

Konjunkturrapport

20.september 2023

En kjøligere høst

- Inflasjonskampen koster; «stagnasjon» i norsk økonomi
- Norges Bank setter renten opp til 4,25 prosent; ingen kutt før slutten av 2024
- Eiendomsverdier stadig under press
- En lang reise mot en sterkere krone



Handelsbanken

Innhold

En kjøligere høst	3
En ny, men fortsatt krevende fase	4
Pågående avkjøling, men trolig ingen resesjon	7
Norges Bank kan enda ikke heve seiersfanen	12
Realrenten setter et tak for «rekylen»	18
Størst boligmangel i Oslo	21
Salgsprisen vil falle videre	23
Høyere og mer langvarig rentetopp	27
En lang reise mot en sterkere krone	30
Handelsbankens prognoser	33
Fraskrivelseserklæring for analyse	34

En kjøligere høst

Inflasjonen har falt fra toppen, men er fortsatt altfor høy. Selv om de store sentralbankene rundt oss, som ESB og Fed, trolig har nådd sine respektive rentetopper, vil det ta tid før vi ser lettelser i pengepolitikken. Med dette som bakteppe, ser vi for oss et forsiktig fall i den økonomiske aktiviteten fremover, hvor arbeidsledigheten også ventes noe opp. Her hjemme er det bredt forventet at Norges Bank nå hever styringsrenten til 4,25 prosent, som vi også tror er toppen. Men risikoen er fortsatt noe på oppsiden. Også her vil det drøye før vi får se det første rentekuttet. Trolig vil ikke Norges Bank kutte renten før ved utgangen av neste år.

En ny, men fortsatt krevende fase

Så langt har økonomiene vist seg forholdsvis motstandsdyktige mot de stadige rentehevingene. Men dette er i ferd med å endre seg, og trolig vil vi se svakere økonomisk utvikling gjennom andre halvår. Vekstsignalene for eurosone er klart svekket, og trolig vil også USA følge i samme fotspor etter et midlertidig vekstopp-sving i tredje kvartal. Inflasjonen har så langt kommet seg bratt ned fra toppen. Men det er fortsatt kostnadspress som skal gjennom det økonomiske systemet, og den siste veien ned til 2 prosent kan vise seg lang. Selv om vi heller mot å tro at de toneangivende sentralbankene, Fed og ESB, nå har nådd rentetoppen, ligger det an til at de påfølgende rentekuttene vil drøye noe lenger enn hva vi tidligere har sett for oss.

Pågående avkjøling, men trolig ingen resesjon

Norsk økonomi har begynt å bremse ned, og kapasitetspresset avtar. Men tallene maskerer til dels store bransjevis forskjeller, som også vil bestå i tiden fremover. Oljeleverandørene preges av stor optimisme, og dette demper risikoen for resesjon. Mens utsiktene forblir svake for byggebransjen og varehandelen. Arbeidsledigheten ventes å stige gradvis fremover, men neppe til nivåer som vil være mye høyere enn før pandemien.

Norges Bank kan enda ikke heve seiersfanen

Kjerneinflasjonen har igjen vist seg mer gjenstridig enn ventet, selv om den verste toppen nok er passert. Samtidig tyder lønns- og prisdynamikken på at det vil ta lang tid før vi ser 2-tallet på mer varig basis. Norges Bank vil være på vakt mot å erklære en for tidlig seier. Det er bredt forventet at styringsrenten settes videre opp til 4,25 prosent nå i september. Vi holder en knapp på at det også blir rentetoppen. Men Norges Bank vil ikke stenge døren for 4,50 prosent. Første rentekutt vil trolig drøye til utgangen av 2024. For den norske rentekurven er våre forventninger at lange realrenter (5-10 års løpetid), gitt at Norges Banks inflasjonsmål

gjenspeiler inflasjonsforventningene, bare vil ta seg gradvis ned, og mot nivåer sist sett før oljeprisfallet startet i 2014.

Realrenten bremser rekyl i boligmarkedet

De norske boligprisene har så langt i år sett ut til å være nokså immune mot rentehevingene fra Norges Bank. Hittil i år har de nominelle boligprisene steget med 5,7 prosent, som er forenlig med et helt vanlig bolighalvår. Sesongjustert er boligprisene uendret siden januar. I august begynte vi imidlertid å se tegn til nedkjøling, og vi tror denne trenden vil fortsette gjennom høsten. Fremover tror vi på en relativt flat prisutvikling gjennom neste år, før vi i 2025 venter en «rekyl» i boligprisene grunnet lav boligbygging. Samtidig vil en positiv realrente legge et lokk på hvor kraftig denne rekyl kan bli.

Salgsprisen for næringseiendom videre ned

Kontormarkedet går fortsatt treigt og det er få transaksjoner i markedet. Fra «toppen» i tredje kvartal i fjor, har verdiene allerede falt en del i de store norske byene. I Oslo har verdiene falt med 18 prosent (prime CBD). Men vi tror avkastningskravet skal mer opp i alle de store norske byene, og vi venter svak leieprisvekst de neste årene. Det innebærer et videre verdifall på 10 prosent i Oslo CBD prime markedet.

En lang reise mot en sterkere krone

Mens inverterte rentekurver har blinket rødt for resesjonsrisiko, har annen markedsutvikling vært mer konsistent med en myk landing i USA. Med dette usikre bakteppet gjennom året har den amerikanske dollaren holdt på styrken i forhold til starten av 2023, mens den norske krona har svekket seg. Risikoen for at inflasjonen kommer ut av kontroll har derimot i stor grad avtatt, og med et oppsving i global vekst fra midten av 2024 vil markedsforholdene kunne favorisere en gradvis sterkere krone. Som gjennomsnitt er vår forventning at EUR/NOK vil ligge rundt 11,20 i snitt de to nærmeste kvartalene.

En ny, men fortsatt krevende fase

Så langt har økonomiene vist seg forholdsvis motstandsdyktige mot de stadige rentehevingene. Men dette er i ferd med å endre seg, og trolig vil vi se svakere økonomisk utvikling gjennom andre halvår. Vekstsignalene for eurosone er klart svekket, og trolig vil også USA følge i samme fotspor etter et midlertidig vekstopp-sving i tredje kvartal. Inflasjonen har så langt kommet seg bratt ned fra toppen. Men det er fortsatt kostnadspress som skal gjennom det økonomiske systemet, og den siste veien ned til 2 prosent kan vise seg lang. Selv om vi heller mot å tro at de toneangivende sentralbankene, Fed og ESB, nå har nådd rentetoppen, ligger det an til at de påfølgende rentekuttene vil drøye noe lenger enn hva vi hittil har sett for oss.

Konjunktursykelen er inne i en ny fase

Ringvirkningene av pandemien, Russlands angrepskrig mot Ukraina, og de påfølgende energiforsyningsutfordringene i Europa, har enda ikke dødd ut. Men den globale økonomien har beveget seg inn i en ny fase av konjunktursykelen. Inflasjonen er fortsatt høy, men den økonomiske aktiviteten er nå mer på vei ned. Dette vil bidra til å dempe prispresset fremover. Eurosone er nok inne i en fase hvor verdiskapingen nå tar seg noe ned, og trolig vil USA følge etter. Vi ser for oss en stagnasjon i amerikansk økonomi mot slutten av dette året, etterfulgt av negativ vekst gjennom store deler av 2024. Den kommende lavkonjunkturen må særlig ses i sammenheng med at pengepolitikken er strammet mye inn.

De store sentralbankene, som Fed og ESB har trolig nådd sine respektive rentetopper. Men fremtidige rentekutt ventes nå å komme noe senere enn hva vi har antatt så langt. Etter vårt syn, vil Fed holde styringsrenten på dagens nivå frem til midten av neste år, før det første kuttet kommer. ESB ventes å kutte først i tredje kvartal til neste år. Etter hvert som prisveksten bringes mer under kontroll, kan vi se for oss at den økonomiske aktiviteten tar seg mer opp igjen. Men det økonomiske oppsvinget ventes først inn i 2025.

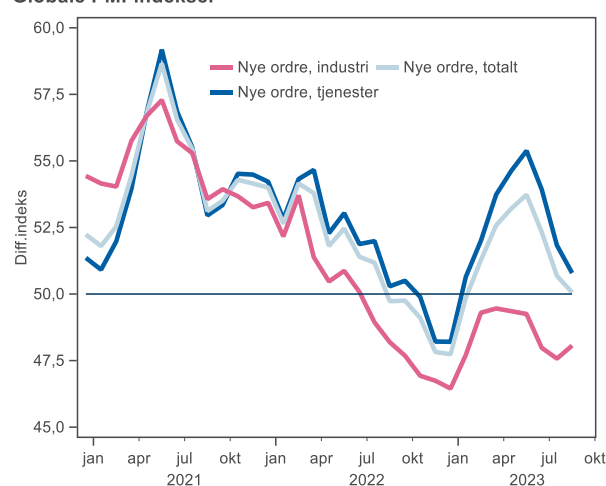
Motstandsdyktige økonomier, så langt

Så langt har den globale økonomiske aktiviteten fortsatt å vise seg motstandsdyktig mot den bratte renteoppgangen. Spesielt arbeidsmarkedene har vist seg sterke, hvor arbeidsledigheten i både USA og eurosone fortsatt befinner seg rundt rekordlave nivåer. Baksiden av den samme motstandsdyktigheten, er at perioden med forholdsvis høy underliggende prisvekst også kan dra seg mer ut i tid. Høy vekst i arbeidskraftkostnadene, i en situasjon hvor bedriftene også ønsker å holde marginene oppe, kan nettopp sørge for at prisveksten blir mer varig høy. Riktignok får sentralbankene en del gratishjelp

i form av sterkt fallende prisvekst på konsumvarer. Noe som kan ses i sammenheng med at en rekke tilbudssideutfordringer nå må sies å ha normalisert seg. Prisene på blant annet frakt, råvarer og energi har kommet seg klart ned igjen. Men de stivere tjenestepriene, som er mer dominert av utviklingen i bedriftenes lønnskostnader, har ikke vist en fullt så overbevisende trend nedover. Sentralbankene er da fast bestemt på å opprettholde en restriktiv pengepolitikk inntil de ser klare tegn på at prisveksten kommer seg ned igjen mot målet på mer varig basis.

Effekten av renteoppgangen kommer nå mer til syne

Globale PMI-indeks



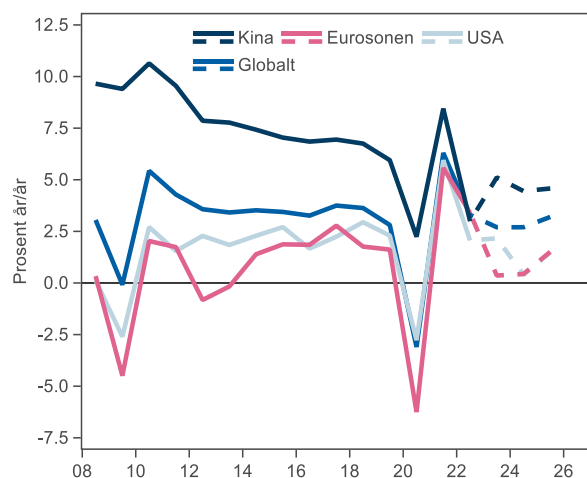
Kilder: Macrobond og S&P Global

Svakere vekst i sikte

Selv om etterspørselen har vist seg motstandsdyktig så langt, er ikke dette en god pekepinn for den videre økonomiske utviklingen. Pengepolitikken virker med et tidsetterslep. Det er også vår vurdering at tæringen på oppsparte midler fra pandemien, nå har

nådd endestasjonen. Husholdningene må i større grad innrette forbruket etter inntektsveksten. Etterspørselsvirkningen av ekspansiv finanspolitikk ventes også å avta. I eurosonen fases støtteordninger mot de høye energipriser mer ut, og fra oktober – som markerer starten på et nytt amerikansk budsjettår – vil finanspolitikken gjøres mindre ekspansiv. Ser vi til sektorfordelingen i økonomien, ligger sentimentmålingene for industrisektoren på spesielt lave nivåer. Dette ettersom produksjonen ikke lenger understøttes av tidligere ordreinngang. Svak etterspørsel, blant annet som følge av en skuffende gjeninnhenting i Kina, legger en videre demper på den globale industriaktiviteten. Tjenestesektoren har imidlertid ikke vist den samme avmatningen så langt, men dette er i endring. For eksempel har de siste PMI-tallene fra eurosonen vist en overraskende svak utvikling innen nettopp tjenestesektoren. For amerikansk økonomi peker imidlertid korttidsindikatorerne mot solid vekst også i tredje kvartal, blant annet understøttet av en oppgang i konsumet. Men dette vil neppe vare ved. Styrken som er vist i de siste amerikanske forbrukstallene, både på vare- og tjenestesiden, må nemlig ses i lys av både Amazon Prime Day event, en vær-relatert oppgang i energiforbruket, og ikke minst det mer kuriøse Barbenheimer-fenomenet, som nylig sørget for en skarp oppgang i kinosalget. BNP-veksten i tredje kvartal ser altså ut til å bli høy. Men med disse forholdene bak oss, ser vi også for oss at USA vil stagnere mer gjennom årets siste kvartal, etterfulgt av negativ vekst gjennom store deler av 2024. På globalt nivå, ser vi nå for oss en BNP-vekst på 2,8 prosent i 2023, etterfulgt av 2,7 prosent i 2024 og 3,2 prosent i 2025.

Global BNP-vekst



Kilder: Macrobond og Handelsbanken

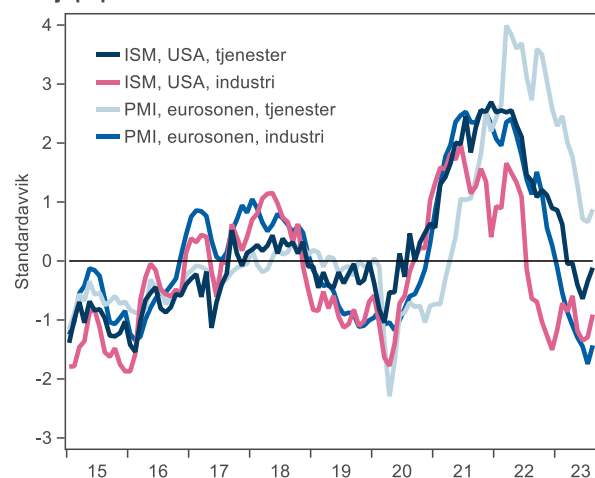
Den kinesiske økonomien sliter med vekstmålet

Det etterlengtede løftet etter gjenåpningen av det kinesiske samfunnet, snudde raskt til å bli en skuffelse. Deretter erstattet av en frykt for en desto hardere landing for eiendomssektoren. Så langt har myndighetene vist nokså beskjeden vilje til å stimulere etterspørselen, hvor hensynet til realøkonomien må balanseres mot risikoen for at eiendomssektoren igjen fyres opp. Fortsatte (porsjonerte) støttetiltak vil trolig kunne forhindre en regelrett krasjlanding for boligmarkedet. Men de underliggende utfordringene i økonomien, inkludert utilstrekkelig etterspørsel og høy gjeld, vil vare ved. Vårt hovedscenarion er at den kinesiske økonomien vil vokse i underkant, men nær, det offisielle vekstmålet på 5 prosent de neste årene.

Nedadgående trend i prisveksten...

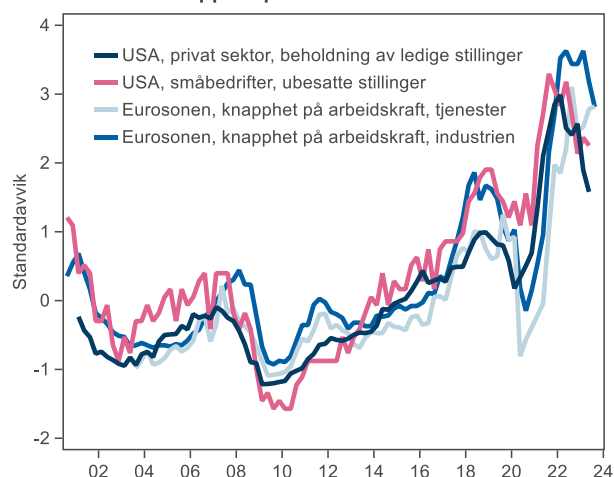
Ringvirkningene av tidligere tilbudssideforstyrrelser har avtatt klart, og dette bidrar isolert sett til å dempe prisveksten. Så langt har den samlede konsumprisveksten falt bratt fra toppen, både i USA og eurosonen. Men mye er forklart av nedgangen i prisveksten for energi- og konsumvarer. Den underliggende konsumprisveksten er imidlertid fortsatt høy. Sterk etterspørsel har skapt rom for at bedriftene kan velte kostnadene over, og i tilfeller også vel så det, og etter våre vurderinger er det fortsatt kostnadspress på vei gjennom systemet. Innen tjenestesektoren er prisveksten fremdeles høy, og kombinasjonen av høy nominell lønnsvekst og svak produktivitetsvekst, innebærer en rask økning i bedriftenes lønnskostnader per produsert enhet. Med mindre den generelle etterspørselen fortsatt dempes, slik vi altså tror, vil bedriftene lettere kunne forsvare egne marginer. Med det resultat at den underliggende inflasjonen blir liggende på vedvarende for høye nivåer.

Innkjøpspriser



Kilder: Macrobond og S&P Global

Indikatorer for knapphet på arbeidskraft

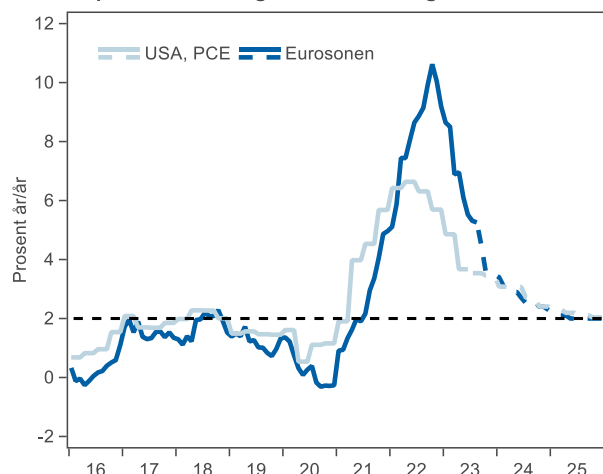


Kilder: Macrobond og Handelsbanken

...men den siste veien kan vise seg lang

Gitt dette bakteppet, forutsetter vi at den økonomiske veksten vil måtte avta mer. Arbeidsledigheten ventes å øke moderat. Mindre press i arbeidsmarkedet vil virke dempende på lønnsveksten. På sikt vil vi se at dette, kombinert med mer press nedover på bedriftene marginer, trolig vil kunne bringe inflasjonen ned igjen mot målet. Men perioden med sterkt fallende inflasjon ligger nok bak oss. Vi ser for oss at vi er inne i en mer utfordrende fase, hvor den videre nedgangen i prisveksten vil skje mer gradvis. Vi forventer at inflasjonen vil holde seg over målet inn i 2025, både i eurosonen og USA.

