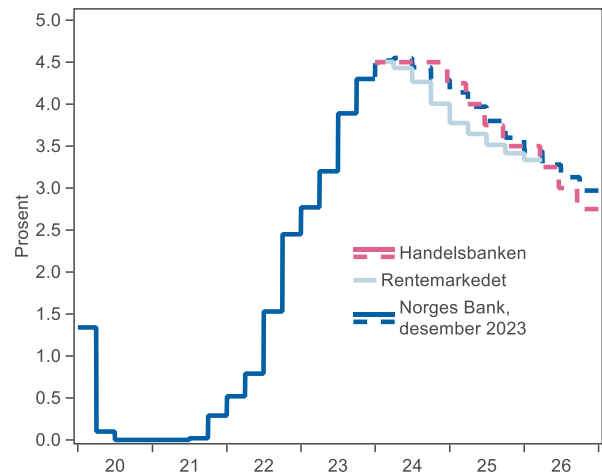
- **Samtidig har også påslaget i det norske rentemarkedet vært lavere enn antatt.** Rundt 10 basispunkter lavere, dersom vi beregner snitt-avviket fra Norges Banks *cut-off* i desember. I prinsippet trekker dette rentebanen opp en-til-en, dersom det lave påslaget skulle vise seg å være persistent. Men Norges Bank vil nok se noe gjennom dette, ettersom det for tiden skyldes bedret likviditet. Konklusjon: (+/=).

En kjapp opptelling viser at det er flere faktorer som trekker rentebanen opp enn ned. Samtidig må vi ta hensyn til at de ulike faktorene har et forskjellig gjennomslag til rentebanen. I utgangspunktet bør det tillegges stor vekt at kjerneinflasjonen har vært signifikant lavere enn antatt av Norges Bank, og sentralbanken har tydelig kommunisert at renten her hjemme kan settes raskere ned dersom prisveksten faller raskere enn antatt. Men gitt hensynet til kronkursen, i en situasjon hvor markedet også har oppjustert synet på styringsrentene blant Norges Banks handelspartnere, vil Norges Bank neppe ha mye hastverk med å kutte renten. Spesielt ikke ettersom realøkonomien viser seg å tåle de høye rentene rimelig godt.

Vi endrer vår offisielle prognose, og tror nå på kun ett rentekutt i 2024, og det først i desember. Ser vi noe lenger utover horisonten, antar vi nå at renten settes ned i tre omganger gjennom både 2025 og 2026, og dermed ender på 2,75 prosent ved utgangen av 2026. Selv om markedets renteforventninger har løftet seg betydelig på denne siden av året, ligger de nærmeste renteforventningene i markedet likevel et stykke i underkant av våre prognoser. Får vi rett, ligger det da også an til at kronen kan styrke seg noe i tiden fremover. Vi har som forventning at EUR/NOK vil bevege seg gradvis mot 11,20 i løpet av de neste 3-6 månedene.

Vi ser nå for oss at Norges Bank ikke kutter styringsrenten før helt mot slutten av 2024

Forventninger til Norges Banks styringsrente



Kilder: Macrobond, Bloomberg og Handelsbanken

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

Lange renter

Langsommere normalisering mot et høyere nivå

Forventningene til at toppnivået for styringsrenten var nådd i Norge og blant våre største handelspartnere ble nådd tidlig i 3. kvartal i fjor. Forventningene i utviklede markeder til rentekutt i løpet av det neste halvåret tiltok først fra midten av det påfølgende kvartalet og litt inn i 2024. I etterkant har derimot den mye omtalte resesjonsfrykten i amerikanske økonomi avtatt, og satt et tydelig avtrykk i rentemarkedene i form av en langsommere normalisering av styringsrenter mot et høyere nivå. Vår forventning til den 10-årige norske swaprenten er da også oppjustert med 20 basispunkter, til 3,5 prosent, mot utløpet av 2026.

Mindre resesjonsfare i USA og Norge

I USA har utviklingen i realøkonomien så langt overrasket positivt gitt den kraftige renteoppgangen i styringsrenten og lang-enden (tiårsrente) som nådde en topp i henholdsvis juli og oktober i fjor. I følge nåtidsmodellen til Atlanta Fed signaliserer denne fremdeles at økonomien (BNP) vokser over trend, og med et relativt sterkt arbeidsmarked og positiv reallønnsvekst blant husholdningene har rentemarkedets tro på antall rentekutt i år blitt barbert fra nesten 7 til 3 siden midten av januar.

Rentetoppen er nådd for utviklede markeder



Kilder: Macrobond og Bloomberg

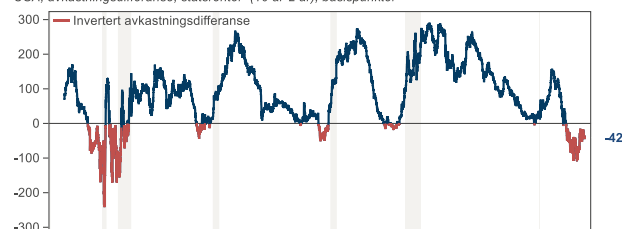
I USA har rentemarkedets tro på antall rentekutt i år blitt barbert fra nesten 7 til 3 siden midten av januar

Både den norske og amerikanske avkastningskurven er fremdeles invertert, noe som mange tolker i retning av at det fremdeles er en ikke ubetydelig resesjonsfare, og hvor styringsrenten settes ned i et raskere tempo enn det vi nå observerer. Årsaken til at vi i stor grad

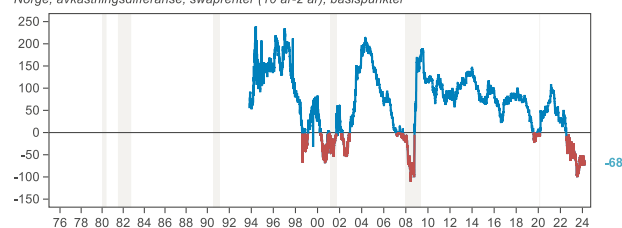
lener oss til konjunkturutviklingen i den amerikanske økonomien er den vanligvis sterke sammenhengen mellom variasjonen i lange USD og NOK renter, hvor den amerikanske renten er en ledende indikator på den fremtidige retningen til den norske renten.

Invertert avkastningskurve vanligvis i forkant av amerikansk resesjon

USA, avkastningsdifferanse, statsrenter (10 år-2 år), basispunkter



Norge, avkastningsdifferanse, swaprenter (10 år-2 år), basispunkter



Kilder: Macrobond og Bloomberg

Som omtalt tidligere i denne rapporten peker signalene fra Norges Banks regionale nettverksrapport i retning av mindre risiko for et tilbakeslag i norsk økonomi. Dette peker isolert sett ikke i retning av noen nye signaler med tanke på den inverterte norske rentekurven, i alle fall ikke på kort sikt.