Konsumpriser, faktisk og anslått utvikling



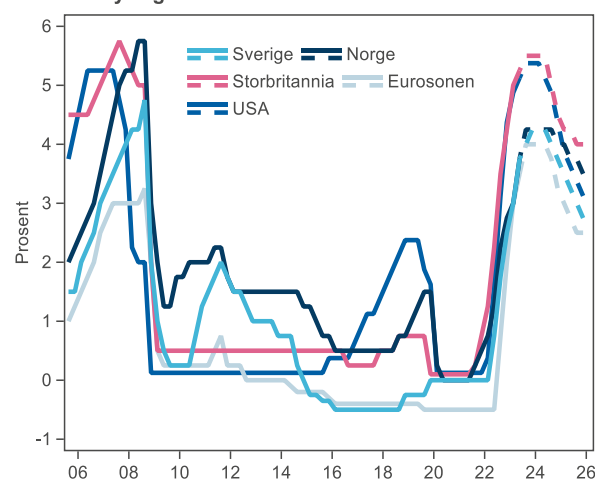
Kilder: Macrobond og Handelsbanken

Vi tror at både Fed og ESB har nådd sine respektive rentetopper. Men de første kuttene kommer senere enn vi har ventet så langt.

Usikkerhet rundt rentetoppen

Den felleseuropeiske sentralbanken valgte nylig å heve innskuddsrenten med nye 25 basispunkter, til 4,00 prosent. Dette var i tråd med våre prognoser så langt, og vi tror nå at rentetoppen er nådd. Dette ettersom vi nå ser såpass tydelige tegn på at renten virker innstrammende på den økonomiske aktiviteten. Neste rentebeskjed fra den amerikanske sentralbanken er bare timer unna, og det synes å være klart at de nå tar en rentepause. Også her tror vi toppen er nådd. Men erkjenner risikoen for ytterligere én heving. Videre fremover tror vi også det vil drøye før vi ser de samme sentralbankene begynne å sette renten litt ned igjen. Vi antar at Fed vil vente til andre kvartal neste år, før det første kuttet gjennomføres. ESB vil trolig vente enda et kvartal lenger. Dette har implikasjoner også for renteutsiktene her hjemme. Som en liten åpen økonomi, hvor kronekursen lett kan komme under press, har Norges Bank noe begrenset grad av frihet til å avvike for mye fra renteutviklingen blant våre handelspartnere. Dette dekkes i et separat kapittel om de pengepolitiske utsiktene her hjemme. Men i korte trekk ser vi for oss at styringsrenten her hjemme vil nå en topp på 4,25 prosent, etter en siste renteheving nå i september. Samtidig vil nok ikke Norges Bank stenge døra for ytterligere én renteøkning. Og noe første rentekutt kommer trolig ikke før både Fed og ESB har begynt å sette rentenivået litt ned igjen.

Globale styringsrenter



Kilder: Macrobond og Handelsbanken

Marius Gonsholt Hov

marius.gonsholt.hov@handelsbanken.no

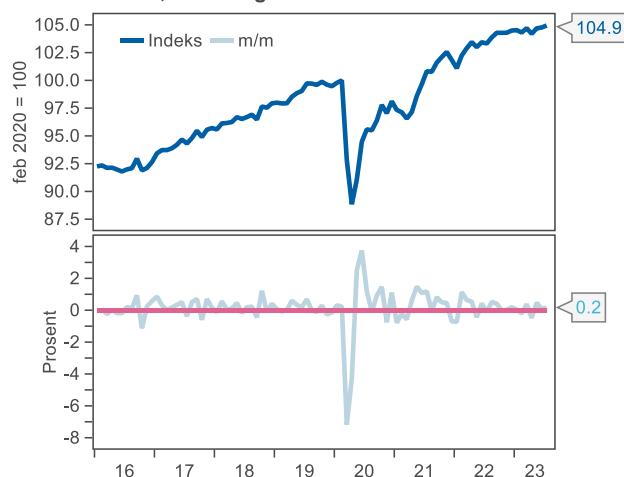
Pågående avkjøling, men trolig ingen resesjon

Norsk økonomi har begynt å bremse tydeligere ned, og kapasitetspresset avtar. Men tallene maskerer til dels store bransjevisse forskjeller, som også vil bestå i tiden fremover. Oljeleverandørene preges av stor optimisme, og dette demper risikoen for resesjon. Mens utsiktene forblir svake for byggebransjen og varehandelen enn så lenge. Arbeidsledigheten ventes å stige gradvis fremover, men neppe til nivåer som vil være mye høyere enn før pandemien.

Veksten dempes...

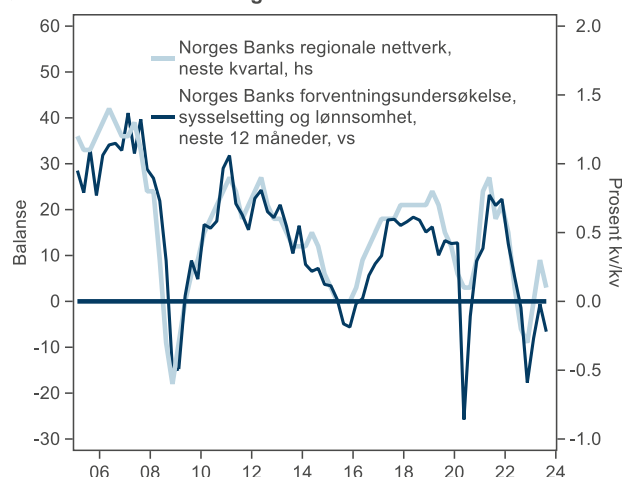
Foreløpige tall viser nullvekst i Fastlands-BNP i andre kvartal, etter beskjedne vekst på 0,2 prosent kv/kv i første kvartal. Utviklingen har vært i tråd med våre prognoser så langt. Vekstbildet fremover er fortsatt svakt. Ifølge Norges Banks Forventningsundersøkelse, har kontaktbedriftene nedjustert synet på egne sysselsettingsplaner for det kommende året. I tillegg ventes en noe svakere lønnsomhetsutvikling. Kontaktbedriftene i Norges Banks regionale nettverk venter en produksjonsvekst på 0,1 prosent det nærmeste kvartalet. Samlet sett legger vi til grunn en årsvekst i Fastlands-BNP på 1,2 prosent i år. En svak utvikling gjennom høsten, som det ligger klart an til, vil gi et tilsvarende svakt overheng til neste år. Dermed ventes BNP-veksten å bremse ytterligere ned til 0,4 prosent i 2024, regnet som årsgjennomsnitt. Anslaget for neste år er så vidt nedjustert fra vår forrige Konjunkturrapport i mai.

Fastlands-BNP, månedlige tall



Kilde: Macrobond

Økonomiske forventninger



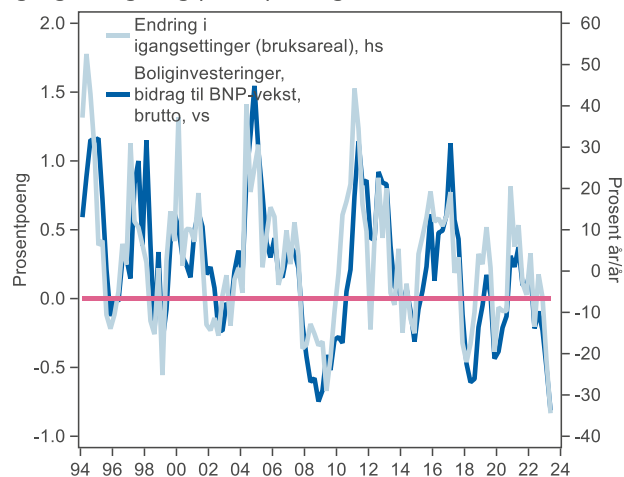
Kilder: Norges Bank og Handelsbanken

...men store bransjevisse forskjeller

Det er fortsatt store bransjevisse forskjeller i norsk økonomi, med nokså dyp pessimisme i byggebransjen. Eiendomsmarkedet dekkes mer omfattende i separate artikler i denne Konjunkturrapporten. Men i første omgang registrerer vi at fallet i igangsettingen har trukket ned boliginvesteringene i et slikt monn, at det isolert sett har dempet aktiviteten i Fastlands-Norge med 0,8 prosent sammenlignet med samme periode i fjor. Oppgangen i byggekostnadene har imidlertid flatet ut, og fallet i realboligprisene – forholdet mellom nominelle boligpriser og byggekostnader – har stanset opp. Vel antar vi en svakere prisutvikling i boligmarkedet denne høsten. Men ser deretter for oss at prisene vil flate mer ut til neste år, etterfulgt av et oppsving i 2025. Dermed vil vi trolig se at fallet i boliginvesteringene også stanser opp i løpet av 2024.

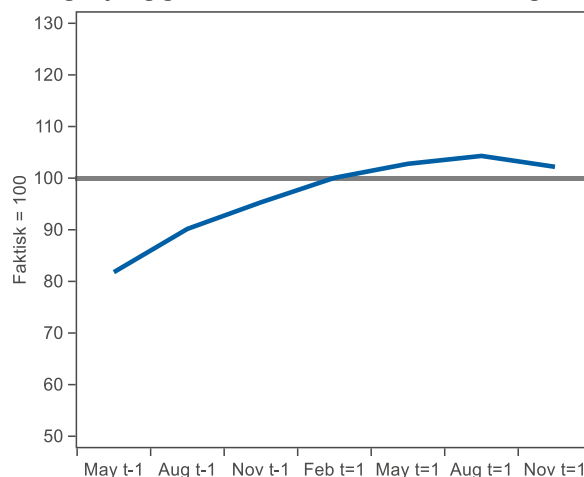
Vi ser for oss at Fastlands-BNP vil vokse med 1,2 prosent i år, før veksten avtar til 0,4 prosent til neste år

Igangsettinger og (brutto) bidrag til BNP-vekst



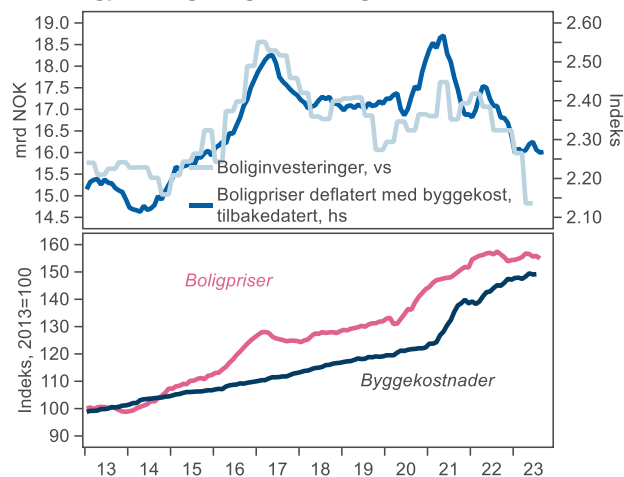
Kilder: Macrobond og Handelsbanken

Telling, olje og gass: Faktiske vs anslåtte investeringer



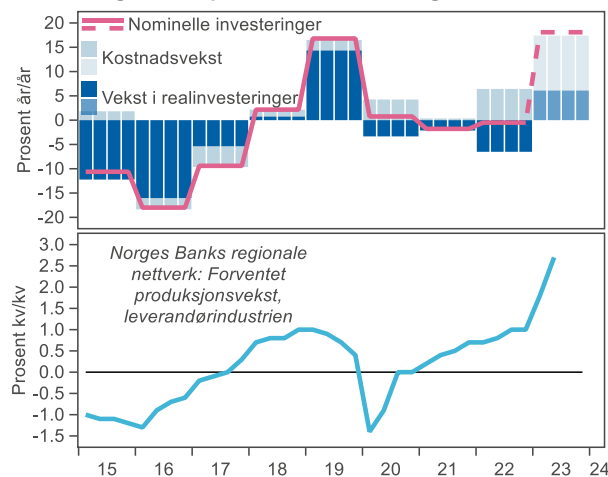
Kilder: Macrobond og Handelsbanken

Realboligpriser og boliginvesteringer



Kilder: Macrobond og Handelsbanken

Faktiske og antatte petroleumsinvesteringer



Kilder: Macrobond og Handelsbanken

Samtidig er leverandørindustrien preget av desto mer optimisme, hvilket må ses i sammenheng med en markant oppgang i petroleumsinvesteringene, som gir et solid vekstbidrag via leverandørindustrien. Ifølge den siste investeringstelingen fra SSB, ligger de nominelle petroleumsinvesteringene an til å stige med hele 23 prosent i år. Men over tid har gjerne anslagene gitt utover høsten overdrevet den faktiske investeringsveksten. Dessuten viser investeringsprisene en formidabel oppgang. Tall fra nasjonalregnskapet tyder på at deflatoren i sokkelinvesteringene kan vise tosifret vekst i år. Dermed legger vi til grunn at realinvesteringene på norsk sokkel vil stige med om lag 6 prosent, etterfulgt av en svakere vekstimpuls gjennom neste år.¹

Det sterke bidraget fra leverandørindustrien er en viktig årsak til at vi fortsatt tror at norsk økonomi vil styre klar av en teknisk resesjon. Men holder vi leverandørene utenom, ligger forventningene til produksjonsveksten og vaker rundt nullstreken, ifølge regionalt nettverk. Tabellen under uthever de store bransjevis forskjellene.

Regionalt nettverk		Forventet produksjonsvekst, neste kvartal										
		-1,5	-1,0	-0,5	0,0	0,5	1,0	1,5	2,0	2,5		
Oljeleverandører	2,1%											
Tjenestetilbydere	0,5%											
Aggregert	0,1%											
Eksportindustri	0,0%											
Aggregert u/oljeleverandører	-0,1%											
Hjemmemarkedsindustri	-0,4%											
Varehandel	-0,7%											
Bygg- og anlegg	-1,5%											

MACROBOND

¹ På papiret indikerer den siste investeringstelingen at veksten til neste år kan bli skyhøy (drøye 50 prosent). Men år/år-sammenligninger av tellingene er for tiden av liten verdi, nettopp fordi 2023-anslagene senere har blitt kraftig oppjustert. Det er også hva SSB indikerer i pressemeldingen («veksten som nå

anslås for 2024 er kunstig høy»). Sammenligner vi heller de siste anslagene for 2024 og 2023 mot hverandre, er de antatte investeringsnivåene forholdsvis like.

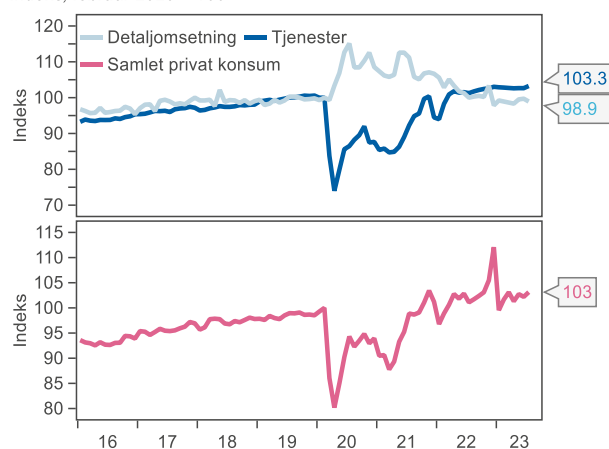
Høy petroleumsaktivitet demper resesjonsrisikoen

Husholdningene setter tæring etter næring

Som det fremgår, skiller også varehandelen seg ut på den negative siden. Nivået på detaljomsetningen er nå lavere enn i forkant av pandemien, samtidig som tjenesteforbruket ikke lenger får noe drahjelp av «gjenåpningseffekten» etter pandemien. I stedet ser vi nå at tjenesteforbruket flater ut, eller endog trender noe nedover. Samlet privat konsum viste et lite fall i andre kvartal, når vi holder bilsalget utenom.²

Husholdningenes månedlige forbruk

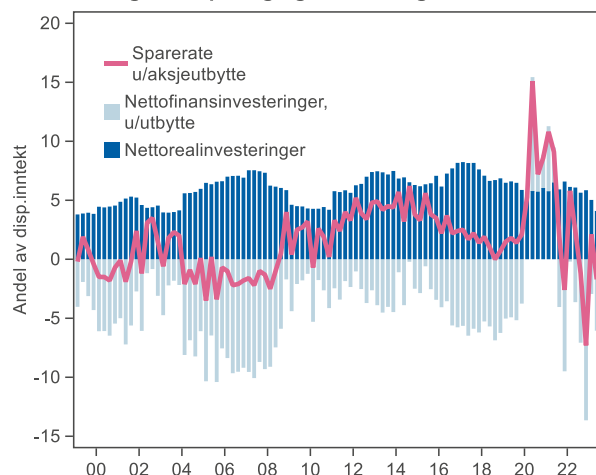
Indeks, februar 2020 = 100



Kilde: Macrobond

Den høye mersparingen fra pandemien har lenge stimulert forbruket, i den forstand at konsumet har vokst sterkere enn hva husholdningenes disponible realinntekter (utenom utbytte) skulle tilsi. Også når vi tar hensyn til at den sterke jobbveksten har hevet den aggregerte inntektsveksten. Utenom utbytte, var husholdningenes sparerate igjen negativ i andre kvartal.

Husholdningenes sparing og investering

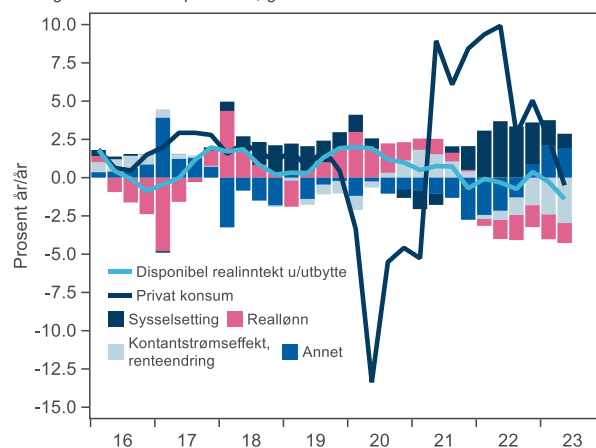


Kilde: Macrobond

Men effekten av både fallet i kjøpekraften, og ikke minst rentehevingene fra Norges Bank, ser nå ut til å komme mer til syne. Den såkalte kontantstrømkanalen er sterk i Norge, som følge av husholdningenes høye gjeldsgrad. Figuren under viser utviklingen i husholdningenes inntekter og konsum, og illustrerer at husholdningene nå i større grad ser ut til å tilpasse seg en svekket inntektsutvikling. Vi legger fortsatt til grunn at konsumet vil falle i år, med 1,2 prosent. Et svakt overheng vil også sørge for lav årsvekst i 2024.

Husholdningenes inntekter og konsum, inflasjonsjustert

Bidrag fra nøkkelkomponenter, glattet 4 kvartaler



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Handelsbanken

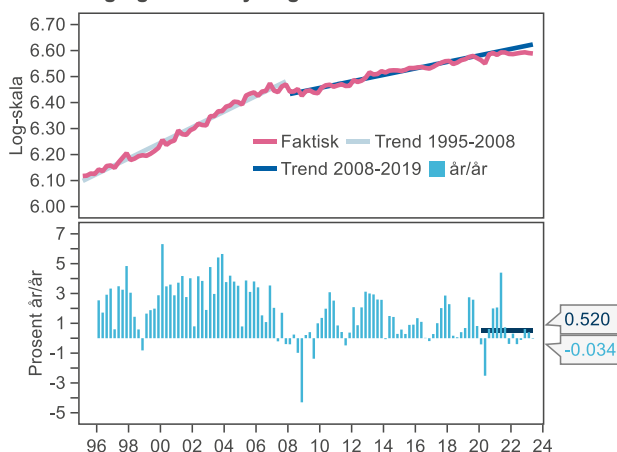
*Husholdningene er under press,
og konsumet vil trolig falle
gjennom høsten*

² Bilsalget har vært svært volatil etter avgiftsøkningen av elbiler fra nyåret. Veksten i bilsalget i andre kvartal må ses i sammenheng med et svært lavt nivå i første kvartal.

Arbeidsledigheten ventes gradvis opp...

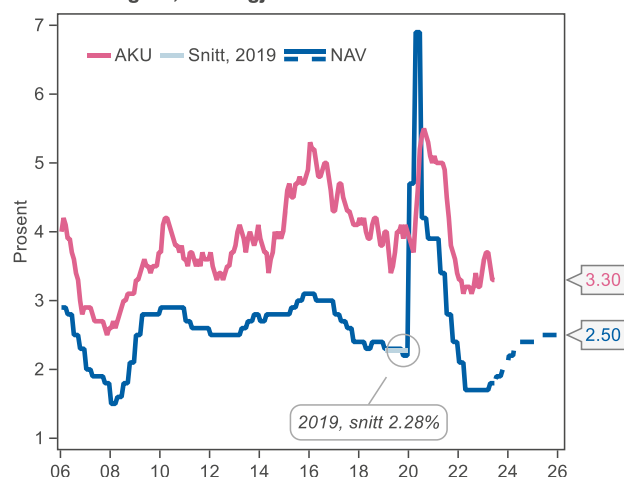
Selv om veksten i norsk økonomi har tatt seg godt ned, og nå befinner seg under trend, har vi så langt sett forholdsvis små utslag i arbeidsledigheten. Den registrerte arbeidsledigheten (NAV) er fortsatt under 2 prosent, sesongjustert, og dermed lavere enn i forkant av pandemien. Men dette har sitt motstykke i at produktivitsveksten har bremset ytterligere ned. Som vist i figuren under, har timeverksproduktiviteten for markedsrettet virksomhet, utenom kraftforsyning, falt enda lenger i underkant av sin langsiktige trend. Isolert sett kan dette bidra til å forlenge perioden med høy kostnadsvekst, og dermed inflasjon, noe vi dekker nærmere i neste kapittel. Men vi legger til grunn at produktivitsveksten vil ta seg noe opp igjen, noe som igjen vil gå mer på bekostning av sysselsetningsveksten. Derfor antar vi fortsatt en gradvis oppgang i den registrerte arbeidsledigheten, som vi venter vil ta seg opp til 2,5 prosent mot utgangen av prognoseperioden. Dette er noe i overkant av nivåene fra før pandemien, men må fortsatt kunne karakteriseres som en myk landing.

Timeverksproduktivitet, Fastlands-Norge u/offentlig forvaltning og kraftforsyning



Kilder: Macrobond and Handelsbanken

Arbeidsledighet, sesongjustert

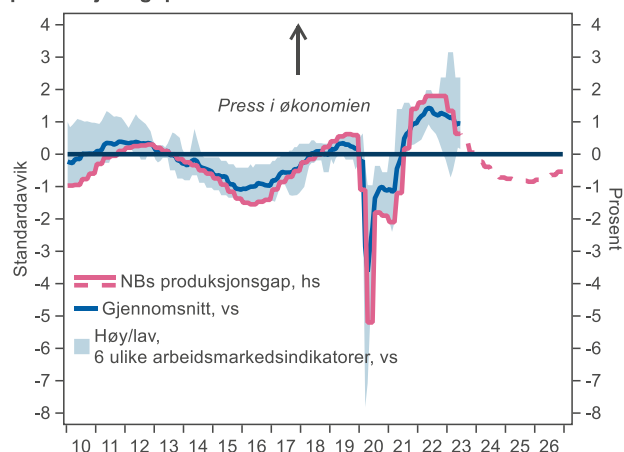


Kilder: Macrobond og Handelsbanken

...men ikke mer enn at landingen blir myk

Flere indikatorer peker mot en pågående avkjøling av presset i arbeidsmarkedet, selv om ledighetsraten så langt ikke har tatt seg mye opp. Figuren under oppsummerer et spekter av arbeidsmarkedsindikatorer, og den pågående avkjølingen ser ut til å være rimelig i tråd med Norges Banks antagelser om at det generelle kapasitetspresset fortsatt er noe over normalen, men samtidig videre på vei ned.

Arbeidsmarkedsindikatorer vs Norges Banks produksjonsgap

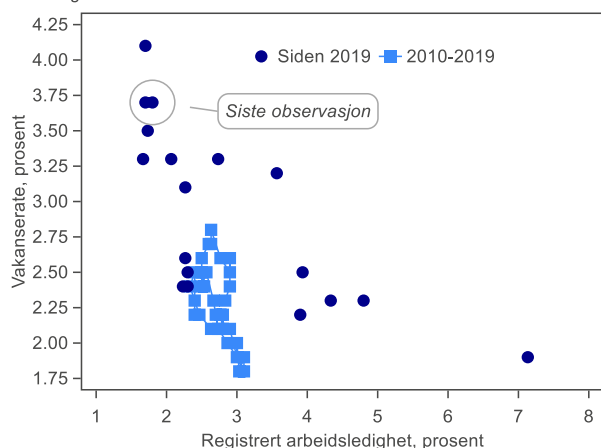


Kilder: Macrobond og Handelsbanken

Det er også enkelte forhold som kan tyde på at avkjølingen vil kunne fortsette, uten at ledigheten må stige dramatisk. Nylig har vi sett et markant fall i beholdningen av ledige stillinger, som nå stemmer noe bedre overens med fallet vi har sett i nye stillinger (NAV). Forholdet mellom ledige stillinger og andelen arbeidssøkere har vist et bratt fall i det siste, og kan tyde på at «meretterspørselen» etter arbeidskraft nå dempes i større grad. Fallet kan også være brattere enn illustrert i figuren under, ettersom tallene for nye stillinger (NAV) stemmer bedre overens med tilbakemeldingene fra kontaktbedriftene i Norges Banks regionale nettverk.

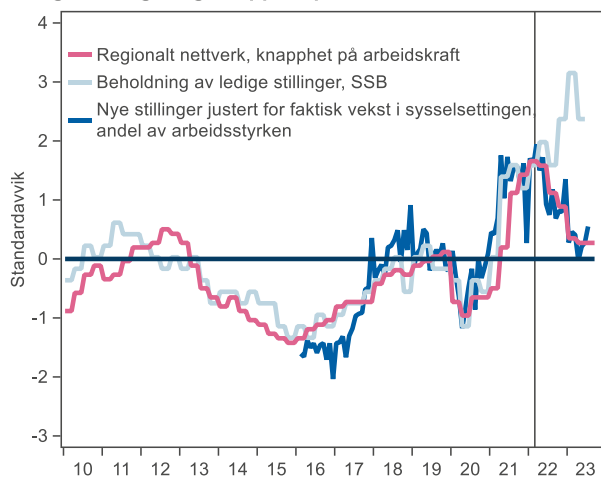
Forholdet mellom ubesatte stillinger og andelen jobbsøkere

Beveridgekurven



Kilde: Macrobond

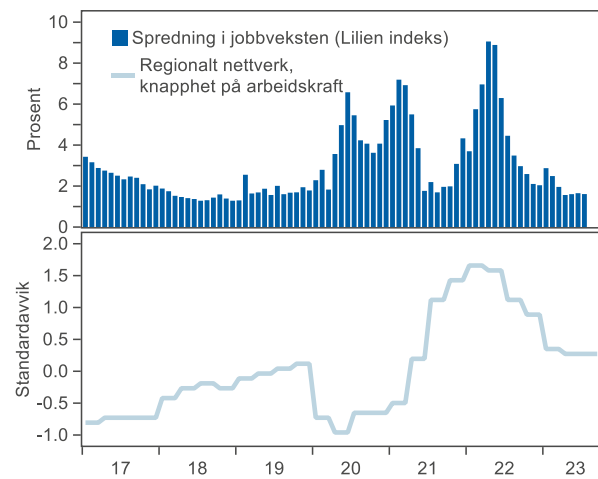
Ledige stillinger og knapphet på arbeidskraft



Kilder: Macrobond og Handelsbanken

Det ser heller ikke ut til å være noe grunnlag for å tro at arbeidsmarkedet fungerer dårligere enn tidligere; om noe har Norges Bank vist til at den såkalte friksjonsledigheten kan ha falt.³ Spredningen i jobbveksten er nå mer på linje med hva vi så før pandemien, og kan potensielt innebære at det også er mindre ubalanse mellom tilbud og etterspørsel av arbeidskraft. I korte trekk venter vi altså en gradvis oppgang i ledigheten fremover, som en konsekvens av at sysselsettingen bremser ned i takt med svakere vekst i økonomien. Men vi tror fortsatt ikke at arbeidsledigheten vil ende på nivåer som er mye høyere enn i forkant av pandemien. Ei heller tror vi på en markant økning i arbeidsledigheten for å få prisveksten mer ned, noe vi dekker nærmere i neste kapittel.

Spredning i jobbveksten og knapphet på arbeidskraft



Kilder: Macrobond og Handelsbanken

Marius Gonsholt Hov

marius.gonsholt.hov@handelsbanken.no

³ «Fungerer arbeidsmarkedet bedre enn før?» Bankplassen blogg, 5.juni 2023.

Norges Bank kan enda ikke heve seiersfanen

Kjerneinflasjonen har igjen vist seg mer gjenstridig enn ventet, selv om den verste toppen nok er passert. Samtidig tyder lønns- og prisdynamikken på at det vil ta lang tid før vi ser 2-tallet på mer varig basis. Norges Bank vil være på vakt mot å erklære en for tidlig seier i inflasjonskampen. Det er bredt forventet at styringsrenten settes videre opp til 4,25 prosent nå i september. Vi holder en knapp på at det også blir rentetoppen. Men Norges Bank vil nok ikke stenge døren for 4,50 prosent. Første rentekutt vil trolig drøye til utgangen av 2024.

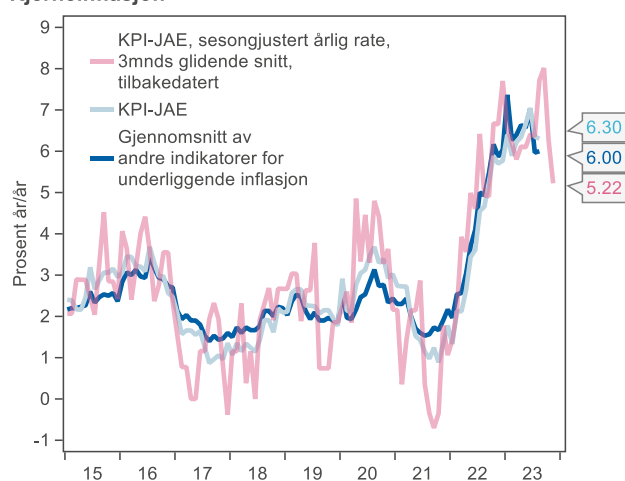
Gode og dårlige inflasjonsnyheter

Den gode nyheten først: Kjerneinflasjonen ser endelig ut til å ha rundet toppen. Etter å ha steget til hele 7,0 prosent i juni, har årsveksten i KPI-JAE nå tatt seg ned til 6,3 prosent, ifølge SSBs tall for august. Den ikke fullt så gode nyheten er det fortsatt ser ut til å ta lang tid å få prisveksten helt ned igjen mot inflasjonsmålet. Utsikter til fortsatt høy lønnsvekst også videre fremover, gjør at det er lang vei ned til 2-prosent.

Vi har gjentatte ganger blitt overrasket over den sterke prisveksten, som nå også får næring av høy vekst i lønnskostnadene. Ved rentebeslutningen nå i september, som er rett rundt hjørnet, er det bredt forventet at Norges Bank varsler renten opp med nye 25 basispunkter, til 4,25 prosent. Dette tror vi også blir toppen i denne omgang. Men Norges Bank vil neppe våge å slå dette endelig fast. Den nye rentebanen, som også legges frem i forbindelse med rentebeslutningen, vil trolig åpne opp for at rentetoppen kan bli så høy som 4,50 prosent. Den underliggende inflasjonsdynamikken, som vi ser nærmere på i dette kapitlet, gjør at vi også tror det vil drøye før vi får se noe første rentekutt. Trolig blir styringsrenten liggende i ro frem til utgangen av 2024.

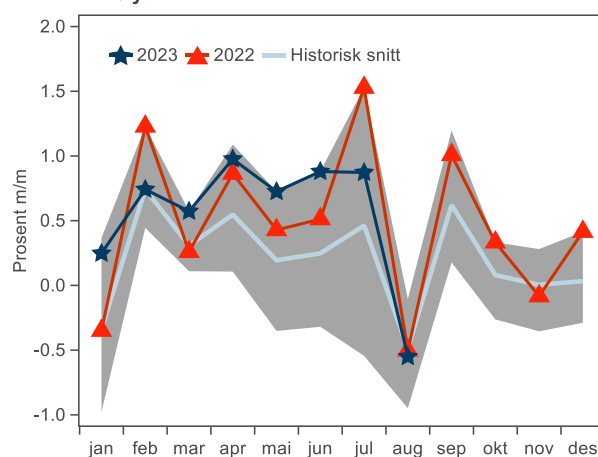
Styringsrenten ventes opp til 4,25 prosent nå i september

Kjerneinflasjon



Kilder: Statistisk sentralbyrå, Norges Bank og Handelsbanken

KPI-JAE: Faktisk månedsvekst og historisk høy/lav



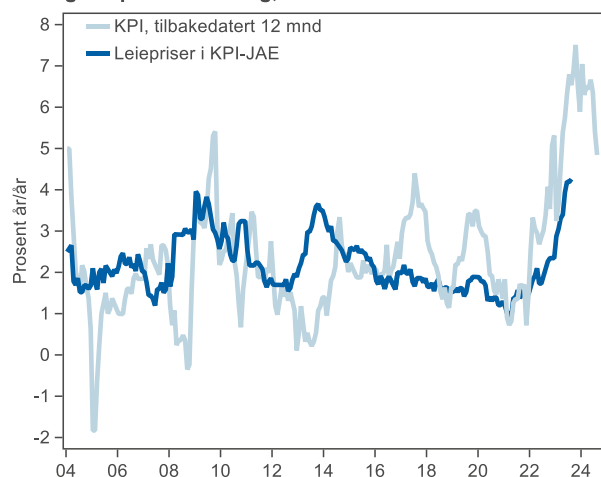
Kilde: Macrobond

Store endringer i relative priser fremover

Vi må regne med stor variasjon i relative priser fremover, hvor blant annet husleiene ventes å stige videre. Det norske leiemarkedet preges av et stort innslag av indeksering, med tilhørende tregheter. Selv om den samlede konsumprisveksten (KPI) for lengst har rundet toppen, vil veksten i husleiene – slik de måles av SSB – fortsatt kunne slepe seg

oppover. I tillegg må vi ta hensyn til økte kostnader for utleierne, og ikke minst press i leiemarkedet. På den annen side finner vi vareprisene, hvor vi nå har sett et betydelig fall i prisveksten for norskproduserte varer utenom energi. Veksten i produsentprisene for konsumvarer er også klart ned fra toppen. Blant Norges handelspartnere ser vi også et overbevisende fall i prisveksten for konsumvarer, som vil bidra til å dempe de importerte prisimpulsene også her hjemme. Betinget av at kronekursen ikke blir gjenstand for en ny svekkelse, men heller styrker seg noe videre, slik vi tror.