Sentralbanker varsler normalisering

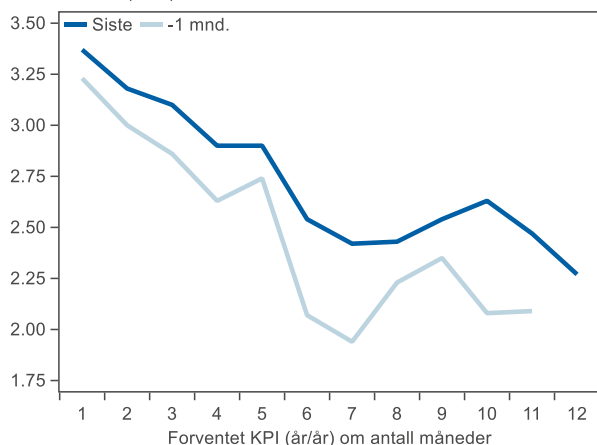
De vestlige sentralbankene, inkludert Norges Bank, har understreket viktigheten av å forankre et av de viktige målene i pengepolitikken: styringsrenten skal settes med det formålet å få inflasjonen ned mot målet innen rimelig tid. Til tross for at inflasjonen her hjemme har tatt seg litt raskere ned enn forventet, har prisveksten i USA i januar og februar vært noe sterkere. De relative renteforventningene mellom norske og amerikanske renter på inntil toårs horisont (særlig sensitivt for hva rentemarkedene tenker om de

respektive sentralbankenes planer for styringsrenten) har dermed trukket de amerikanske rentene opp i forhold til de norske. Men stigende amerikanske renteforventninger fører likevel alt annet like til å holde de norske renteforventningene oppe. I valutamarkedet har den relative spreadutgangen i rentemarkedet den siste uken bidratt til ny kronesvekkelse. En svakere krone bidrar i første omgang til høyere norske importpriser og deretter til høyere innenlandsk prisvekst.

I markedet for inflasjonswapper kan man observere forventet årsvekst i den amerikanske konsumprisindeksen de neste 12 månedene. Som vi ser av figuren under har forventningene til at inflasjonen tar seg ned mot 2 prosent-målet avtatt som følge av at prisveksten i februar (også i januar) overrasket på oppsiden. I tråd med høyere enn ventet inflasjon har også styringsrenteforventningene på kort sikt steget, i tillegg til høyere renter utover rentekurven.

USA: KPI, inflasjonswapper

Forventet KPI (år/år). Prosent



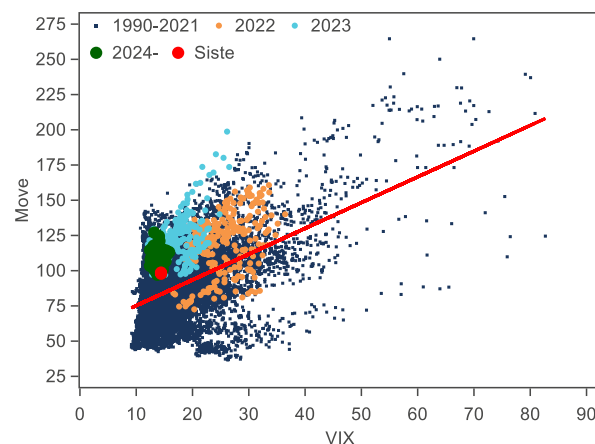
Kilder: Macrobond og Bloomberg

Relativ volatilitet i riktig retning

Svingningene i rentemarkedene har vært store de siste årene, men har så langt i 2024 tatt seg ned. Det kan tolkes som at balansen mellom utviklingen i realøkonomien og rentenivået (på kort og lang sikt) er mer normalisert. I aksjemarkedet (S&P 500) har volatiliteten det siste drøye året vært lavere enn det historiske gjennomsnittet. At den relative volatiliteten mellom rentemarkedet og aksjemarkedet blir mindre er også et uttrykk for at den amerikanske økonomien er på vei mot en myk landing hvor nedsiderisikoen er redusert. I mangel av nye sjokk for økonomien kan vi trolig avlede at risikoen i rentenivået på mellomlang sikt er mer balansert enn på en god stund. For det fremtidige rentenivået innebærer dette en like stor risiko for renter ned som renter opp.

Volatilitet: VIX vs MOVE

Indeks. Siden 1990



Kilder: Macrobond og Bloomberg

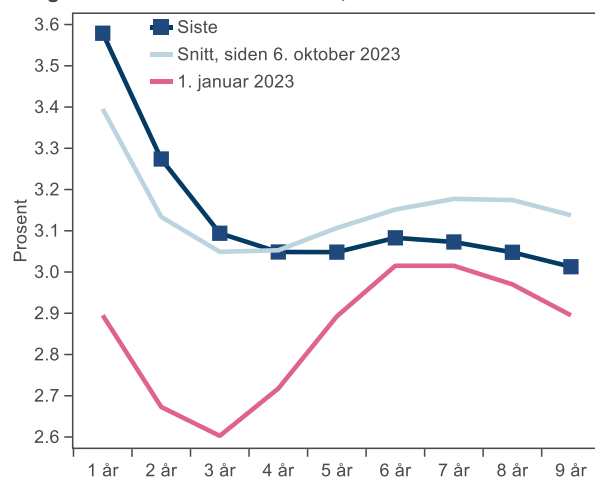
Rentenivået på kort sikt har steget...

I løpet av de neste tre årene er det ifølge rentemarkedet ventet at Norges Bank vil senke styringsrenten ned mot 3 prosent. Rentebremsen har blant annet som følge av høyere inflasjon (høy internasjonal prisvekst og markert kronesvekkelse i 2023) økt i styrke sammenlignet med forventningene til inngangen av fjoråret. På mellomlang sikt (femårs horisont) er derimot endringen i forventet styringsrente lite endret. Dette reiser to sentrale spørsmål knyttet til styringsrenten:

Innebærer rentebremsen de neste tre årene at inflasjonen har tatt seg ned mot 2 prosent og at 3 prosent er den nye normalen?

Er det en reell risiko for at inflasjonen kan bli høyere enn 2 prosent – og dermed at det nominelle rentenivået på mellomlang sikt kan bli enda høyere?

Norge: ettårs OIS-markedsrenter, terminrenter



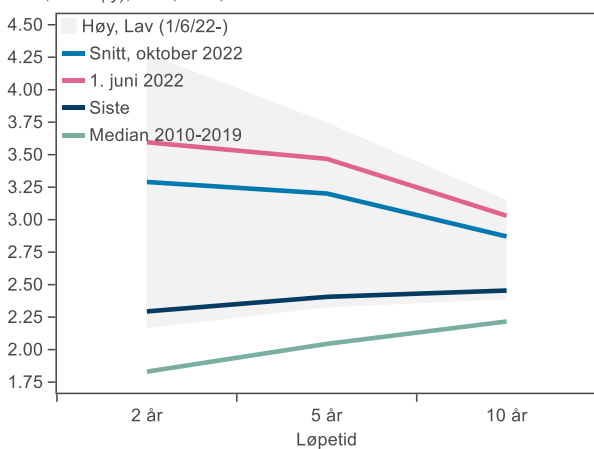
Kilder: Macrobond og Bloomberg

...hva med på lengre sikt?

I takt med at sentralbankene har strammet inn i pengepolitikken har inflasjonsforventningene tatt seg ned, og nærmere målet på 2 prosent. Ettersom inflasjonsbekjempelsen ennå ikke er over er det kanskje ikke overraskende at prisen på inflasjonsswapper på kort sikt er noe over målet (se tidligere avsnitt). På mellomlang sikt (5 år) er fremdeles nivået høyere enn median-målingen i årene 2010-2019. En mulig tolkning av at finansmarkedene nå priser høyere inflasjon på denne horisonten er at inflasjonen kan bli mer volatil de neste årene, og ikke nødvendigvis høyere på mer varig basis.