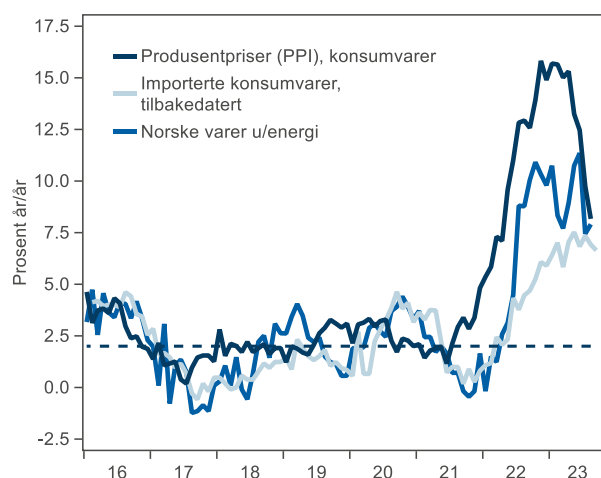
KPI og leiepriser for bolig, slik de måles i KPI-JAE



Kilde: Macrobond

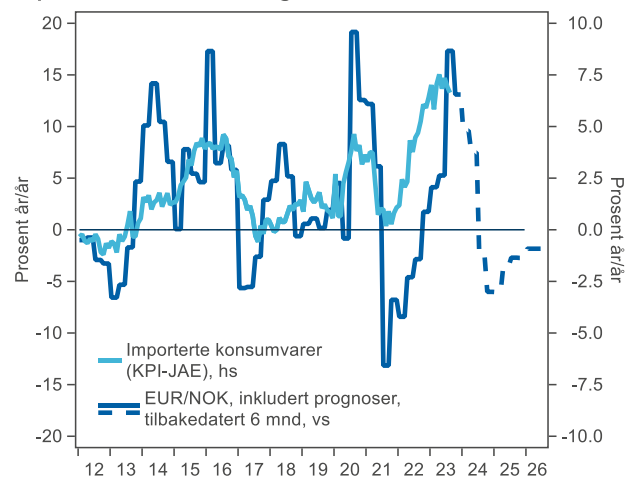
Veksten i husleiene vil trolig ta seg ytterligere opp, mens veksten i vareprisene er fallende

Prisvekst for konsumvarer i KPI-JAE



Kilde: Statistisk sentralbyrå

Importerte konsumvarer og kronekurs

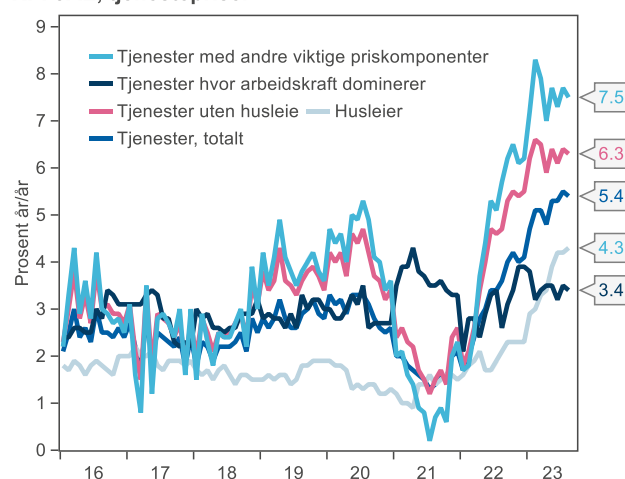


Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Men hva med de stivere prisene?

Spørsmålet er hva vi står igjen med av stivere priser, som nok også må ses mer i sammenheng med lønnskostnadsveksten i økonomien. Vi kan trekke en parallell til USA, hvor sentralbanksjef Powell har understreket at Fed er særlig opptatt av prisveksten på tjenester utenom energitjenester og husleier – såkalt superkjerneinflasjon – som antas å være tyngre å få helt ned. Ser vi til tjenestesektoren her hjemme, har oppgangen i tjenestepriiser hvor arbeidskraft dominerer, tatt seg etter forholdene lite opp. Årsveksten har også stabilisert seg mer over de siste månedene. Men akkurat denne komponenten utgjør en liten del av konsumprisindeksen, og befinner seg uansett over inflasjonsmålet. Ser vi til øvrige tjenestepriiser utenom husleier, er prisveksten fortsatt svært sterk.

KPI-JAE, tjenestepriiser



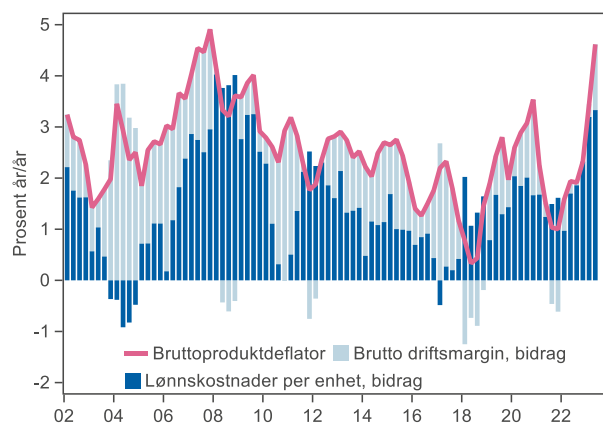
Kilde: Macrobond

I det følgende har vi også gjort beregninger som viser hvor mye lønnsveksten nå bidrar til prisveksten

i verdiskapingen i Norge,⁴ når vi konsentrerer oss om markedsrettet virksomhet utenom kraftforsyning. Tallene er svært volatile på kvartalsbasis, men ser vi på det glidende gjennomsnittet for de siste fire kvartalene, viser figuren under at økt lønnsvekst per produsert enhet nå bidrar mer til den totale prisveksten. Dette følger av to forhold: For det første har timelønnsveksten tatt seg klart opp, og for det andre har produktivitetsveksten vært svært lav.

Faktisk og dekomponert vekst i BNP-deflatoren for Fastlands-Norge u/offentlig forvaltning og kraftforsyning

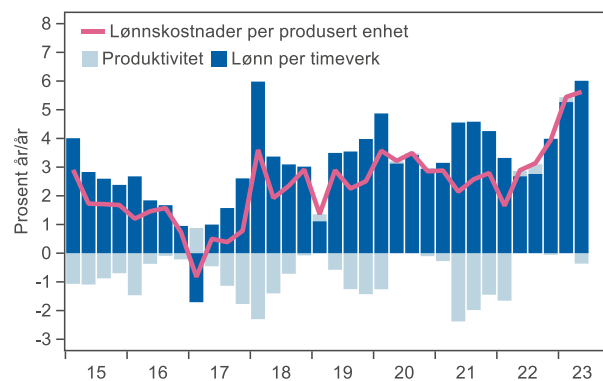
Glattet 4 kvartaler



Kilder: Macrobond og Handelsbanken

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

Lønnskostnadene bidrar nå mer til prisveksten

⁴ Her tar vi utgangspunkt i BNP fra inntektssiden, som er summen av lønnskostnader og driftsresultat. Det kan da vises at veksten i bruttoproduktdeflatoren, som er prisen på verdiskapingen, følger av den vektete summen av veksten i

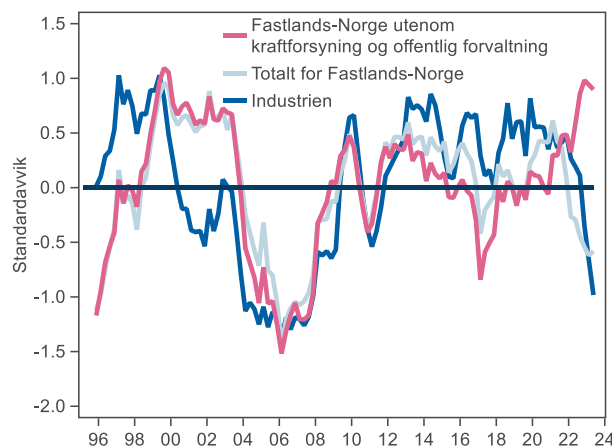
Kime til en skadelig inflasjonsdynamikk?

Det kan i prinsippet innvendes at denne inflasjonsdynamikken vil «blø ut av seg selv.» Frontfaget har sett en bedring av lønnsevnen, med konsekvens at lønnskravene kan justeres opp i neste runde slik at inntektsfordelingen mellom arbeid og kapital holdes konstant over tid. En fersk analyse av SSB⁵ indikerer også økte prispåslag i industrien, som vil si at prisene har økt mer enn hva kostnadsøkningen vil si («grådighetsinflasjon»). Men for skjermede næringer er bildet et annet, hvor den samme studien finner at prisene ikke har økt tilsvarende som kostnadene; prispåslaget har vært negativt.

Figuren under viser lønnsandelen for ulike sektorer i norsk økonomi, herunder industrien, som altså har falt markert. For å gjenopprette balansen, må lønnsveksten mer opp. Dette vil i så fall smitte over til øvrige skjermede næringer, som altså ikke nødvendigvis har sett den samme bedringen i lønnsomheten. For markedsrettet virksomhet utenom kraftforsyning ser det heller ut til at lønnsandelen har tatt seg opp. Det kan gi et tilsvarende behov for å øke utsalgsprisene fremover, som i så fall vil bidra til å forlenge perioden med høy kjerneinflasjon. Dersom effekten via Frontfaget kun viser seg å være et «engangstilfelle,» vil denne prisimpulsen dø ut over tid; etter hvert som øvrige sektorer endelig har justert lønninger og priser opp til et nytt, og høyere nivå.

Lønnsandeler

Glattet 4 kvartaler



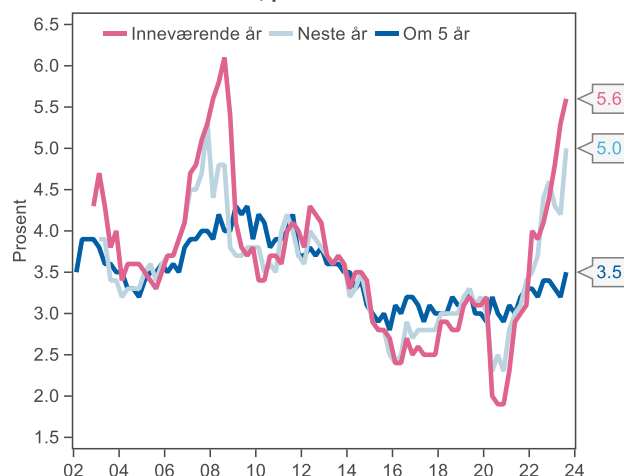
Kilder: Macrobond og Handelsbanken

hhv. lønnskostnader og driftsresultat per enhet. Vektene er gitt ved inntektsandelene i forrige periode.

⁵ Økonomiske analyser 3/2023, SSB, boks 2.2

Denne argumentasjonen ser imidlertid ut til å holde bare delvis. Vi ser at partene i arbeidslivet igjen har hevet lønnsforventningene også for det kommende året, samtidig som lønnsevnen i Frontfaget påvirkes av kronekursen, som heller ikke kan ses isolert fra rentesettingen til Norges Bank.⁶

Forventet årslønnsvekst, partene i arbeidslivet



Kilde: Macrobond

Det var nok så avgjort et poeng i forbindelse med Norges Banks rentemøte i juni, da de igjen tok markedet på senga med en ny, dobbel renteheving. Og i tillegg justerte selve rentebanen mer opp enn hva markedet hadde antatt på forhånd. Dette for å heve renteforventningene her hjemme relativt til Norges handelspartnere, nettopp i en situasjon hvor kronekursen hadde kommet under mer press. Selv om kronekursen er sterkt påvirket av svingningene i risikopremien, kan en gunstigere rentedifferanse mot utlandet ha bidratt til å dempe depresieringspresset mot den norske kronen. Dermed også prisimpulsene gjennom valutakurskanalen.

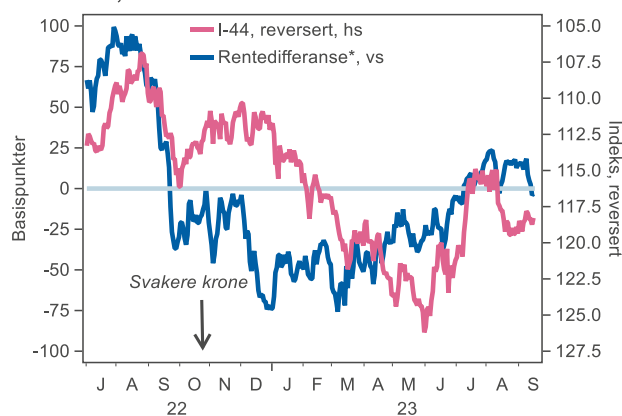
Lønnsandel i industrien og kronekurs, kvartalstall

Lønnsandelen er glattet 4 kvartaler



Kilder: Macrobond og Handelsbanken

Kronekurs, vs rentedifferanse mot utlandet



Kilder: Macrobond, Bloomberg og Handelsbanken

*Markedets forventninger til Norges Banks styringsrente, fratrasket en veid kurv av kortrenteforventninger blant Norges handelspartnere, slutt 2023

Renten virker gjennom valutakurskanalen, og bidrar til å dempe prisveksten

Sisyfosarbeid på Bankplassen?

Når det er sagt, ser vi samtidig at kronekursen igjen er svakere enn hva vi kan forklare ut ifra den relative rentedifferansen. Skal vi ut i fra dette konkludere med at Norges Bank er dømt til et evig arbeid mot den høye prisveksten, som aldri blir sluttført? Hvor renten til stadighet må heves for å bremse depresieringspresset mot kronen, samtidig som lønns- og prisforventningene bare fortsetter oppover? Ikke nødvendigvis, slik vi ser det. Kurssvekkelsen over sommeren bærer ikke preg av

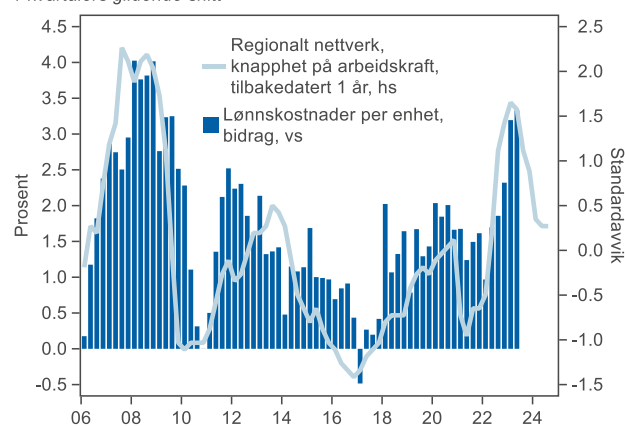
⁶ For en grundig gjennomgang, se Samfunnsøkonomen 3/2023, «Når kan lønns- og prisspiraler oppstå? Om samspillet mellom

[pengepolitikken og lønnsdannelsen.»](#) Av Øistein Røisland, analysedirektør i Norges Bank.

å være den samme enveisbevegelsen som vi så gjennom våren. For det andre er presset i arbeidsmarkedet på vei ned, som omtalt i forrige avsnitt, og figuren under viser at dette i neste runde gjerne leder til et gradvis svakere inflasjonsbidrag fra lønnskostnadene per produsert enhet. Presset har avtatt mer enn hva økningen i arbeidsledigheten alene skulle tilsi. Derfor tror vi fortsatt ikke at en markant oppgang i arbeidsledigheten må være hovedbetingelsen for at prispresstet skal dempes.

Lønnskostnadenes bidrag til BNP-deflatoren for Fastlands-Norge u/offentlig forvaltning og kraftforsyning

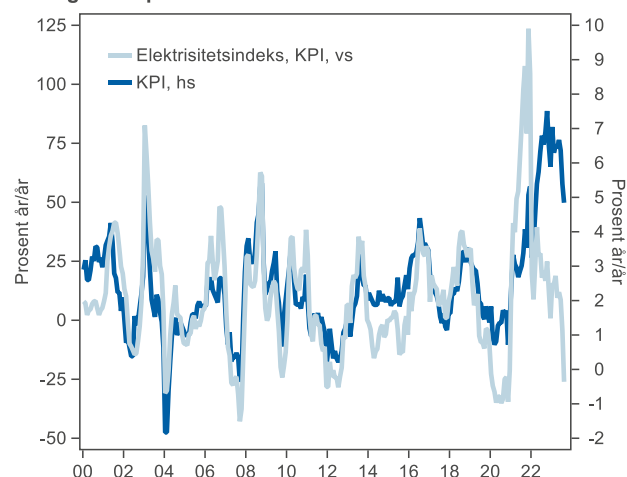
4-kvartalers glidende snitt



Kilder: Macrobond og Handelsbanken

Til slutt kan vi også se for oss at pris- og dermed også lønnsforventningene blant partene i arbeidslivet, etter hvert vil dempes av fallet i den samlede konsumprisveksten (KPI). I hvilken grad inflasjonsforventninger egentlig spiller noen rolle for inflasjonsdannelsen, er omstridt⁷. Men på kort sikt kan det være mindre kontroversielt. Inflasjonsanslagene fra TBU spiller nemlig en vesentlig rolle i lønnsoppgjørene, og Norges Bank har tidligere vist til en signifikant sammenheng mellom den forventede prisveksten, og dermed lønnsveksten i samme år.⁸ Her kan Norges Bank få noe hjelp av at elektrisitetsprisene har falt klart tilbake fra ekstremverdiene som særlig gjorde seg gjeldende mot utgangen av fjoråret. Dermed er dette en bidragsyter til å dempe den samlede konsumprisveksten (KPI). Andrerundeeffekten av dette kan da være at lønnskravene automatisk dempes noe inn i de nye forhandlingene.

KPI og strømpriser



Kilde: Macrobond

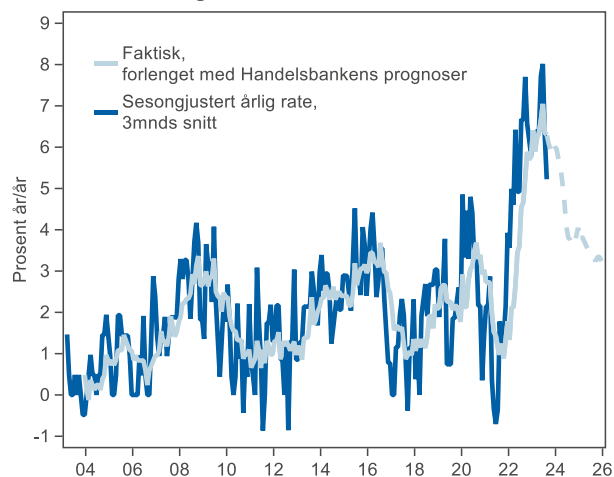
Men det kan likevel ta lang tid før kjerneinflasjonen kommer mer fullstendig ned mot målet igjen. Særlig ettersom bedriftene også vil være opptatt av å beskytte, for ikke å si styrke, sine marginer; nettopp i en situasjon hvor lønnsandelen for markedsrettet virksomhet utenom kraftforsyning har tatt seg opp. Dermed har vi nok en gang vært nødt til å heve anslagene for kjerneinflasjonen. Vi ser nå for oss at KPI-JAE vil stige med 6,3 prosent i år, før veksten dempes til 4,5 prosent til neste år. Prognoseperioden er imidlertid for kort til at vi virkelig kan tro at KPI-JAE er helt nede på 2 prosent innen utløpet av 2025.

Lønnsutsiktene er klart sterkere enn hva som er forenlig med inflasjonsmålet på sikt

⁷ Rudd, J. B. (2021). Why Do We Think That Inflation Expectations Matter for Inflation? (And Should We?). Finance and Economics Discussion Series 2021-062. Washington: Board of Governors of the Federal Reserve System.