Inflasjonsswapper

USD, EUR (ty), SEK, GBP, likt vektet. Prosent

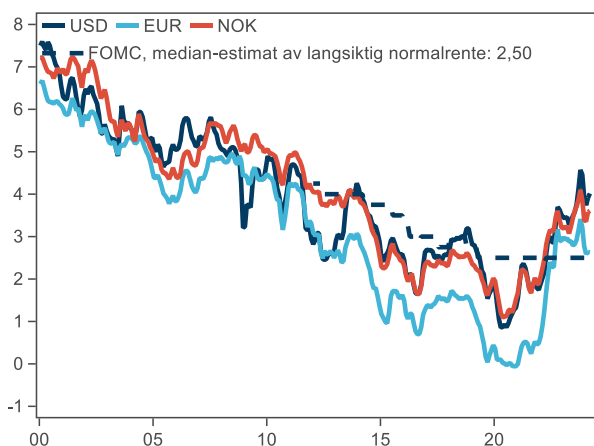


Kilder: Macrobond og Bloomberg

I forlengelsen av at inflasjonen kan bli mer volatil har det nominelle rentenivået tatt seg opp til nivåer i forkant av oljeprisfallet for snart ti år siden. Inflasjonen har som kjent vært lav og uvanlig stabil de siste tiårene før etterdønningene av pandemien.

Femårs swaprenter om fem år

Prosent

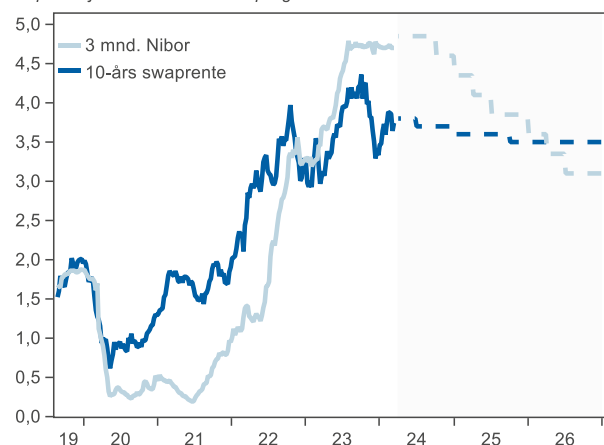


Kilder: Macrobond og Bloomberg

Løpetider som kan anses å være tilnærmet konjunkturnøytrale (femårs swaprente med start om fem år) har som vi ser av grafen for USD-renten steget til om lag 1 ½ prosentpoeng over det nivået som den amerikanske sentralbanken vurderer som en langsiktig normal rente. Nivået på norske renter med fremtidig start ligger også over det som Norges Bank har estimert som en normal rente. Utfordringen knyttet til disse estimatene er at de ikke kan observeres direkte, og det er dermed usikkert hvor innstrammende pengepolitikken er. Differansen mellom det nominelle nivået og det som er det 'riktige' nivået på fremtidig inflasjon representerer realrenten. Nivået på den norske nominelle renten ligger nærmere USD-renten enn renten i eurosonen. Selv om det er store forskjeller i de respektive økonomiene er det naturlig å trekke frem den relativt høye prisveksten vi nå ser i Norge. Vi har flere eksempler på at kjerneinflasjonen tar seg saktere ned her hjemme enn blant våre handelspartnere etter at kronkursen har svekket seg. Selv om tilliten til at inflasjonen tar seg ned mot målet innen rimelig tid veier tungt i Norges Banks rentebeslutninger, innebærer også vektleggingen på utviklingen i realøkonomien at kronkursen vil være utsatt i perioder. Temaer i markedene, inkludert valutamarkedet, endres hurtig. Med dette bakteppet vil Norges Bank trolig legge stor vekt på å holde en rentedifferanse mot utlandet som bidrar til å dempe for store utslag i risikopremien ved å holde norske kroner. Vår forventning til utviklingen i den norske 10-årige swaprenten er oppjustert med 20 basispunkter, til 3,5 prosent, ved utløpet av 2026.

Lange renter flater ut i prognosehorisonten

Stiplet linje: Handelsbankens prognose. Prosent



Kilder: Macrobond og Bloomberg

Nils Kristian Knudsen,

nilskn@handelsbanken.no

Boligmarkedet

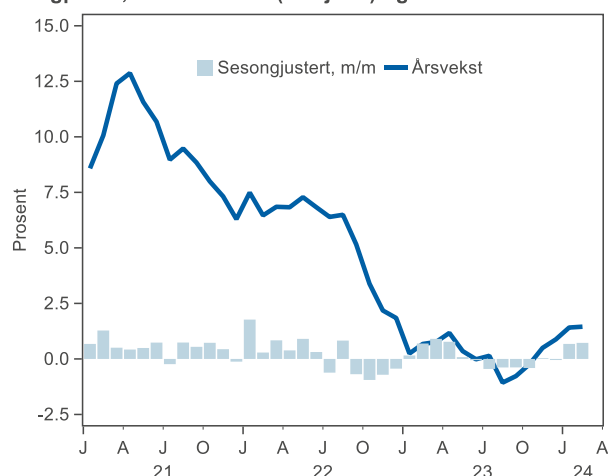
Optimisme preger bruktboligmarkedet

Bruktboligåret 2024 har startet sterkt med en nominell boligprisvekst på 1,4 prosent sesongjustert. Vi tror bruktboligprisene vil fortsette å stige noe mer enn normalt ut våren, men falle mot høsten i samsvar med normale sesongvariasjoner, slik at boligprisene i desember i år er 4 prosent høyere enn desember i fjor. Antall usolgte boliger har avtatt og er tilbake på et mer normalt nivå, i tillegg har optimismen i bruktboligmarkedet tatt seg godt opp. I 2025 kan vi vente å se en boligmangel, som et resultat av lav boligbygging i 2023. Derfor tror vi på en «rekyl» i 2025, før boligprisveksten avtar i 2026.

Sterk start på boligåret 2024

Boligprisene har steget med hele 5 prosent så langt i år, som innebærer en oppgang på 1,4 prosent når vi justerer for normalt sesongmønster. Det etter et år med 7 rentehevinger, samtidig som husholdningenes kjøpekraft har gått ytterligere noe ned. Vi tror det er andre forhold som trumfer, nemlig en forventning om at rentetoppen er nådd og at neste endring er at renten kuttes. Samtidig må norske husholdninger smøre seg med tålmodighet, for Norges Bank vil ikke kutte styringsrenten med det første. Vi tror Norges Bank kutter først mot slutten av året, med totalt 1 rentekutt i år og 3 rentekutt neste år. En usedvanlig sterk start på boligåret kan i neste rekke dempe noe av utviklingen resten av året. Vi tror fortsatt på en positiv sesongjustert utvikling de kommende månedene, men at den sesongjusterte boligprisutviklingen flater ut mot høsten med et nominelt fall i tråd med normale sesongtrender. Alt i alt holder vi på vår opprinnelige prognose: En boligprisvekst på 4 prosent i år, målt som tolv månedersvekst ved utgangen av året. For 2024 under ett, venter vi en boligprisvekst på 2,3 prosent.