⁸ Norges Bank Staff Memo 10/2018: [“The Phillips curve and beyond – Why has wage growth been so low”](#)

KPI-JAE, faktisk og forventet



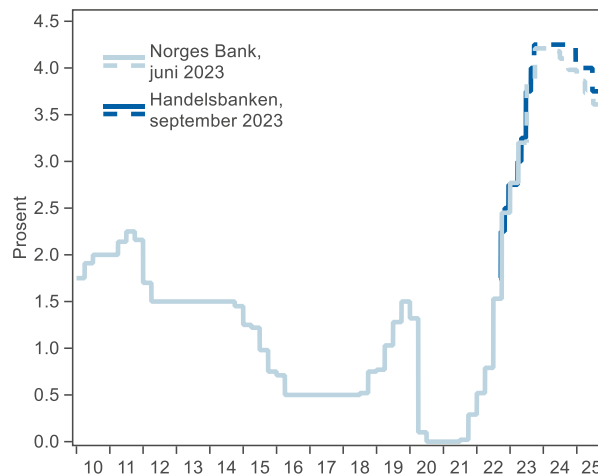
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Handelsbanken

Det første rentekuttet vil fortsatt drøye

Et sterkt nominelt bilde og en kronekurs som tidvis har vært under kraftig press, har sørget for at rentetoppen har blitt stadig oppjustert. Denne Konjunkturrapporten er utgitt rett i forkant av Norges Banks rentebeskjed i september, og det er bredt forventet at styringsrenten heves videre til 4,25 prosent. Dette er i tråd med signalene som Norges Bank sendte i forbindelse med rentemøtet i august. Og fortsatt er det nok for tidlig til at Norges Bank vil kunne erklære en endelig seier mot den høye inflasjonen. Inflasjonsdynamikken i norsk økonomi er fortsatt for sterk, og enn så lenge ser vi luftige pris- og lønnsforventninger blant partene i arbeidslivet. Vi har imidlertid en forventning om at kravene vil dempes noe etter hvert som den samlede konsumprisveksten kommer seg mer ned, samtidig som arbeidsmarkedet avkjøles videre. Derfor heller vi også mot å tro at den endelige rentetoppen blir på nettopp 4,25 prosent. Men av hensyn til den forventede rentedifferansen mot utlandet, og

dermed kronekursen, vil nok Norges Bank måtte holde døren åpen for ytterligere én renteheving. Samtidig er det også grunn til å tro at det første rentekuttet vil drøye. Trolig får vi ikke noe første rentekutt før ved utgangen av 2024.

Forventninger til Norges Banks styringsrente



Kilder: Norges Bank og Handelsbanken

Norges Bank topper trolig på 4,25 prosent. Men vi ser en risiko for 4,50 prosent

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

Realrenten setter et tak for «rekyl»

De norske boligprisene har så langt i år sett ut til å være nokså immune mot rentehevingene fra Norges Bank. Hittil i år har de nominelle boligprisene steget med 5,7 prosent, som er forenlig med et helt vanlig bolighalvår. Sesongjustert er boligprisene uendret siden januar. I august begynte vi imidlertid å se mer tegn til nedkjøling, og vi tror denne trenden vil fortsette gjennom høsten. Vi venter ytterligere én renteheving fra Norges Bank, men også med en mulighet for rentetopp på 4,5 prosent. Første kutt ventes ikke før ved utgangen av 2024. Derfor tror vi på en relativt flat prisutvikling neste år, før vi i 2025 venter en «rekyl» i boligprisene grunnet lav boligbygging. Samtidig vil positiv realrente legge et lokk på hvor kraftig denne rekylen kan bli.

Rentehevingene begynner å bite

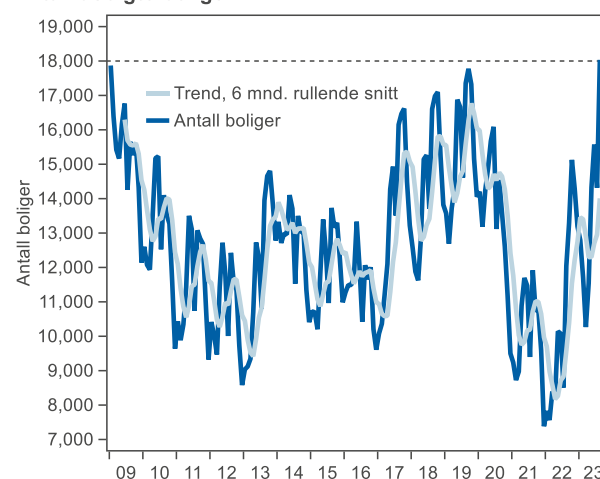
Det siste året har Norges Bank hevet styringsrenten med 2,25 prosentpoeng. Men samtidig har boligprisene steget om lag i tråd med et normalt sesongmønster. Boligprisene er nå «bare» 1,6 prosent lavere enn for ett år siden. Men nå ser vi imidlertid at rentehevingene fra Norges Bank begynner å bite. Boligprisene falt i august med 0,6 prosent m/m sesongjustert, og vi venter en negativ sesongjustert vekst også de neste månedene. Vi tror Norges Bank vil heve styringsrenten én gang til med en vis mulighet for en rentetopp på 4,5 prosent. I tillegg tror vi ikke første kutt kommer før mot utgangen av 2024. Samlet sett venter vi at boligprisene i år vil falle med 0,7 prosent, regnet som årsgjennomsnitt, etterfulgt av et fall på 0,3 prosent i 2024. Veksten vil imidlertid skyte fart mot slutten av prognoseperioden, og gi seg særlig utslag i høy årsvekst i 2025, hvor vi antar at boligprisene vil stige med 4,5 prosent. En begrenset tilbudsside, særlig i Oslo, og høy lønnsvekst vil bidra klart til å trekke prisveksten opp igjen i en situasjon hvor også rentenivået ventes mer ned igjen. Men utsikter til høye realrenter vil likevel legge noe demper på den kommende rekyl.

Flere forhold som trekker boligprisene ned

Tilbuds- og etterspørselsbalansen i boligmarkedet har svekket seg, og peker mot et videre sesongjustert prisfall den nærmeste tiden. Antall usolgte boliger har økt de siste månedene, og i august var det rekordmange boliger på markedet. I tillegg blir det fortsatt lagt ut flere boliger sammenlignet med antall gjennomførte boligsalg. Dermed kan vi forvente at antall usolgte boliger tar seg mer opp også de neste månedene. Endring i antall usolgte boliger er en god indikator på hvilken vei boligprisene skal de neste to-tre månedene, og her peker altså pilene tydelig nedover. Tilbudssiden har tatt seg mer opp, og det er også grunn til å tro at kjøperne vil være mer avventende i en situasjon hvor styringsrenten allerede har nådd et klart

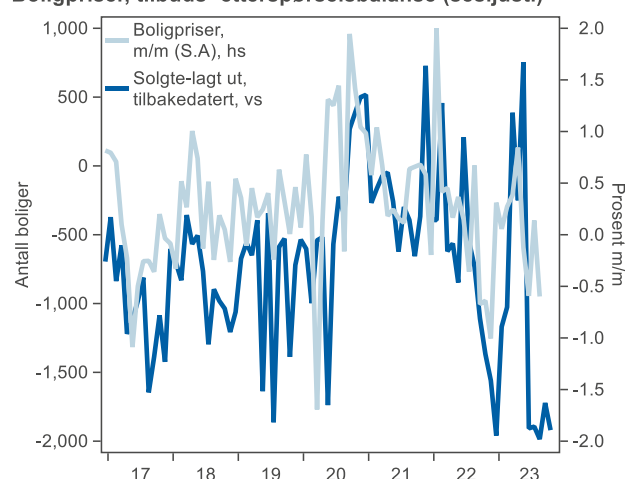
innstrammende nivå, og det fortsatt er noe usikkerhet rundt nivået på selve rentetoppen.

Antall usolgte boliger



Kilde: Macrobond

Boligpriser, tilbuds- etterspørselsbalanse (ses.just.)



Kilde: Macrobond

Med et høyere rentenivå har de løpende kostnadene som kommer med en belånt sekundærbolig, også økt betydelig det siste året. Selv om leieprisene har økt med 10 prosent i de store norske byene, er det ikke nok for å få en positiv kontantstrøm på eiendommen. Følgende regnestykke kan tjene som

eksempel: Ta utgangspunkt i en 35 kvm bolig for 4 millioner på Majorstuen. Dersom boligen er belånt med 80 prosent med en boliglånsrente på 5,5 prosent, blir de månedlige utgiftene i renter og avdrag på nesten 20 000 kr. I tillegg kommer vedlikeholdsutgifter, skatter, avgifter osv. Snittleieprisen for en 35 kvm bolig på Majorstuen er nærmere 16 000 kr. Det sier seg selv at regnestykket ikke går i pluss. Det kan potensielt sett føre til at flere ønsker å selge utleieboligen sin. Samtidig har trolig regelen om 40 prosent egenkapitalkrav for sekundærboligkjøp som gjaldt før nyttår, satt en liten begrensning på hvor mange boliger det er snakk om. Det kan likevel bidra til å heve tilbudssiden i det korte bildet, og dermed også forsterke prisfallet de neste månedene.

Salg av utleieboliger kan forsterke prisfallet

Men det kan også presse leieprisene videre opp. Vi tror imidlertid ikke at leieprisene vil stige så mye slik at denne kontantstrømmen går i pluss. I dette tilfellet måtte leieprisen ha steget med 25 prosent, noe vi tenker er urealistisk. Utviklingen i leieprisene avhenger i stor grad av pris- og lønnsveksten. Vi ser for oss en leieprisvekst på nærmere 4 prosent de neste to årene, men dette er fortsatt ikke nok for å få kontantstrømmen til å gå i pluss.

Norske husholdninger har også blitt mer pessimistiske med tanke på utviklingen i boligprisene. Tall fra NBBL viser nemlig at andelen som venter at boligprisene skal falle det neste året, har tatt seg opp. Mens andelen som venter at boligprisene skal øke det neste året, heller har avtatt. Forventninger om lavere priser fremover kan virke selvforsterkende, dersom flere velger å legge ut boligen sin til salg før de kjøper ny bolig.

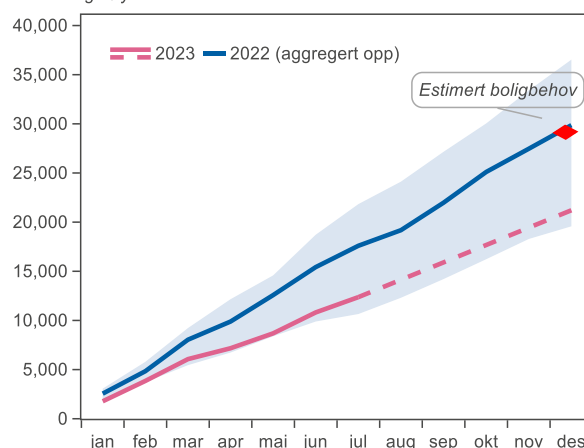
Boligmangel i 2025

Salget- og igangsettingen av nye boliger har falt som en stein det siste året. Salget første halvår i år er ifølge Boligprodusentene ned 36 prosent. Mens igangsettingen er ned 42 prosent sammenlignet med første halvår i fjor. Hittil i år er det gitt 12 371 igangsettingstillatelser, mens normalen er nærmere 16 200 boliger. Dersom igangsettingstillatelsene fortsetter i samme tempo resten av året, vil vi ende opp med 21 200 igangsettingstillatelser for hele 2023. Ifølge Prognosesenteret er det estimerte årlige boligbehovet på 29 384 boliger de neste 5

årene, noe som innebærer et «boligunderskudd» på over 8 000 boliger. Som vist i figuren under, var det gitt et normalt antall igangsettingstillatelser gjennom 2022. Men det avtok raskt i 2023. Det betyr at tilbudssiden av nye boliger blir begrenset i 2025, når boligene som blir igangsatt i år skulle ha kommet ut på markedet. Vi tror det vil bidra til å presse opp boligprisene i 2025.

Igangsettingstillatelser til nye boliger Norge

Faktisk og høy/lav etter finanskrisen



Kilde: Macrobond

Hvor sterk blir «rekylene»?

Neste år tror vi på en relativt flat boligprisutvikling, som betyr at boligprisene stiger som normalt til våren og faller som normalt mot høsten. Årsaken til at vi likevel venter litt negativ boligprisvekst i 2024, regnet som årsgjennomsnitt, følger da av det negative overhengeret fra i år. Men fra 2025 blir boligmangelen et mer merkbart problem, som klart vil styrke prisveksten igjen.

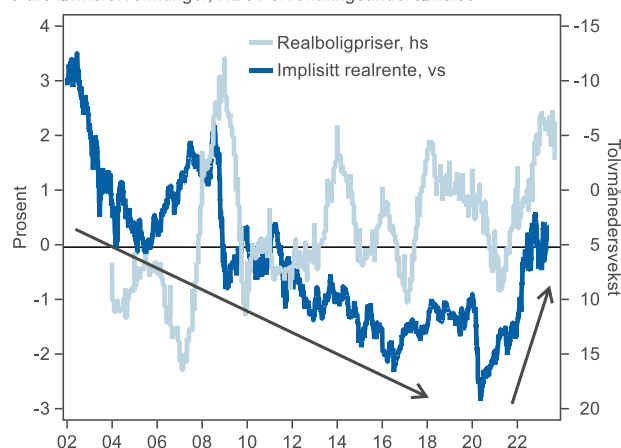
Samtidig tror vi ikke på noen full gjentakelse av 2016, hvor boligprisene steg med 13 prosent på et år. Det var flere forhold som bidro til sterk boligprisvekst da: For det første kuttet Norges Bank styringsrenten fra 1,25 prosent i 2015 til 0,5 prosent i 2016, inflasjonen var høy, og realrenten ble sterkt negativ. Ved årsskifte 2016/2017 ble boliglånssikringen strammet inn, noe som gjorde at flere ønsket å komme seg inn på markedet før årsskiftet. Noe som nok skapte ytterligere akselerasjonstendenser, som senere ble avløst av et boligprisfall i 2017.

Riktignok ser vi for oss at Norges Bank vil sette renten gradvis ned fra slutten av 2024. Men i motsetning til erfaringen fra 2016, ventes realrenten å være klart positiv i årene fremover. Det vil igjen kunne legge et visst lokk på hvor sterk «rekylene» i

boligprisene faktisk kan bli. Historisk har realrentene hatt en tett sammenheng med realboligprisene, se figur under. I perioder hvor realrentene synker bidrar det til å presse opp boligprisene, og motsatt når realrenten stiger. Som vist i figuren under har implisitt realrente, regnet ut som 5-års swaprente i forhold til 5 års lønnsforventninger, vært negativ eller fallende helt siden 2002. Men i 2023 har realrenten steget til et positivt territorium. Det er en indikasjon på at renten kan overstige pris- og lønnsveksten på mellomlang sikt. Dermed tror vi heller ikke at boligprisene på sikt vil overstige lønns- og prisveksten i samme sterke grad som vi har sett tidligere.

Norge: Realboligpriser og implisitt realrente

5-års lønnsforventninger, NBs Forventningsundersøkelse



Kilde: Macrobond

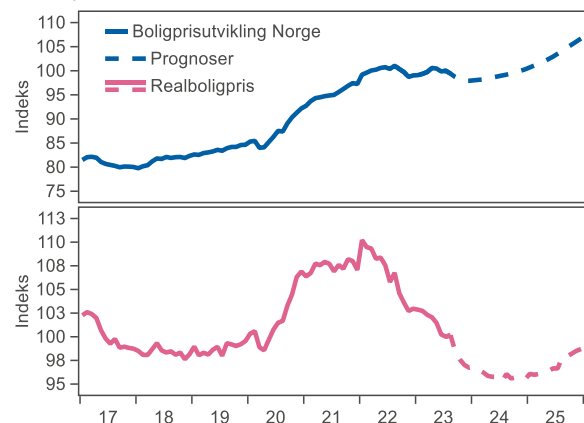
Oppsummering

Norges Bank sine rentehevinger begynner å merkes i boligprisene og vi tror på ytterligere boligprisfall mot høsten på 1,5 prosent, som innebærer et nominelt prisfall på 6 prosent. Som figuren under viser,

indikerer våre prognoser at realboligprisene neste år viser en relativt flat utvikling. I 2025 venter vi en «rekyl» grunnet lav byggeaktivitet. Samtidig legger utsikter til positiv realrente et løkk på hvor sterk rekylen trolig kan bli.

Boligprisutvikling og realboligpris*, faktisk og forventet

Indeks, juli 2023 = 100



* Realboligpris er beregnet som boligpris justert for KPI-JAE.
Kilder: Macrobond og Handelsbanken

Boligprisfallet vil fortsette utover høsten, etterfulgt av en flatere prisutvikling i 2024. Oppturen kommer sterkere i 2025

Sara Midtgaard

sara.midtgaard@handelsbanken.no

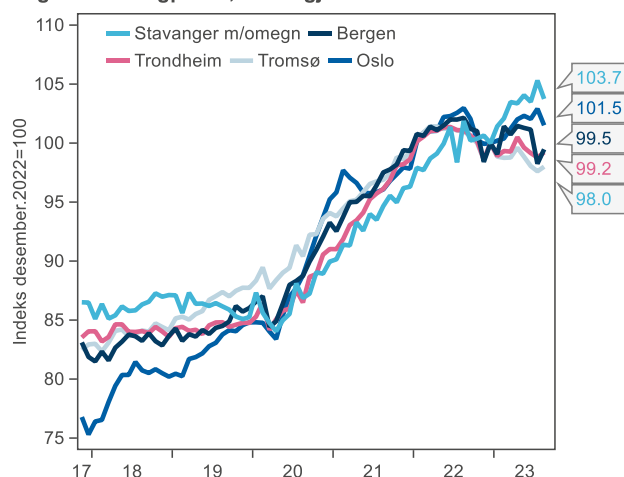
Størst boligmangel i Oslo

Boligmarkedet har vist store regionale forskjeller hittil i år. Stavanger har vært den store vinnerbyen, hvor prisene har steget sesongjustert med 3,7 prosent siden starten av året. Etterfulgt av Oslo, som har sett en sesongjustert vekst på 1,5 prosent i samme tidsrom. Tromsø er på den andre enden av skalaen, med et sesongjustert prisfall på 2 prosent. Utover høsten tror vi imidlertid boligprisene vil utvikle seg noe mer synkront i de store norske byene, med et sesongjustert prisfall. Men i 2025 kan vi igjen få et delt boligmarked. Spesielt i Oslo og Bergen er et kommende boligunderskudd ventet å presse prisene relativt mye opp. Mens Stavanger og Tromsø heller er anslått til å få et boligoverskudd, som igjen vil dempe den kommende oppgangen i boligprisene.