Boligpriser, månedsvekst (ses.just.) og årsvekst



Kilder: Eiendom Norge, FINN og Eiendomsverdi AS

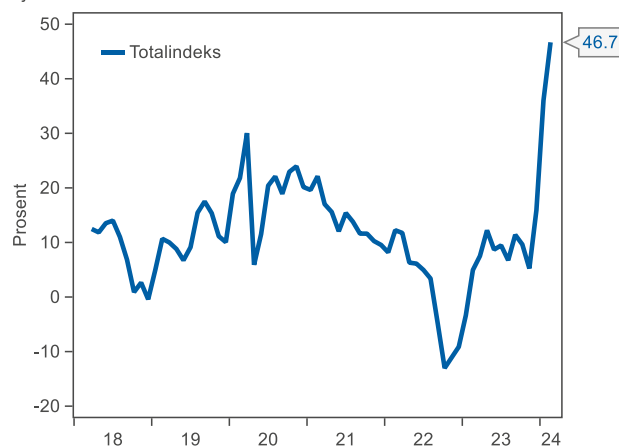
Vi venter fortsatt en tolv månedersvekst på 4 prosent i desember i år

Stemmingskifte i bruktboligmarkedet

Norske husholdninger er mer optimistiske til bruktboligmarkedet, noe som kan ha bidratt til å presse opp prisen i januar og februar. NBBL sitt boligbarometer, som både viser nordmenns boligprisforventninger, samt forventning til renteutvikling og jobbtrygghet, steg kraftig i januar og økte videre i februar. Noe av den verste usikkerheten er lagt bak oss, og for de boligkjøperne som har sittet på gjerdet og vurdert å bytte bolig i fjor, de gjør det nå. I tillegg er psykologi en viktig faktor: Dersom flertallet av norske husholdninger venter at boligprisene skal stige det neste året, gir det insentiver til å kjøpe bolig før man selger sin eksisterende, noe som kan bidra til å forsterke boligprisveksten. De siste to månedene har transaksjonsvolumet oversteget antall boliger som blir langt ut på markedet, som i neste rekke har bidratt til å redusere antall usolgte boliger.

NBBL Boligbarometer

Gjennomsnitt nettoverdier

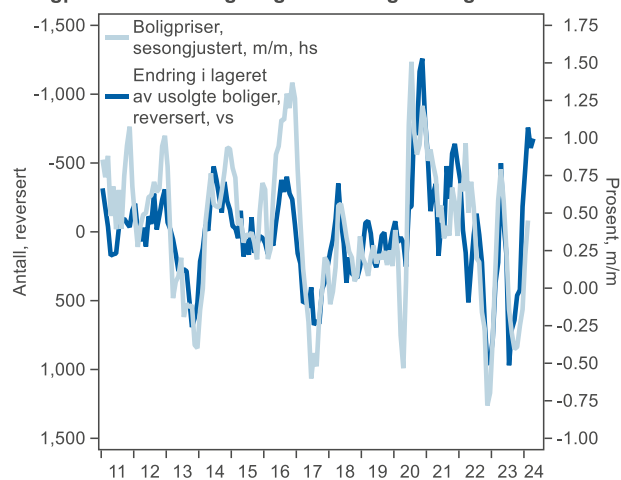


Kilde: NBBL

Færre usolgte boliger

Gjennom høsten i fjor var lageret av antall usolgte boliger på et nivå som vi ikke har sett siden finanskrisen. De siste fire månedene har antall usolgte boliger imidlertid avtatt og er nå tilbake på et normalt nivå. Endring i antall usolgte boliger er en god indikator for den sesongjusterte prisutviklingen på kort sikt. Det kan delvis forklare den usedvanlig sterke boligprisveksten i januar og februar. Dersom vi tar utgangspunkt i figuren under, så kan det tyde på at boligprisene vil fortsette å stige noe mer enn normalt de neste månedene. Samtidig er dette kun en indikator som kan si noe om boligprisutviklingen på kort sikt, ikke på lengre sikt.

Boligpriser vs endring i lager av usolgte boliger



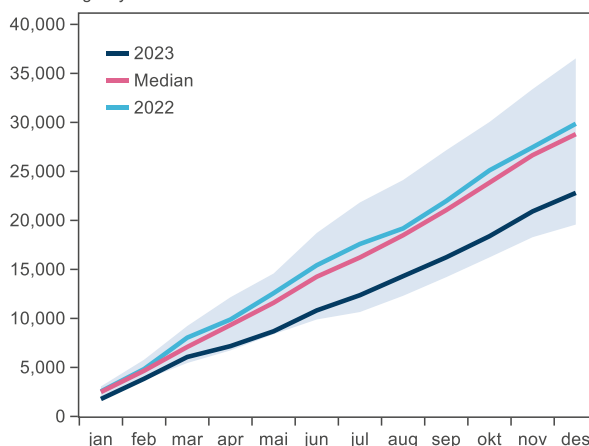
Kilder: Eiendom Norge, FINN, Eiendomsverdi AS og Handelsbanken

Nyboligmangel presser opp prisene i 2025...

Nyboligbyggingen har blitt hardt rammet av rentemedisinen til Norges Bank. Samtidig har det tatt noe tid før vi så det i de harde dataene. Det var først gjennom fjoråret hvor vi så at byggeaktiviteten avtok nasjonalt, se figur til høyre. I 2023 ble det gitt tillatelser til kun 22 807 boliger, 6000 færre boliger enn det som er normalen. Det er heller ikke gitt at alle tillatelsene som ble gitt ble tatt i bruk. Som regel tar det rundt to år å ferdigstille et boligprosjekt. Dermed kan vi vente at nyboligmangelen først kommer i 2025. Det kan isolert sett bidra til å presse opp boligprisene.

Igangsettingstillatelser til nye boliger Norge

Faktisk og høy/lav etter finanskrisen

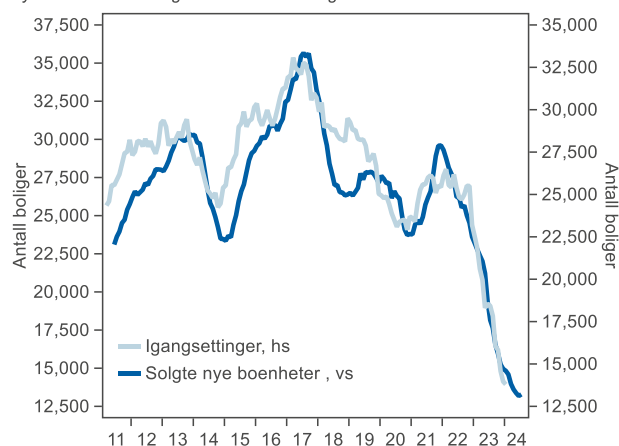


Kilde: Macrobond

Igangsettinger av nye boliger følger salget tett, med et halvt års etterslep, se figur under. Som regel må utbyggere selge om lag 60 prosent av boligene før de kan ta spaden i jorden for å begynne å bygge. Dermed er salget av nye boliger en god indikator for nyboligbyggingen.

Solgte nye boliger vs igangsettinger i nyboligmarkedet

Nye boenheter beregnet som 12 mnds glidende snitt

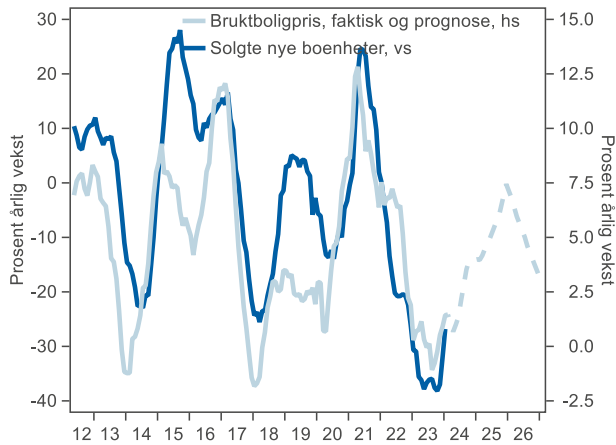


Kilder: Boligprodusentene og Prognosesenteret

Det er flere forhold som påvirker salget av nye boliger, men utviklingen i bruktboligprisene er en driver, se figur under. Når bruktboligprisene stiger, og avstanden til nyboligpris blir mindre, så er det flere som ser seg over til nyboligmarkedet. I tillegg kan et fall i bruktboligprisene skape en usikkerhet om hvor mye boligen er verdt på det tidspunktet en blir nødt til å selge for å ta over en ny bolig.

Bruktboligpris og solgte nye boliger

Solgte boliger beregnet som 12 mndts glidende snitt



Kilder: Boligprodusentene og Prognosesenteret

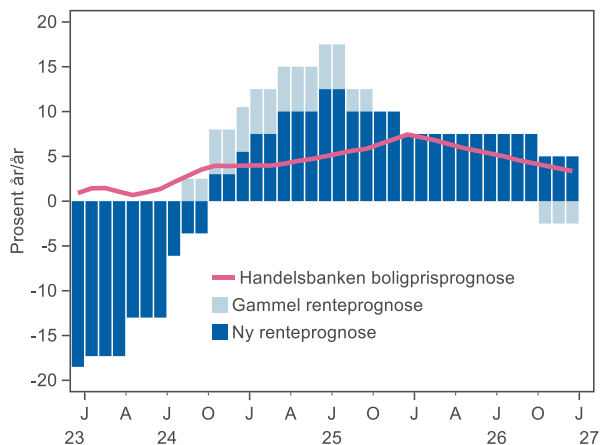
Vi tror boligprisene vil stige en del de neste to årene, som i så fall vil bidra til å presse opp salget av nye boliger og etter hvert igangsettingene. Samtidig tror vi at det hele kan ta noe tid, og at vi først vil se at tilførselen av nye boliger er tilbake til normalen i 2027.

...men færre rentekutt demper noe av veksten

I vår Eiendomsrapport fra desember la vi til grunn 6 rentekutt totalt i 2024 og 2025. Nå venter vi heller 4 rentekutt totalt. Det har en innvirkning på vår boligprisprognose for 2025. Boligprisprognosen for i år holder vi fortsatt fast ved, men dersom husholdningene innser at rentekutt skyves desto lengre ut i tid, så tror vi det kan bidra til å dempe noe av den sterke veksten i 2025. Figuren under viser endret bidrag med ny rentebane.

Estimert rentebidrag og boligprisprognose

Estimert langtidseffekt, faktisk bidrag og estimert



Kilder: Macrobond og Handelsbanken

Både lønns- og boligprisvekst avtar i 2026

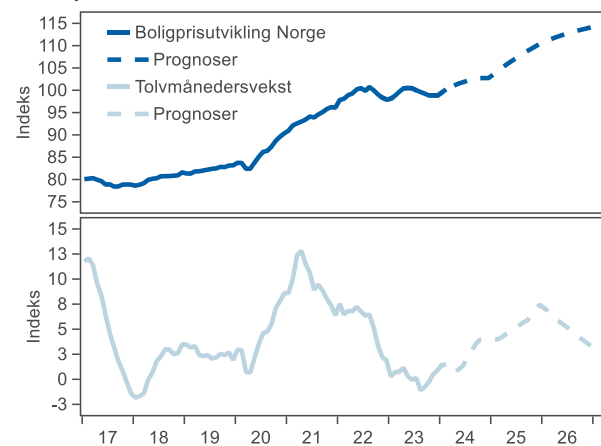
Arbeidsledigheten er fortsatt lav, i tillegg er yrkesdeltagelsen høy og deltagelsen har økt spesielt

blant unge i alderen 15-24 år. Det betyr at de aller fleste har en jobb å gå til med en fast inntekt. Når lønnsveksten er høy, kombinert med en lav arbeidsledighet og høy yrkesdeltagelse, blir den aggregerte inntekstveksten i befolkningen høy. Det holder aktiviteten i bruktboligmarkedet oppe. Vi venter imidlertid at arbeidsledigheten vil stige noe de neste årene, men kun tilbake til et normalt nivå. Det betyr at vi tror at de aller fleste fortsatt vil ha en jobb å gå til mot slutten av prognoseperioden. Skulle ledigheten stige mer enn det vi har lagt til grunn, vil det dempe boligprisveksten de neste årene.

Mot slutten av prognoseperioden, i 2026, så venter vi imidlertid at lønnsveksten avtar til 3,5 prosent. Det tror vi vil dempe noe av boligprisveksten helt mot slutten av prognoseperioden, etter en frisk vekst i 2024 og 2025.

Boligprisutvikling, faktisk og forventet

Indeks, juli 2023 = 100



Kilder: Eiendom Norge, FINN, Eiendomsverdi AS og Handelsbanken

Ny boligprisindeks endrer snitt år/år prognose

Eiendom Norge, Finn.no og Eiendomsverdi har gjort revideringer i måten [prisveksten beregnes](#). Bruktboligprisindeksen er derfor endret bakover i tid helt til 2010. Den nye bruktboligprisindeksen viser en sterkere boligprisvekst våren i fjor, men til gjengjeld et større fall i løpet av høsten. Boligprisindeksen havnet noe lavere enn snittet for 2023 mot slutten av fjoråret. Det skaper et negativt overheng. Med samme månedsforløp gjennom 2025, trekker det snitt år/år veksten noe ned. Samtidig har prisveksten vært svært sterk i årets første måneder, som bidrar til å trekke opp snittet ved starten av året. Derfor er vår snitt år/år prognose for 2024 noe høyere enn vår prognose fra desember-rapporten.

Sara Midtgaard,

sara.midtgaard@handelsbanken.no

Vi venter sterk boligprisvekst i hovedstaden

Det har vært et usedvanlig stort sprik i de regionale bruktboligprisene gjennom 2023, men i år venter vi boligprisvekst i alle de store norske byene. Vi tror på spesielt sterk vekst i Stavanger, Tromsø og Oslo i år, men neste år tror vi at alle byene får en relativt sterk prisvekst med unntak av Stavanger. Vi tror boligprisveksten i Stavanger vil avta neste år, og videre inn i 2026, grunnet oljeinvesteringene som er ventet å falle i disse årene. I Oslo venter vi en sterk prisvekst gjennom hele prognoseperioden på 20 prosent, målt fra desember 2023 til desember 2026.