Nedtur for alle store norske byer til høsten

Hittil i år har utviklingen i boligmarkedet vært svært delt mellom byene. Oslo og Stavanger har hatt en sterkere boligprisvekst enn normalt, mens Tromsø, Bergen og Trondheim har hatt en svakere utvikling. I august var imidlertid den månedlige boligprisveksten positiv i både Tromsø, Trondheim og Bergen, mens Oslo og Stavanger opplevde et månedlig boligprisfall. Den svake utviklingen i Trondheim, Tromsø og Bergen hittil i år demper noe av risikoen for et større prisfall utover høsten.

Regionale boligpriser, sesongjustert



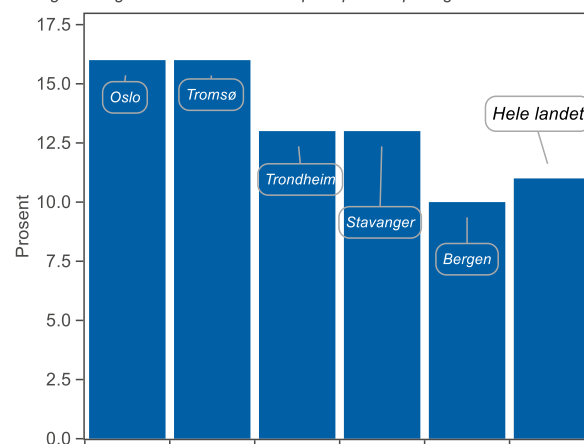
Kilde: Macrobond

Fremover venter vi en mer synkron utvikling i boligprisene, med et sesongjustert fall i alle de store norske byene. Fallet utover høsten vil avhenge av flere forhold, men viktigst hvor rentesensitiv hver enkelt by er. I forrige Konjunkturrapport estimerte vi renteeffekten i hver av de store byene. Vi fant ut at renteeffekten er sterkest i Tromsø og i Oslo. I Tromsø begynte rentehevingene å bite i boligprisene allerede i april, mens i Oslo så vi det først i boligprisene for august. Den sterke boligprisveksten i Oslo i våres skaper større fallhøyde denne høsten.

Vi tror boligprisene i Oslo vil falle noe mer enn resten av landet de neste månedene. I Oslo kan vi også få en forsterket effekt av at flere utleiere selger unna boligene sine, siden kontantstrømmen er negativ. Det kan vi forvente også gjelder mindre leiligheter, som har bidratt til den sterke boligprisveksten hittil i år.

Regionale boligprisrespons

Beregnet langtidseffekt av rentekutt på 1 prosentpoeng



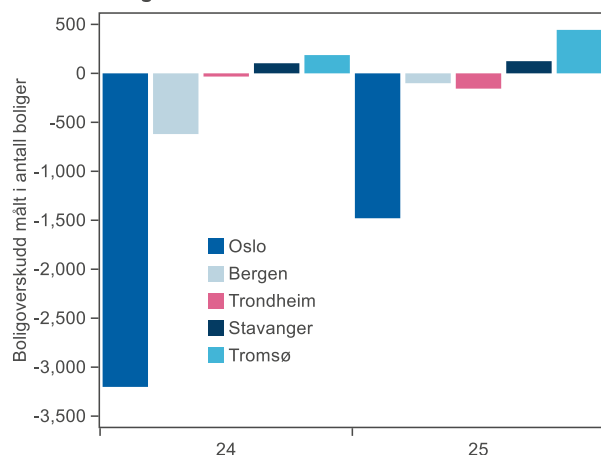
Kilder: Macrobond og Handelsbanken

Oslo får sterkest prisvekst i 2024 og 2025

Allerede i 2022 var byggeaktiviteten i Oslo laber med nærmest rekordfå igangsettingstillatelser. Som vist i figuren på neste side, er det spesielt Oslo som vil oppleve den største boligmangel de kommende årene, og i en helt annen skala sammenlignet med de andre norske byene. Her har vi gjort et forenklet estimat av boligbehovet for de store norske byene. Nemlig ved å ta utgangspunkt i SSB sine befolkningsfremskrivelser med alternativet for høy nettoinnvandring. I tillegg har vi sammenlignet det estimerte boligbehovet med igangsettingstillatelsene som er gitt de siste to årene

for de store norske byene. Dette for å finne ut av hvor kritisk boligmangelen faktisk er, gitt at byggeaktiviteten holder seg på dagens nivå. Det viser seg at boligmangelen ikke er et stort problem i alle byene: I Tromsø er det gitt igangsettingstillatelser til flere boliger enn ventet husholdningsvekst. Det samme gjelder Stavanger. Boligmangelen er ikke ventet å bli like mager i Bergen som i Oslo, hvor det er ventet et betydelig boligunderskudd de neste to årene. På sikt vil dette kunne føre til at boligprisene i Oslo vil stige klart mer enn ellers i landet.

Estimert boligoverskudd*



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

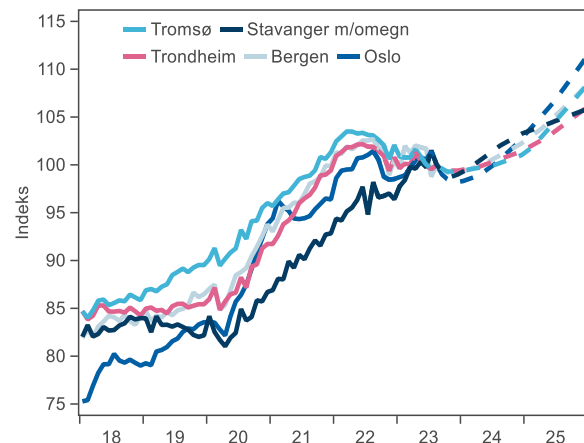
Fall før oppturen

For å oppsummere venter vi et sesongjustert boligprisfall mot høsten i alle de store norske byene. Neste år venter vi en relativt flat prisutvikling alt i alt, men hvor prisene i både Stavanger og Oslo vil fortsette å stige relativt til landet for øvrig. Tilbudssidebegrensningene i Oslo vil imidlertid komme godt til syne allerede til neste år. Dette, kombinert med at vi også tror at Norges Bank gradvis senker renten igjen fra slutten av 2024, vil etter hvert føre til særskilt sterk prisvekst i Oslo. Prisene i rentesensitive Tromsø vil også stige noe mer enn i landet før øvrig, når vi ser mot utgangen av prognoseperioden. Det som bidrar til å dempe noe av den potensielle boligprisveksten i Tromsø, er da nettopp det omtalte boligoverskuddet. Stavanger er ventet å ha den sterkeste prisveksten også til neste år, før prisveksten taper noe terreng til resten av landet utover i 2025. Dette må ses i sammenheng med at petroleumsinvesteringene – som er viktige

for den lokale økonomiske aktiviteten og dermed også inntektsveksten – øker markant i år og inn i neste år, før veksten i petroleumsinvesteringene avtar igjen.

Regionale boligprisindekser, faktisk og anslått utvikling

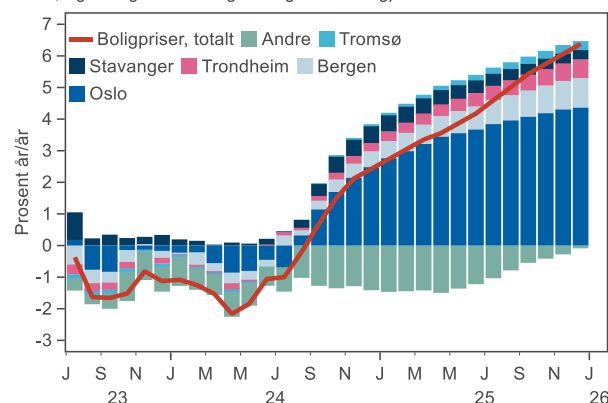
Indeks, august 2023 = 100



Kilder: Macrobond og Handelsbanken

Faktisk og anslått boligprisutvikling, inkludert bidrag

Totalt, og beregnede bidrag fra regionale boligpriser*



Kilder: Macrobond og Handelsbanken

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

Boligpriser*	2023	2024	2025
Norge	-0,7 %	-0,3 %	4,5 %
Oslo	-0,2 %	0,6 %	6,9 %
Bergen	-1,2 %	0,3 %	4,6 %
Trondheim	-1,4 %	0,4 %	3,3 %
Stavanger	3,5 %	1,9 %	3,2 %
Tromsø	-2,5 %	-0,1 %	4,6 %

*Årsvekst

Sara Midtgaard
sara.midtgaard@handelsbanken.no

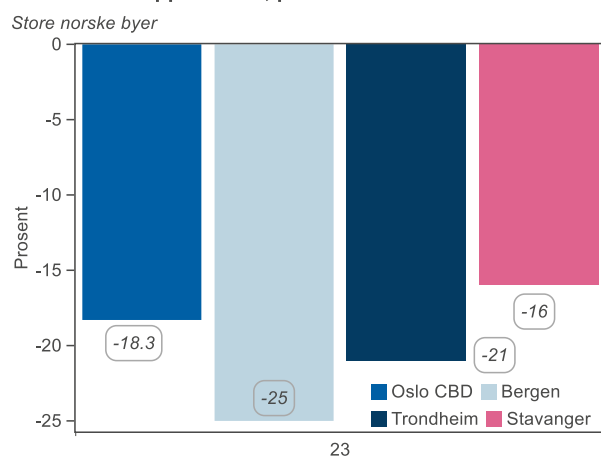
Salgsprisen vil falle videre

Kontormarkedet går fortsatt treigt og det er få transaksjoner i markedet. Fra «toppen» i tredje kvartal i fjor har verdiene allerede falt en del i de store norske byene. I Oslo prime CBD har verdiene falt med 18 prosent. Men vi tror avkastningskravet skal mer opp i alle de store norske byene, og vi venter svak leieprisvekst de neste årene. Det innebærer et videre verdifall på 10 prosent i Oslo CBD prime markedet.

Markant nedgang i salgsprisen

Salgsprisen for kontorlokaler har allerede falt markant fra toppen i tredje kvartal i fjor. Ser vi til Oslo, er salgsprisen på prime bygg i Vika/Akerbrygge området allerede ned 18 prosent fra topp. Mens salgsprisen i randsonen er ned mellom 20-25 prosent. Av de store norske byene, har verdiene falt mest i Bergen, som er ned 25 prosent fra topp. I kontrast til de andre store norske byene, har ikke Bergen fått samme leieprisvekst. Leieprisene i Bergen har holdt seg på 3200 kr per kvadratmeter helt siden desember 2020, ifølge Akershus Eiendom. I Stavanger har salgsprisen falt med minst 16 prosent. Det som nok har hindret et større verdifall i Stavanger, er økende aktivitet i oljerettede næringer som dermed bidrar til høy lokal aktivitet og sysselsetting.

Verdifall fra topp til bunn, prime markedet*



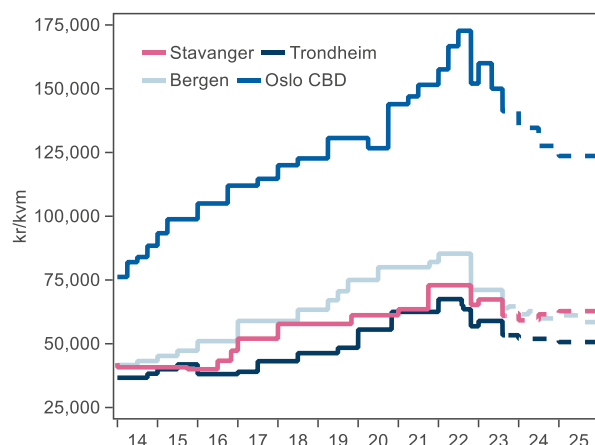
* Verdi er beregnet ved å ta leiepris delt på avkastningskravet.
Kilde: Akershus Eiendom og Handelsbanken

Vi må samtidig tolke verdifallet med noe varsomhet, ettersom transaksjonsvolumet fortsatt er magert. Men i Oslo tror vi uansett at prisfallet har mer å gå på. I Oslo venter vi nemlig at prisen skal ned ytterligere 10 prosent. Men også kontorverdiene i Trondheim og Bergen er ventet videre ned. Mens korreksjonen i Stavanger trolig er unnagjort allerede, se figur til høyre.

Kontorverdiene er nærmere «bunnen» for alle store norske byer med unntak av Oslo

Salgspris, faktisk og HB prognoser

Mest lukrative kontorlokalene



Kilder: Macrobond, Akershus Eiendom og Handelsbanken

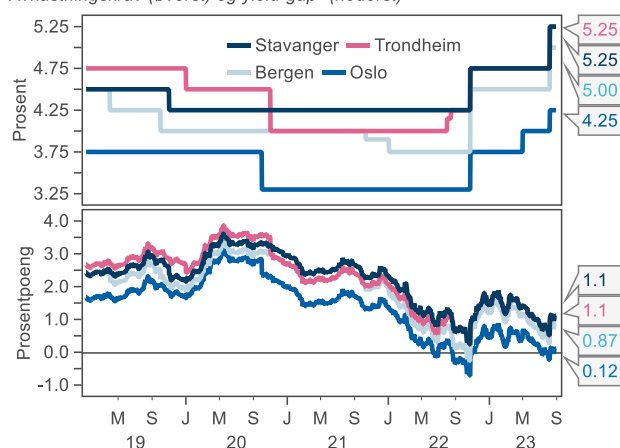
Null risiko i Oslomarkedet?

Akershus Eiendom har oppjustert avkastningskravet for de mest lukrative kontorlokalene for alle de store norske byene. I Oslo er avkastningskravet oppjustert 25 basispunkter, til 4,25 prosent, mens i de resterende norske byene er avkastningskravet opp 50 punkter. I Bergen er kravet oppjustert til 5 prosent og i Stavanger og Trondheim er det oppjustert til 5,25 prosent.

Avkastningskravet er oppjustert i alle de store norske byene

Avkastningskrav for prime og yield-gap, store norske byer

Avkastningskrav (øverst) og yield-gap* (nederst)

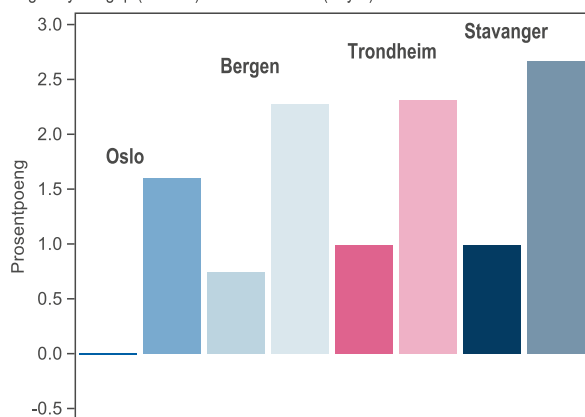


Kilde: Macrobond

Selv med et oppjustert avkastningskrav er fortsatt yield-gapet nære null i hovedstaden. I løpet av sommeren økte norske swaprenter med vel 60 punkter. Det har redusert yield-gapet ytterligere, selv om avkastningskravet er oppjustert. Yield-gapet for de store norske byene er mellom 0,1 og 1,1 prosentpoeng, noe som i utgangspunktet skal bety en svært lav, eller ingen, risiko i kontorinvesteringer. Vi tviler på at de lave risikopremiene er realistiske i dagens renteklima. Som vi også illustrerte i forrige rapport, er dagens yield-gap fortsatt langt unna det historiske snittet.

Differanse mellom avkastningskrav og 10-års swap-rente*

Dagens yield-gap (venstre) vs historisk snitt (høyre)



* Per 22. august 2023

Kilder: Akershus Eiendom og Macrobond

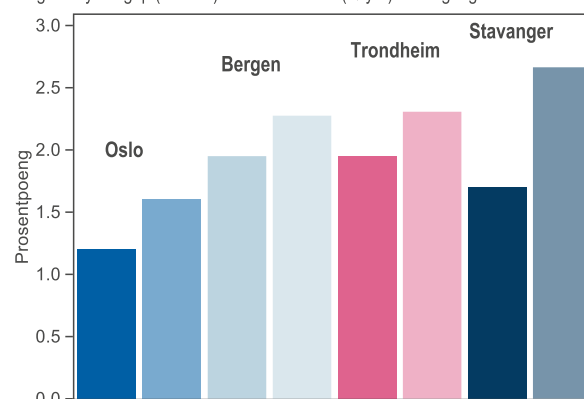
Det er flere forhold som kan påvirke avkastningskravet den kommende tiden. Først og fremst vil renteutviklingen være avgjørende. Vi tror at norske swaprenter kun vil avta marginalt de kommende årene. Mot slutten av 2025 venter vi en 10-års swaprente på 3,8 prosent, noe som innebærer et yield-gap på 0,45 prosentpoeng med dagens avkastningskrav i Oslo.

Høye renter de neste årene tror vi vil presse avkastningskravet ytterligere opp. I Oslo og Bergen tror vi prime yield skal opp ytterligere 75 punkter, i Trondheim tror vi kravet skal opp 50 punkter mens i Stavanger tror vi avkastningskravet øker med 25 punkter. Våre prognoser innebærer et lavere yield-gap i 2025, sammenlignet med det historiske snittet. Det er hovedsakelig to grunner til lavere risikopremie: Bankene har de siste 10 årene stilt strengere LTV-krav til eiendomsforetakene slik at renteeneringer nå ikke i like stor grad trenger å endre avkastningskravet. I tillegg er det et forhold som preger risikopåslaget, nemlig forventet leieprisvekst. De neste årene er inflasjonen ventet å være godt over målet helt til 2026. Det betyr at eksisterende leiekontrakter kan lene seg på en god KPI-justering. Det tror vi holder yield-gapet noe lavere enn det historiske snittet.

I Stavanger venter vi den største avstanden mellom historisk yield-gap og vår prognose. Grunnen til dette, er at risikopremien i Stavanger har vært preget av fall i oljepris etter 2014 og dermed har også investeringer i eiendom fremstått som mer risikofylte. De siste to årene har leieprisene i Stavanger tatt seg opp til samme nivå som i Bergen, som er 400 kr per kvm høyere enn leieprisenivået i Trondheim.

Differanse mellom avkastningskrav og 10-års swap-rente

Prognose yield-gap (venstre) vs historisk snitt (høyre) ved utgangen av 2025*



* Prognose på 10-års swap-rente ved utgangen av 2025 er på 3,8 prosent.