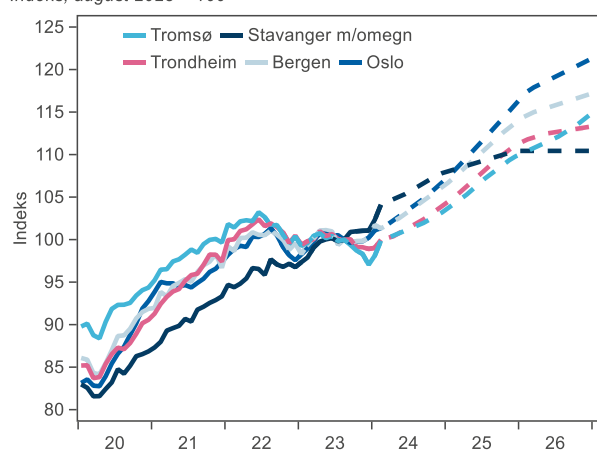
Frisk vekst i de store norske byene i år

Boligprisene har steget mer enn normalt i årets første to måneder i alle de store norske byene. Stavanger og Tromsø leder an med en prisvekst på 3 prosent sesongjustert. Boligprisveksten i Stavanger fortsetter etter en sterk prisvekst også i 2023, mens Tromsø-prisene falt gjennom foråret. Som vi flagget i forrige Eiendomsrapport, venter vi at boligmarkedet i Tromsø vil ta seg godt opp de neste årene. Rentekutt har sterkest effekt på Oslo- og Tromsø-markedet. Selv om vi venter kun et rentekutt i år, kan husholdningenes forventning til kutt bidra til å presse opp prisene i nettopp disse byene. Men til gjengjeld så tror vi at desto sterkere prisveksten blir i år, jo mer vil det dempe boligprisveksten neste år.

Selv om rentekutt vil bidra til å stimulere boligprisene ulikt i de forskjellige områdene, venter vi en relativt frisk prisvekst i alle de store norske byene i år.

Regionale boligprisindekser, faktisk og anslått utvikling

Indeks, august 2023 = 100



Kilder: Macrobond og Handelsbanken

Prisveksten avtar i Stavanger neste år

Vi tror boligprisene vil stige mest i Stavanger i år. Investeringstillinger fra oljeselskapene peker mot en vekst i oljeinvesteringene på om lag 7 prosent i år – noe som vil bidra til å opprettholde aktiviteten i Stavanger-området med en lav arbeidsledighet, høy lønns- og befolkningsvekst. Det tror vi vil bidra til å presse opp boligprisene i år også, slik at Stavanger

ender opp som byen med sterkest prisvekst i 2024. Samtidig tror vi at den sterke boligprisutviklingen blir kortvarig, og allerede fra neste år så venter vi at prisveksten vil avta i nettopp Stavanger. Oljeinvesteringene er ventet å avta igjen fra neste år inn mot 2026. Dermed vil ikke oljeinvesteringene bidra til å opprettholde en sterk boligprisvekst gjennom disse årene og vi venter at boligprisveksten avtar til 2,5 prosent i 2025, og flater ut på 0 prosent i 2026, målt i tolv månedersvekst i desember i år.

Oslo-prisene opp 20 prosent de neste 3 årene

Etter en boligprisvekst på kun 2,7 prosent i fjor (tolvmånedersvekst i desember) i hovedstaden, tror vi Oslo-markedet vil stikke av med en prisvekst på hele 20 prosent de neste tre årene, målt fra desember 2023 til desember 2026: I år tror vi boligprisene i Oslo stiger med 6,5 prosent, før prisveksten eskalerer videre til 8,6 prosent neste år. Faktorer som vi mener vil bidra til å presse opp prisene i hovedstaden de neste to årene er (1) rentekutt fra Norges Bank, (2) tilbudssideutfordringer, (3) høy nominell lønnsvekst, (4) befolkningsvekst og (5) andre demografiske forhold.

- (1) Rentekutt har som regel sterkest effekt på boligprisene i Oslo. Vi har estimert at et rentekutt på 1 prosentpoeng presser opp boligprisene i Oslo isolert sett med 16 prosent. Vi venter totalt 4 rentekutt i 2024 og i 2025, som tilsvarer 1 prosentpoeng. Det tror vi vil bidra til å stimulere boligprisene spesielt i hovedstaden.
- (2) Som vi har presisert i en rekke analyser tidligere, så kan vi vente et boligunderskudd i Oslo allerede i år og videre inn i 2025.
- (3) Vi venter en lønnsvekst på 5 prosent i år, og 4,2 prosent neste år. Det vil også bidra til å presse opp prisene, både i Oslo og nasjonalt.

- (4) Med utgangspunkt i SSB sine befolkningsframskrivninger med alternativet høy nettoinnvandring fra utlandet, så har vi estimert en husholdningsvekst i Oslo på 4800 i år og 3500 neste år. Til sammenligning har vi estimert at det ferdigstilles 1700 boliger på Oslo-markedet i år, og 2500 boliger i 2025.
- (5) Som vi skrev i forrige Eiendomsrapport, så kan vi vente at demografiske endinger vil bidra til å opprettholde aktiviteten i bruktboligmarkedet. Det er en stor kohort i aldersgruppen 50-60 år i Norge, og samme gjelder det antall i aldersgruppen 25-35 år. Fellesnevneren for akkurat disse aldersgruppene er at begge er i livsfaseendringer, hvor det kan være nødvendig å bytte bolig. For gruppen som snart når pensjonsalder, kan det bli aktuelt å nedgradere til en leilighet. For mange som bor i en enebolig i Oslo-området, kan det bli relevant å flytte til en leilighet i sentrum. Denne aldersgruppen har opparbeidet en god egenkapital over flere år med boligprisvekst og nedbetaling av lån. Da kan Oslo-markedet få en relativt stor kjøpergruppe, som også har en høy kjøpskapasitet.

Vi venter imidlertid at prisveksten dempes i 2026. Selv om vi også tror på 3 rentekutt i 2026, venter vi at mesteparten av renteeffekten kommer før alle rentekuttene blir unnagjort, rett og slett på grunn av psykologi i markedet. Samtidig tror vi at lønnsveksten vil avta i 2026 til 3,5 prosent, og at tilførselen av nye boliger tar seg noe mer opp.

Tromsø med comeback allerede i år

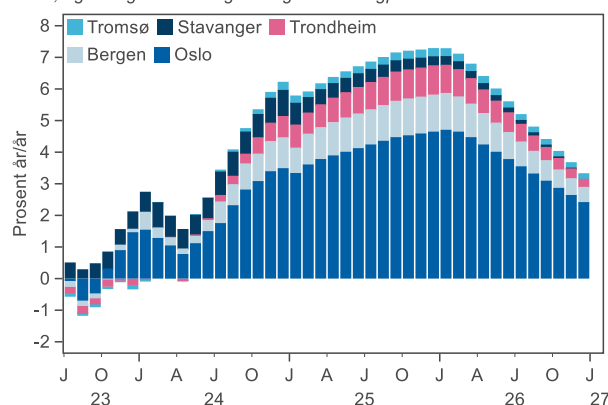
Tromsø er den mest rentesensitive byen i Norge, på lik linje med Oslo. Dermed kan de ventede rentekuttene fra Norges Bank ha sterk effekt på boligprisene i nettopp Tromsø. Selv om vi venter kun et rentekutt fra Norges Bank i år, som først kommer i desember, så ser vi i NBBL sine undersøkelser at det allerede nå påvirker boligpris- og ikke minst renteforventninger. Men, desto sterkere boligprisveksten blir i år, jo mer vil det bidra til å dempe prisveksten neste år. Som vi har vist i tidligere analyser, har lønnsvekst en svakere effekt på boligprisene i Tromsø, sammenlignet med de andre store norske byene. Om det blir færre rentekutt enn det vi har lagt til grunn, vil det ha spesielt stor betydning for boligprisprognosen i nettopp Tromsø, siden boligprisene da får en mager drahjelp fra inntektsvekst.

For å oppsummere:

Vi tror på positiv boligprisvekst for alle de store norske byene i år, men en spesielt sterk vekst i Stavanger, Oslo og Tromsø. Neste år venter vi at prisveksten vil eskalere videre, men med unntak av en by, nemlig Stavanger. I Stavanger tror vi prisveksten vil avta i 2025 og videre inn i 2026, i tråd med fall i oljeinvesteringene. I kontrast til Stavanger, så venter vi en vekst i Oslo på hele 20 prosent, gjennom hele prognoseperioden, målt fra desember 2023 til desember 2026.

Faktisk og anslått boligprisutvikling, inkludert bidrag

Totalt, og beregnede bidrag fra regionale boligpriser*



Kilder: Macrobond og Handelsbanken

*ann: Årsvekst multiplisert med respektive omsetningsandeler for de fem regionene

Boligpriser

Snitt mot år	2023	2024	2025	2026
Norge	0,2 %	2,3 %	5,3 %	5,1 %
Oslo	0,5 %	3,7 %	7,7 %	6,7 %
Bergen	0,0 %	3,5 %	6,6 %	5,0 %
Trondheim	-1,1 %	1,6 %	6,3 %	4,4 %
Stavanger	3,8 %	5,8 %	3,4 %	1,1 %
Tromsø	-2,1 %	1,7 %	5,6 %	5,0 %
Tolv månedersvekst	2023	2024	2025	2026
Norge	0,9 %	4,0 %	7,4 %	3,4 %
Oslo	2,7 %	6,5 %	8,6 %	4,5 %
Bergen	0,7 %	5,9 %	7,1 %	2,9 %
Trondheim	-1,6 %	5,1 %	6,9 %	1,9 %
Stavanger	4,4 %	6,7 %	2,4 %	0,0 %
Tromsø	-3,3 %	6,4 %	6,4 %	4,4 %

Sara Midtgaard,

sara.midtgaard@handelsbanken.no

Rom for verdiøkning neste år

Avkastningskravet har blitt oppjustert med 100 punkter det siste året i både Oslo, Bergen, Trondheim og Stavanger. I fjor høst falt rentene tungt, men siden årsskifte har imidlertid norske swap-renter steget med nærmere 40 punkter. Vi tror avkastningskravet blir oppjustert noe mer i år før toppen nås. Sterk leieprisvekst har bidratt til å dempe en god del av verdifallet, men de neste 3 årene venter vi en mer moderat snittleieprisvekst.

Avkastningskravet når toppen i år

Akershus Eiendom har oppjustert avkastningskravet for de store norske byene gjennom fjoråret. I Oslo er avkastningskravet for CBD prime-markedet nå på 4,75 prosent, mens i Trondheim og Stavanger er kravet på 5,75 prosent og i Bergen 5,5 prosent. Siden årsskiftet har norske swap-renter steget med 40 punkter, og dermed er også yield-gapet² redusert tilsvarende. Vi venter at norske swap-renter holdes rundt dagens nivåer og er på 3,5 prosent mot slutten av 2026. Dersom yield-gapet skal tilbake til snittet sett de siste 15 årene, innebærer det at avkastningskravet skal opp videre 50 punkter i Oslo for Vika/Aker brygge prime markedet til 5,25 prosent, se figur under.

Avkastningskrav for prime-markedet og 10 års swap-rente

Vika/ Aker-brygge



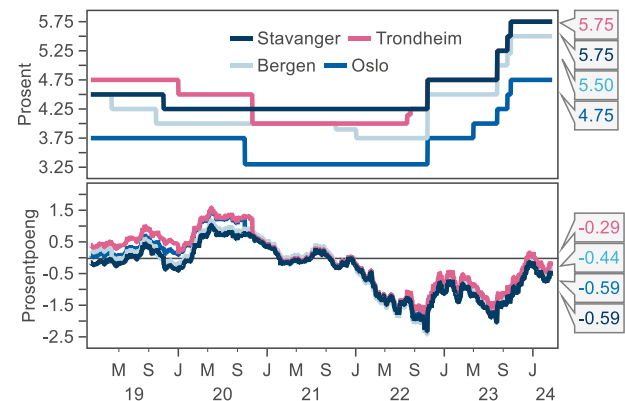
Kilde: Macrobond

Som figuren til høyre viser, er avstanden til et normalt yield-gap størst i Oslo og Stavanger. Derfor tror vi at avkastningskravet vil øke noe mer i Oslo, sammenlignet med de andre store byene. Stavanger tror vi imidlertid slipper noe billigere unna: Yield-gapet har de siste 10 årene vært høyere i Stavanger, sammenlignet med de andre store norske byene, som en konsekvens av oljeprisfallet i 2014 blant annet. Vi tror at yield-gapet som vi så årene etter 2014 blir for høyt, gitt den økonomiske aktiviteten i

Stavanger-området i dag. Sterk leieprisvekst, kombinert med høy vekst i oljeinvesteringene det siste året, tror vi har bidratt til å dempe risikopremien for kontoreiendom i Stavanger. Derfor venter vi at avkastningskravet kun vil stige 25 punkter videre i Stavanger, tilsvarende Bergen og Trondheim. I 2025 og 2026, venter vi at avkastningskravet holdes i ro for alle de store norske byene.

Avkastningskrav for prime og yield-gap, store norske byer

Avkastningskrav (øverst) og yield-gap differanse fra snitt* (nederst)

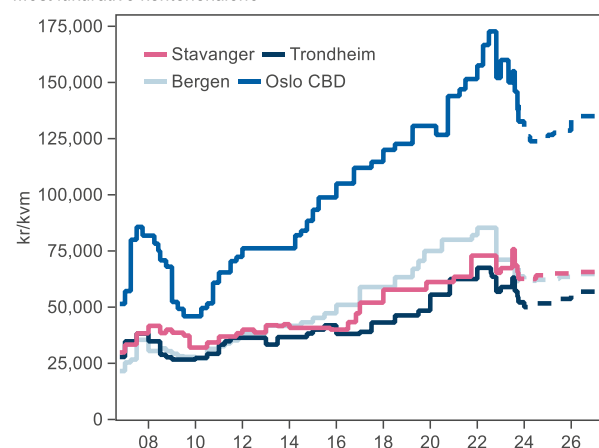


* Yield-gap bregnes her som differansen mellom 10-år swaprente og avkastningskravet.