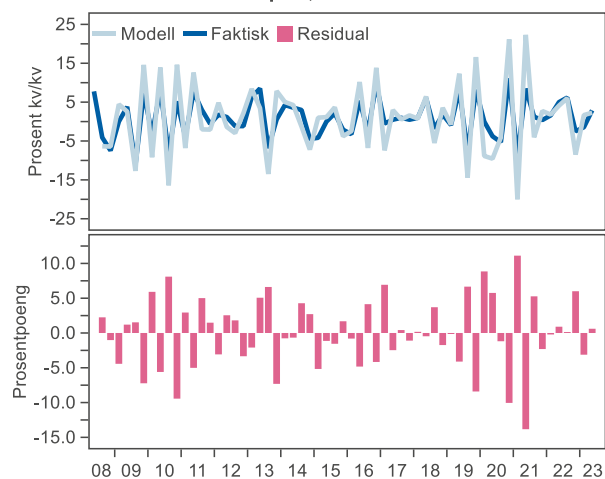
Kilder: Akershus Eiendom og Macrobond

Perioden med sterk leieprisvekst er over

Sterk leieprisvekst har berget kontorprisene for et enda større verdifall så langt. Den sterke leieprisveksten kommer av høy sysselsettingsvekst og høy aktivitet i norsk økonomi. For å forstå utviklingen i kontorleieprisene i enda større grad, har vi i Handelsbanken laget en modell som forteller hva som driver snittleieprisveksten på lokalt nivå. Ser vi til hovedstaden, inkluderer modellen sysselsettingsveksten i Oslo, BNP for

fastlandsøkonomien, og endringer i den lokale kontormassen. Strukturen er dermed ganske lik Norges Bank sin modell⁹, men vi finner en sterkere sammenheng mellom sysselsettingsvekst og leiepriser. Grunnen til det er at vi også har inkludert data frem til og med andre kvartal 2023, hvor veksten i både sysselsettingen og leieprisene har vært høy. Vi finner at en økning i sysselsettingen på 1 prosent øker leieprisene med 8 prosent, isolert sett. Aktiviteten i norsk økonomi er et annet viktig forhold som påvirker leieprisene og vi ser at en kvartalsvekst i verdiskapningen på 1 prosent påvirker leieprisene med 0,6 prosent, isolert sett. Kontormassen har i perioden før pandemien hatt en tydeligere negativ sammenheng med kontorleieprisene sammenlignet med de siste tre årene.

Modell estimat kontorleiepris, Oslo



Kilder: Arealstatistikk, Handelsbanken og Macrobond

Hittil i år har det norske arbeidsmarkedet vist seg å være motstandsdyktig, gitt rentehevingene fra Norges Bank. Sysselsettingsveksten har vært høy samtidig som ledigheten har holdt seg lav. Det har holdt kontorledigheten på et lavt nivå og presset leieprisene opp. Selv om arbeidsmarkedet har vist seg å være motstandsdyktig så langt, indikerer bedriftene i Norges Bank sin Forventningsundersøkelse at sysselsettingsplaner fremover vil avta. Noe som er mer forenlig med en null vekst i leieprisene. Den siste tiden har vi imidlertid sett tegn til at rentehevingene begynner å bite og arbeidsledigheten har steget gradvis.

Sysselsetting og sysselsettingsplaner



Kilde: Macrobond

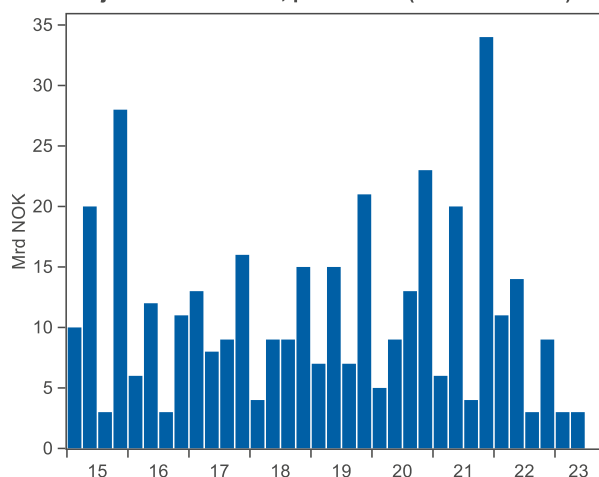
Samtidig ser vi at det er et stort sprik mellom næringene i Norge. Rentehevingene har hatt spesielt negativ effekt på bygg- og anlegg og varehandelen, som driver ned den samlede sysselsettingsveksten. I Norges Banks rapport fra regionalt nettverk, kan det se ut til at sysselsettingsveksten innen kontorjobber vil holde seg noe høyere sammenlignet med sysselsettingsveksten for hele Norge. Men samtidig avta fra dagens høye nivåer. Fremover tror vi dermed at snittleieprisveksten vil avta, men holde seg på positive nivåer.

Fortsatt stor avstand mellom kjøper og selger

Transaksjonsvolumet er fortsatt lavt og i andre kvartal var det kun transaksjoner for 3 milliarder for kontor. Så lenge rentemarkedet er såpass volatil, vil det være vanskelig å bli enige om et avkastningskrav. Volatiliteten i obligasjonsmarkedet, vist i MOVE-indeksen under, viser at usikkerheten rundt renteutviklingen fortsatt er klart større enn normalt.

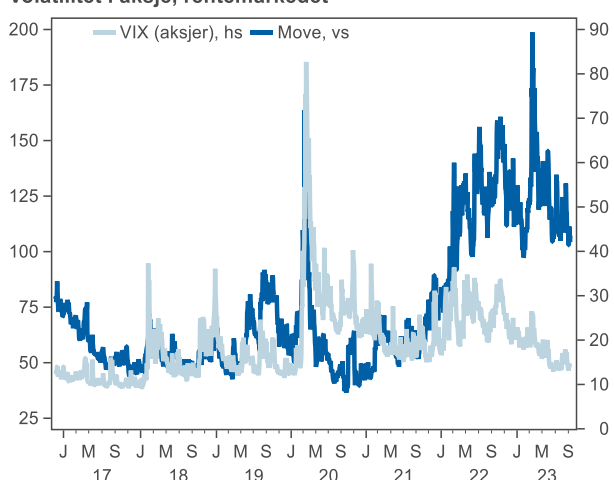
⁹ [Norges Bank: What drives office rents?](#)

Transaksjonsvolum kontor, per kvartal (milliarder NOK)



Kilde: Newsec og Macrobond

Volatilitet i aksje, rentemarkedet



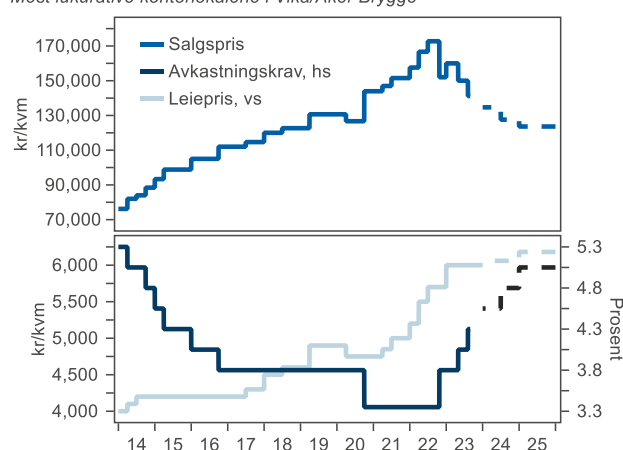
Kilde: Macrobond

Dersom transaksjonsvolumet tar seg mer opp, vil det også være lettere å vite hvordan salgsprisen faktisk har utviklet seg. De få observasjonene i markedet er trolig ikke helt representative, og vi må vente en stund før vi ser hvor faktisk prisen ligger.

Videre fall i Oslo tilbake til 2020 nivå
Vi har igjen viet Oslo en del ekstra plass i analysen, og konklusjonen er at vi holder på vår opprinnelige prognose som innebærer et verdifall på 28 prosent fra topp til bunn. Allerede har salgsprisen falt med 18 prosent, noe som betyr at vi venter et videre fall på 10 prosent. Vi venter en lav leieprisvekt de neste to årene som et resultat av svak sysselsettingsvekst innen kontorjobber og at avkastningskravet blir oppjustert til 5 prosent i løpet av 2025.

Salgspris, avkastningskrav og leiepris, prognoser

Mest lukrative kontorlokale i Vika/Aker Brygge



Kilder: Macrobond, Akershus Eiendom og Handelsbanken

Det er risiko for et større verdifall enn det vi har lagt til grunn i våre prognoser. Dersom avkastningskravet øker mer enn det vi venter eller leieprisene får en svakere utvikling, vil fallet kunne bli større. Matrisen under gir en oversikt over forskjellige scenarioer for topp til bunn verdifall. Prosentvis vekst i leiepris er fra dagnes dato til sluttidspunktet og utgangspunktet i avkastningskravet er på 3,3 prosent.

Utfallsrom verdiendring Oslo*

Yield/leie vekst	-2%	0%	2%	4%
4,5 %	-24	-23	-21	-20
4,75 %	-28	-27	-25	-24
5 %	-32	-31	-29	-28
5,25 %	-35	-34	-33	-31

*Verdiendring basert på endring i yield og gjennomsnittlig markedsleie. Verdiendringen er estimert fra topp 3.kvartal 2022.

Avkastningskrav*	2023	2024	2025
Oslo	4,25 %	4,75 %	5 %
Trondheim	5,25 %	5,5 %	5,75 %
Stavanger	5,25 %	5,5 %	5,5 %
Bergen	5 %	5,5 %	5,75 %
Leieprisvekst*	2023	2024	2025
Oslo	5,3 %	1 %	2 %
Trondheim	4 %	2 %	2 %
Stavanger	5 %	4 %	2 %
Bergen	1%	2 %	2 %

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

Sara Midtgaard

sara.midtgaard@handelsbanken.no

Renter

Høyere og mer langvarig rentetopp

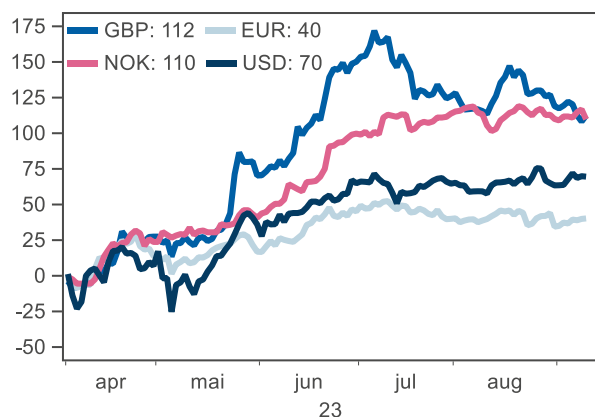
Selv om toppen i internasjonale styringsrenter nå er nær, venter vi at starttidspunktet og takten i normaliseringen av styringsrentene i løpet av prognoseperioden vil resultere i høyere rentenivå enn tidligere antatt. Globale lange renter er trolig også i ferd med å nå toppen, men sentralbankenes ønske om å redusere sine verdipapirbeholdninger vil bidra til å dempe nedsidene herfra. For den norske rentekurven er våre forventninger at lange realrenter (5-10 års løpetid), gitt at Norges Banks inflasjonsmål gjenspeiler inflasjonsforventningene, vil bare ta seg gradvis ned, og mot nivåer sist sett før oljeprisfallet startet i 2014.

Korte styringsrenter nær toppen

Vi tror sentralbankene er nær, eller allerede ved, sine respektive styringsrentetopper. Samtidig er inflasjonen fremdeles for høy til at normaliseringen av styringsrentene vil ta seg ned i et like rask tempo som de ble satt opp. En viktig del av puslespillet for å dempe inflasjonen er å bremse etterspørselen når den fulle effekten av innstrammingsyklusen setter inn samtidig som den oppdemmede etterspørselen etter pandemien avtar. Etter vårt syn betyr dette at ESB og Federal Reserve vil holde styringsrentene på dagens nivå til rundt midten av 2024. Dette for å bremse etterspørselen tilstrekkelig, og for å motvirke at bedrifter kan velte økende kostnader over, og skape rom for sysselsettingsvekst og lønnsøkninger, som igjen støtter etterspørselen og ytterligere prisøkninger. Etter vårt syn betyr dette at ESB og Federal Reserve vil holde styringsrentene på dagens nivå til rundt midten av 2024.

Ettårs OIS-renter

Endring siden 1. april 2023, basispunkter



Kilder: Macrobond og Bloomberg

Deretter kan vi se en gradvis oppmykning i pengepolitikken. Vårt rentesyn er basert på at fallet i aktiviteten blir relativt moderat og at oppgangen i arbeidsledigheten vil være begrenset.

Oppgang i globale lange renter

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

Global statsobligasjonsrente

Effektiv rente. Prosent: 3,33. Tid til forfall: 9,22 år



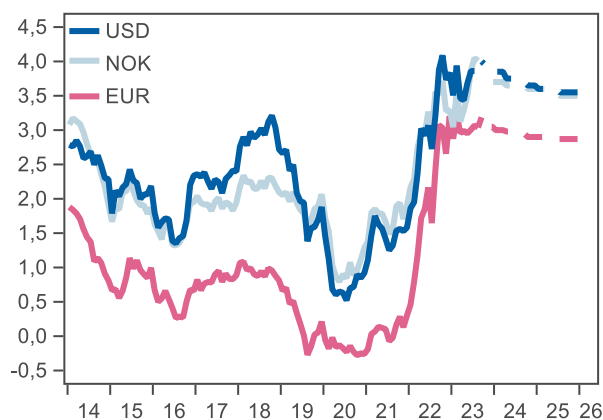
Kilder: Macrobond og Bloomberg

De siste ukene har imidlertid de langsiktige statsobligasjonsrentene steget til det høyeste nivået siden 2008. En sentral faktor bak oppgangen er den høye inflasjonen som har medført et høyere-for-lengre narrativ i finansmarkedene. Oppgangen har vært mest synlig i USA, og gjenspeiler hovedsakelig styrken til den amerikanske økonomien. Andre faktorer som har bidratt til høyere lange markedsrenter inkluderer et høyere enn først ventet tilbud av amerikanske statsobligasjoner for å finansiere budsjettunderskuddet, høyere renter på japanske obligasjoner ettersom Bank of Japan endrer sin "yield curve control"-politikk. Nedgraderingen av amerikansk kredittverdighet fra rating-byrået Fitch, samt bekymringer om at Kina potensielt selger amerikanske statsobligasjoner for å støtte den nær historisk svake kinesiske renminbien mot amerikanske dollar kan også ha bidratt. En langvarig reduksjon av sentralbankenes

beholdninger av obligasjoner vil trolig dempe farten i nedgangen i det lange rentenivået.

10-års swaprenter, USD, NOK, EUR

Handelsbankens prognoser (stiplet). Prosent



Kilder: Macrobond og Bloomberg

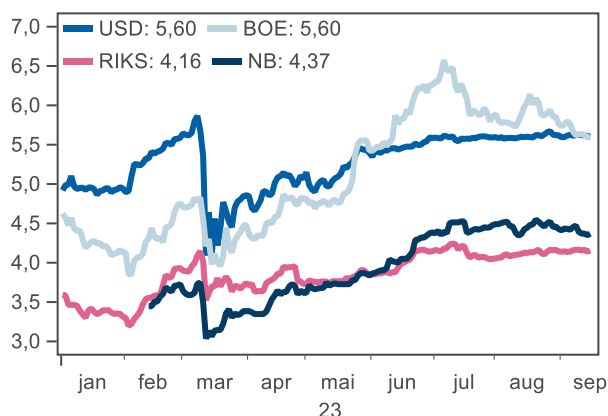
Fra slutten av året og fremover forventer vi en kun en moderat nedgang i langsiktige renter, da dagens nivåer er nær våre langsiktige forventninger.

Mer langvarig rentetopp i Norge...

I rentemarkedet har forventningene til utviklingen i den norske styringsrenten toppet ut rundt 4,50 prosent gjennom sommeren. De siste ukene har sannsynligheten økt for at rentetoppen blir 4,25 prosent.

Markedsprising: høyeste nivå på styringsrenten

FED, BOE, Riksbanken (RIKS) og Norges Bank (NB). Prosent



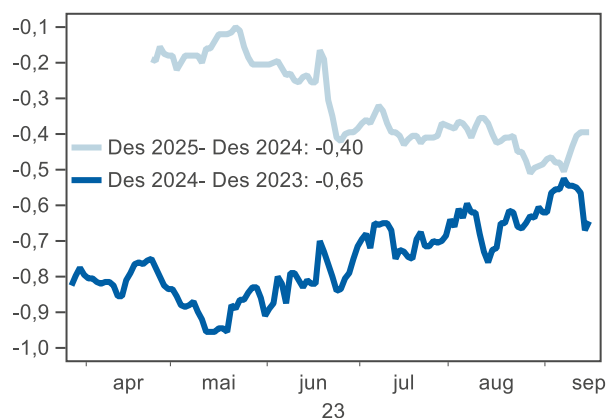
Kilder: Macrobond og Bloomberg

I likhet med internasjonale avkastningsdifferanser peker også forventningene til utviklingen i tremåneders NIBOR at rentenivået i pengemarkedet i løpet av de neste drøye to årene kan ta seg ned med om lag ett prosentpoeng fra rentetoppen, til i underkant av 4 prosent. Siden forsommeren har ikke rentemarkedet endret seg vesentlig når det gjelder størrelsen av rentenormaliseringen samlet seg for årene 2024 og 2025. Siden forsommeren har likevel

tendensen vært tydelig i form av en tregere normalisering av den norske styringsrenten.

Nibor avkastningskurve

Prosentpoeng



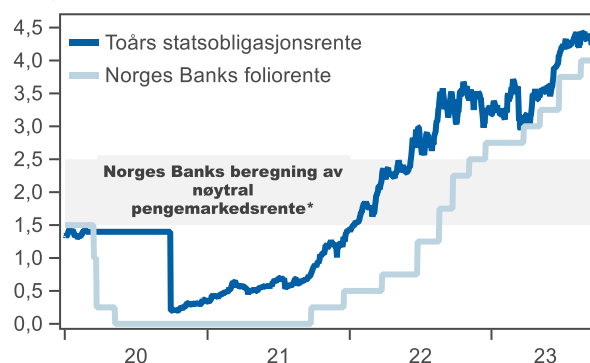
Kilder: Macrobond og Bloomberg

...gir lengre restriktiv pengepolitikk

Den norske styringsrenten har nå blitt satt opp, og over, det nivået som blir omtalt som et intervall for den nøytrale (eller normale) styringsrenten. Som omtalt i forrige avsnitt ser den norske pengemarkedsrenten ut til å kunne holde seg godt over det antatt normale nivået på enda lenger horisont enn innen utløpet av vår prognosehorisont ved utløpet av 2025.