Kilde: Macrobond

Salgspris, faktisk og HB prognoser

Mest lukrative kontorlokale

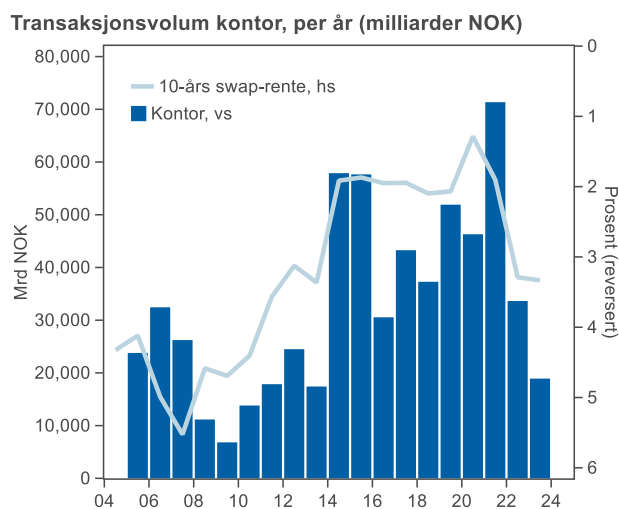


Kilder: Macrobond, Akershus Eiendom og Handelsbanken

² Yield-gapet beregner vi som differansen mellom 10 års swaprenter og avkastningskravet. Det kan tolkes som risikopåslaget for næringseiendomsinvesteringer.

Vi tror på noe økt transaksjonsvolum neste år

Ifølge Akershus Eiendom var transaksjonsvolumet i fjor på 18,9 milliarder innen kontormarkedet – laveste transaksjonsvolum siden 2013. Selv om vi venter noe vekst i transaksjonsvolumet i år, er det ikke gitt at aktiviteten kommer tilbake til gamle høyder som vi så i perioden 2014 til 2022. Selv om rentetoppen trolig er nådd for denne gang og investorene venter på kutt, tror vi lange renter vil holde seg på dagens nivåer de neste par årene. Som figuren under viser, er det en tett sammenheng mellom rentenivå og transaksjonsvolum. Samtidig tror vi at mindre usikkerhet rundt rentetoppen kan gjøre at flere selgere og kjøpere av kontoreiendom blir enige om et avkastningskrav. Det kan presse opp transaksjonsvolumet noe i år.



Kilde: Akershus Eiendom og Bloomberg

Vi tror på positiv leieprisvekst

Leieprisene har de siste to årene steget med hele 26 prosent i Oslo, Vika/ Aker Brygge, ifølge Akershus Eiendom. Sterk leieprisvekst har berget et enda større verdifall. Høy aktivitet i norsk økonomi, kombinert med sterk sysselsettingsvekst og lav kontorledighet, har bidratt til å presse opp leieprisene i alle de store norske byene. Fremover tror vi imidlertid at veksten vil avta, men vi tror fortsatt på positiv snittleieprisvekst ut hele prognoseperioden. Som beskrevet i kapitlet om norsk økonomi, så venter vi svak vekst i verdiskapningen for fastlandsøkonomien de neste årene. Norges Bank sin undersøkelse, Regionalt nettverk, peker mot noe mer positiv vekst innen tjenester og derav kontorjobber, sammenlignet med andre sektorer i norsk økonomi. Vi tror sysselsettingsveksten til tilta marginalt de neste årene for kontorjobber. Dermed kan vi vente positiv snittleieprisvekst, men langt ifra den sterke veksten vi har sett de siste to årene.

Stavanger fikk desidert sterkest leieprisvekst i fjor, på hele 16 prosent. Men fremover tror vi imidlertid at leieprisveksten vil avta raskt: Investeringsstillingene fra operatørene på norsk sokkel peker mot en frisk vekst i oljeinvesteringene også i 2024, men i 2025 og 2026 er investeringene ventet å falle.

Forskjellige serier viser noe ulik utvikling av leieprisene i fjor. Vi bruker Akershus Eiendom sin snittleieprisindeks, som viser en vekst på hele 10 prosent gjennom fjoråret i Oslo. Arealstatistikk sin leieprisserie viser en vekst på kun 1 prosent, så forskjellene har blitt svært store. En årsak kan være at Arealstatistikk sin serie viser pris ved signeringsdato, men det kan ta tid før leietakeren skal flytte inn i bygget. Det er først når leietaker flytter inn i bygget hvor leieprisen blir en del av snittbetraktningen, som i større grad reflekteres i Akershus Eiendom sine tall. Dermed kan Arealstatistikk sin leieprisserie være en indikator for utviklingen i Akershus Eiendoms leiepristall – som peker mot moderat snittleieprisvekst.

Rom for verdiøkning i 2025 og 2026

Avkastningskravet har blitt oppjustert for alle de store norske byene, men vi tror toppen nås i år. Dersom vi får rett i våre prognoser og snittleieprisene stiger ut prognoseperioden, gir det rom for svak verdiøkning i 2025 og 2026.

Avkastningskrav*	2023	2024	2025	2026
Oslo	4,75 %	5,25 %	5,25 %	5,25 %
Trondheim	5,75 %	6,00 %	6,00 %	6,00 %
Stavanger	5,75 %	6,00 %	6,00 %	6,00 %
Bergen	5,50 %	5,75 %	5,75 %	5,75 %
Leieprisvekst*	2023	2024	2025	2026
Oslo	11 %	3 %	4 %	5 %
Trondheim	11 %	3 %	4 %	5 %
Stavanger	16 %	7 %	1 %	1 %
Bergen	9 %	2 %	2 %	2 %

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

Sara Midtgaard,

sara.midtgaard@handelsbanken.no

Nøkkeltall

Prognoser

	15. mar. 2024	1.kv.2024	2.kv.2024	3.kv.2024	Slutt 2024	Slutt 2025	Slutt 2026
Norges Banks folio	4.50	4.50	4.50	4.50	4.25	3.50	2.75
3 mnd NIBOR*	4.70	4.85	4.85	4.85	4.60	3.85	3.10
10-års norsk swap	3.74	3.80	3.80	3.70	3.70	3.50	3.50
EUR/NOK	11.52	11.40	11.30	11.20	11.20	10.90	10.80

*Fix fredag 15.mars

	2023	2024	2025	2026
Boligpriser**	0.2	2.3	5.3	5.1

** Årsgjennomsnitt

Kilde: Handelsbanken Capital Markets

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

Handelsbanken Capital Markets, en avdeling i 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 statistiktjenester 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		
Charlotte Asgermyr	Chief FI Strategist	+46 101 870 887		James Sproule	Chief Economist, UK	+44 7812 4861 87
Anders Bergvall	Senior Economist	+46 101 870 491		Daniel Mahoney	Senior Economist	+44 7890 3043 77
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
Magnus Lindskog	Senior Economist	+46 101 877 811		Janne Ronkanen	Senior Economist	+358 10 444 2403
Anton Solberg	Junior Economist	+46 101 879 512				

Debt Capital Markets

Björn Ordell	Head of Debt Capital Markets	+46 8 701 28 04
Charlotte Wilson	Head of Debt Capital Markets Sweden	+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