Norge: Toårs statsobligasjonsrente vs. styringsrenten

Intervall: Norges Banks beregning av nøytral pengemarkedsrente. Prosent



Kilder: Macrobond og Bloomberg

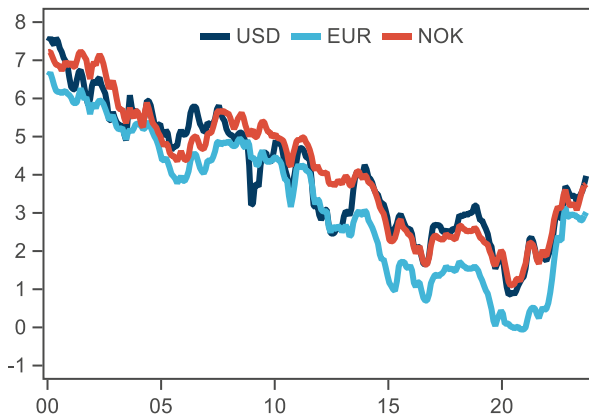
Høyere konjunkturnøytrale renter

Lange globale statsrenter har som tidligere omtalt tatt seg opp til det høyeste nivået siden 2008. Ser vi på utviklingen i femårsrenten i USD og EUR med start om fem år frem i tid ligger rentenivåene i intervallet 3-4 prosent. Nivået på den norske renten er i øvre del av intervallet. Vi kan heller ikke unngå å legge merke til to klare trekk i renteutviklingen:

1. Nedgangen i lange renter flatet ut etter oljeprisfallet i 2014
2. Lange amerikanske og norske renter ligger høyere enn eurorenter.

Femårs swaprenter om fem år

Prosent



Kilder: Macrobond og Bloomberg

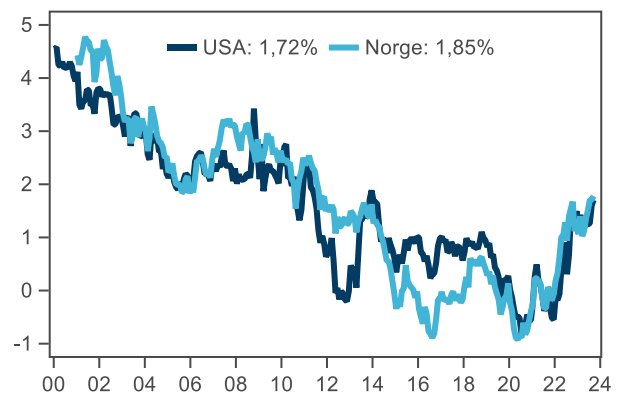
Høyere realrenter

Legger vi Norges Banks inflasjonsmål til grunn ser vi at nivået på den mer langsiktig norske realrenten i lange perioder beveger seg i takt med den amerikanske. På nivå ser det også ut til at realrenten er ganske sammenfallende med USD-renten. Vi må likevel ta høyde for at den implisitte prisingen av inflasjonen i Norge kan være høyere enn Norges

Banks inflasjonsmål. Skuer vi til inflasjonsforventninger målt ved lange inflasjons-swapper for internasjonale renter, er det nettopp dette vi observerer. Utviklingen siden årtusenskiftet viser likevel at utviklingen i USD-renten er en viktig premissleverandør for det norske rentenivået, også i tiden fremover.

Femårs realrenter om fem år*

Prosent



Kilder: Macrobond og Bloomberg

Anm: USD=TIPS, NOK= Norges Banks inflasjonsmål

Nils Kristian Knudsen
nils.knudsen@handelsbanken.no

En lang reise mot en sterkere krone

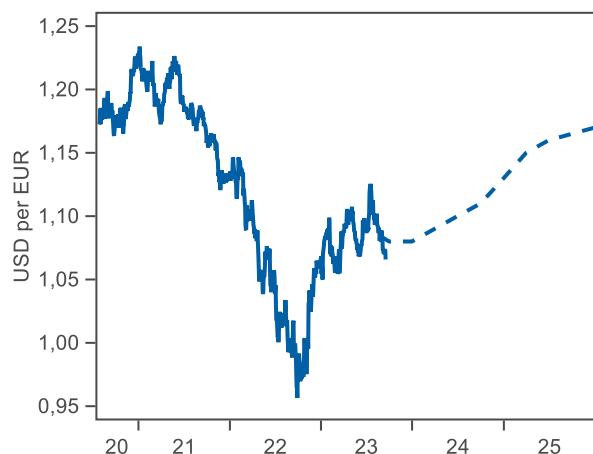
Mens inverterte rentekurver har blinket rødt for resesjonsrisiko, har annen markedsutvikling vært mer konsistent med en myk landing i USA. Med dette usikre bakteppet gjennom året har den amerikanske dollaren holdt på styrken i forhold til starten av 2023, mens den norske krone har svekket seg. Risikoen for at inflasjonen kommer ut av kontroll har derimot i stor grad avtatt, og med et oppsving i global vekst fra midten av 2024 vil markedsforholdene kunne favorisere en gradvis sterkere krone. Som gjennomsnitt er vår forventning at EUR/NOK vil ligge rundt 11,20 i snitt de to nærmeste kvartalene.

Første rentekutt fra Fed vil sette spor

Så langt i år har den amerikanske dollaren i gjennomsnitt ligget rundt 1,08-nivået mot den felleseuropeiske valutaen. Først utover i 2024 venter vi en gradvis svekkelse av den amerikanske dollaren. I den nåværende konjunktursyklusen er inflasjonen fortsatt høy, mens vi har gått inn i (eurosonen) eller går inn i (USA) en nedgang i den økonomiske aktiviteten etter den post-pandemiske boomen. Dette innebærer at sentralbankene vil opprettholde den innstrammende linjen i pengepolitikken, trolig frem til rundt midten av neste år. Aksjemarkedene med den toneangivende S&P 500 indeksen har steget med 16 prosent, samtidig har volatiliteten i aksjemarkedet vært lav. Så langt har dermed finansmarkedene vært relativt robuste gitt innstramningen i pengepolitikken.

Vår forventning er at den amerikanske sentralbanken vil bli den første av de toneangivende sentralbankene til å kutte styringsrenten, etterfulgt av Den europeiske sentralbanken i 3. kvartal. I relative rentetermer vil euroen da kunne styrke seg da vi venter en gradvis inngang i rentedifferansen utover 2024 og i 2025.

USD svekkes i 2024-25

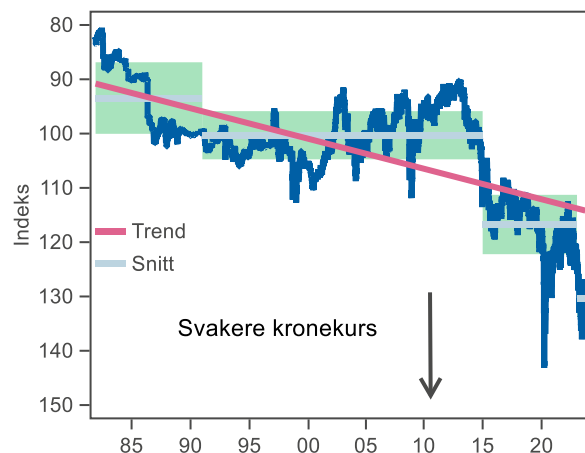


Kilder: Macrobond og Bloomberg

Temaer i valutamarkedet

Temaer i valutamarkedet er i konstant endring, og er ikke alltid enkle å forstå. Selv ikke i ettertid når større såkalte sjokk på valutakursen har funnet sted. Den langsiktige trenden i kronekursen er derimot tydelig: en svakere kronekurs, og hvor de to store endringene i kronekursen har kommet i løpet av de siste ti årene. Det første sjokket kom som følge av oljeprisfallet i 2014. Det andre sjokket ble initiert av pandemien tidlig i 2020. Den norske kronen er i manges øyne (investorer) en råvarevaluta og det store fallet i oljeprisen og en ny tilbudssidesituasjon hvor amerikansk olje ble en mer dominerende faktor var en utløsende faktor til en såkalt reprising av den norske krone. Den initiale svekkelsen av krone i mars 2020 kan tilskrives usikkerheten i finansmarkedene knyttet til pandemiutbruddet. Som så ofte før svekket krone seg markert når volatiliteten spratt opp og funksjonaliteten i finansmarkedene ble satt på prøve. Men som beskrevet i forrige avsnitt har finansmarkedene det siste knappe året vært relativt robuste og inflasjonsfaren fremstår som mer dempet. Det er derfor nærliggende å lete etter andre teamer som ligger til grunn for den svake kronekursutviklingen.

Norge: industriens effektive valutakurs (KKI)



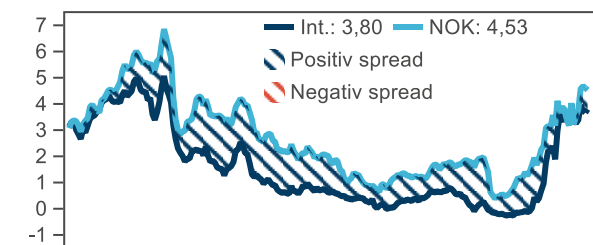
Kilder: Macrobond og Bloomberg

Handlingsmønsteret til Norges Bank

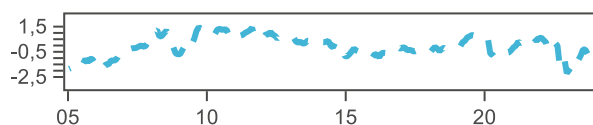
Noen mer fremstående temaer som mulige forklaringsvariabler bak den svake norske kronen har vært usikkerhet knyttet til forutsigbarheten av lønnsomheten knyttet til investeringer i enkelte næringer i Norge. Men kanskje i enda større grad Norges Banks egne renteplaner og rentedifferansen mot utlandet har fått særlig stor oppmerksomhet. Selv om empirien ikke gir noen entydig støtte til at rentedifferanser gir en god pekepinn for utviklingen i valutakursen er det likevel et tema som er under konstant overvåkning blant aktørene i finansmarkedene. I lange perioder de siste to tiårene har det norske rentenivået vært høyere enn sammenlignet med gjennomsnittet av våre handelspartnere. Mot slutten av fjoråret og inn i årets første kvartal var derimot rentedifferansen nede på en bunnivå, og til tider negativ. Dette på tross av at den norske økonomien vokste relativt sterkt. Det er derfor nærliggende å peke på at usikkerhet knyttet til handlingsmønsteret til Norges Banks renteplaner i denne perioden kan ha vært en tungtveiende årsak til at investors interesse for å investere i norske kroner var heller lunken. Det skal legges til at kronekursen ikke var på sitt svakeste på denne perioden, men bunnet ut i slutten av mai i år. De månedlige valutatransaksjonene til Norges Bank var også et tema som trolig bidro til å forsterke den negative utviklingen i kronekursen. Men gjennom sommeren har trolig aktørene i valutamarkedet slått seg til ro med at de daglige transaksjonene som Norges Bank foretar på vegne av staten er igjen om lag i balanse med etterspørselen til privat sektor for betaling av oljeskatten. I etterkant av Pengepolitisk rapport 2/2023 (juni) har derimot interessen for norske kroner tatt seg opp. En medvirkende årsak har trolig vært at rentedifferansen mot utlandet har vist tegn til normalisering etter opprevideringen av renteplanene til Norges Bank.

Norske, internasjonale 1-års swaprenter om 1 år

Spread. Prosentpoeng



Rentedifferanse, normalisert: -0,65

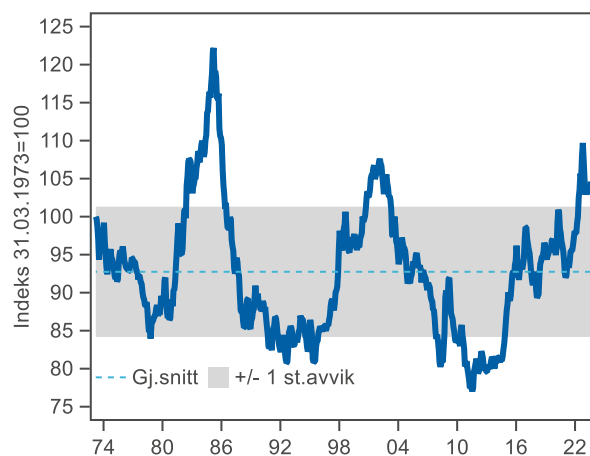


Kilder: Macrobond og Bloomberg

Rollen til USD på kort sikt...

Målt ved den brede realvalutakursen lå verdien på den amerikanske dollaren tett på gjennomsnittet siden tidlig på 70-tallet ved inngangen til 2020. En vel så interessant observasjon er at dollaren har trendet sterkere siden 2011, men at styrkingen for alvor tok fart fra slutten av 2014. At den amerikanske dollaren nå holder på styrken, på tross av at rentetoppen i internasjonale styringsrenter er nær, er trolig et signal om at risikoaversjonen blant aktører i valutamarkedet fremdeles er høyere enn normalt. For den norske kronen er det ofte et dårlig tegn ettersom den ofte blir omtalt ikke bare som en råvarevaluta, men også en såkalt høy-beta valuta som i lange perioder kan bevege seg mer enn de store toneangivende valutaene som amerikanske dollar og euro. Den sterke dollaren kan dermed virke som en slags brems på andre, og særlig mindre valutaer slik som norske kroner, i perioder hvor investorer foretrekker å sitte på amerikanske dollar. På kort sikt vil trolig den sterke dollaren bidra til å holde etterspørselen etter norske kroner på et moderat nivå ettersom vi ser for oss at vi må godt stykke inn i 2024 før markedsforholdene vil favorisere en sterkere krone.

USD: realvalutakurs, indeks (bred)



Kilder: Macrobond og Bloomberg

...og på lengre sikt

På lengre sikt er det mer strukturelle forhold som ligger til grunn for utviklingen i valutamarkedet og for det fremtidige nivået på kronekursen. Vi har tidligere i dette kapittelet vist til at kronekursen har vært gjenstand for to store skift de siste ti årene. Særlig oljeprisfallet i 2014 var en utløsende faktor til et mer varig svakere nivå på kronekursen. I etterspillet av pandemien har den høyeste inflasjonen på mange tiår og kraftig oppgang i rentenivået ikke vært det beste scenarioet for den norske krone som nå kan sies å stå ved et veikryss med tanke på den videre utviklingen. Den norske krone hentet seg inn både

etter finanskrisen og pandemien, men ikke etter oljeprisfallet i 2014. Så langt i år har krona målt den importveide kursindeksen svekket seg med om lag 6 prosent, og vårt syn er at vi på noe sikt vil kunne få en viss styrking av krona. Men, trolig ikke til nivåer vi så tidlig i fjor.

Importveid kroneindeks, I-44

$T0=100$



Kilder: Macrobond og Bloomberg

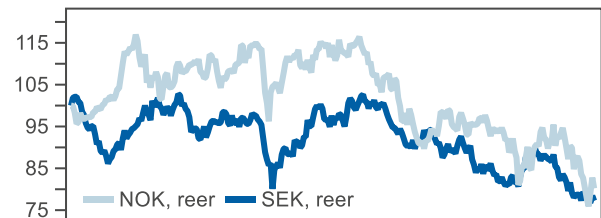
Svak trend for norsk og svensk krone

Fra 2003 bidro den høye veksten i oljeinvesteringene på den norske sokkelen til at den norske realvalutakursen seg oppe. Det var først i 2016 at den norske krona var tilbake på samme nivå som den svenske krona, målt fra årtusenskiftet. At den svenske krona har svekket seg tilsvarende den norske krona i ettertid kan bidra til å understøtte

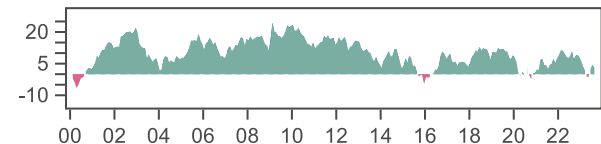
hypotesen at styrkingen av amerikanske dollar er en av de viktigste årsakene til at både norske og svenske kroner har svekket seg de siste ti årene. Skulle derimot amerikanske dollar svekke seg på noe lengre horisont, slik vi legger til grunn, vil vi gradvis kunne se at både den norske og svenske krona vil kunne hente seg noe inn igjen.

NOK, SEK, realvalutakurs

01.01.2000 = 100



NOK-SEK, p.p



Kilder: Macrobond og Bloomberg

Nils Kristian Knudsen
nils.knudsen@handelsbanken.no

Handelsbankens prognoser

Makroprognoser

	2022	2023	2024	2025
BNP, Fastlands-Norge	3.7	1.2	0.4	1.2
Husholdningenes konsum	6.9	-1.2	0.4	1.6
Sysselsetting	3.9	1.4	-0.1	0.1
Arbeidsledighet*	1.8	1.9	2.4	2.5
Årslønnsvekst	4.3	5.5	4.9	4.0
Reallønnsvekst	-1.5	-0.2	0.8	0.8
KPI	5.8	5.7	4.1	3.2
KPI-JAE	3.9	6.3	4.5	3.5
Boligpriser**	5.0	-0.7	-0.3	4.5

* Prosent av arbeidsstyrken (NAV)

** Årsgjennomsnitt

Kilde: Handelsbanken Capital Markets

Renteprognoser

	15. sep. 2023	3. kv. 2023	4. kv. 2023	1.kv.2024	Slutt 2024	Slutt 2025
Norges Banks folio	4.00	4.25	4.25	4.25	4.00	3.50
3 mnd NIBOR	4.75	4.60	4.60	4.60	4.35	3.85
10 år norsk stat	3.84	3.80	3.80	3.75	3.70	3.60
10års norsk swap	4.06	4.00	4.00	3.95	3.90	3.80

Kilde: Handelsbanken Capital Markets

Valutaprognoser

	15. sep. 2023	3. kv. 2023	4. kv. 2023	1.kv.2024	Slutt 2024	Slutt 2025
EUR/NOK	11.42	11.60	11.30	11.10	10.90	10.70
EUR/USD	1.07	1.08	1.08	1.09	1.13	1.17
USD/NOK	10.72	10.74	10.46	10.18	9.65	9.15
CHF/NOK	11.96	12.08	11.77	11.33	11.12	10.92
USD/JPY	147.86	147.30	146.00	145.00	140.00	135.00
JPY/NOK	7.25	7.29	7.17	7.02	6.89	6.77
EUR/SEK	11.87	11.90	11.75	11.50	10.80	10.30
SEK/NOK	0.96	0.98	0.96	0.97	1.01	1.04
GBP/NOK	13.30	13.33	12.84	12.61	12.25	11.89

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 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, tappt 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 pengebaserte 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			
Lars Henriksson	Senior Strategist, FX	+46 101 873 069		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

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