

Makroanalyse

Eiendomsrapport

4.april 2023



Handelsbanken

Utsiktene for eiendomsmarkedet i 2023

Vedvarende høy inflasjon og svak krone; Norges Bank hever til 3,75 prosent
Dempet boligprisfall i år, selv med bratt renteoppgang
Den neste oppturen vil særlig ledes an av Oslo og Stavanger
Salgsprisen på næringseiendom ventes ned 25 prosent

Innhold

Utsiktene for eiendomsmarkedet i 2023	3
Styringsrenten videre opp til 3,75 prosent	4
Dempet boligprisfall, selv med bratt renteoppgang	8
Store regionale boligprisforskjeller	12
Salgspris på næringseiendom ned 25 prosent	16
Nøkkeltall	19
Fraskrivelseserklæring for analyse	20

Utsiktene for eiendomsmarkedet i 2023

Norsk økonomi har utviklet seg sterkere enn ventet, og resesjonsrisikoen er også tonet mer ned. Lønns- og prispresset er sterkt, og den norske kronen er under press. Vi opprettholder forventningen om at Norges Bank vil nå en rentetopp på 3,75 prosent til høsten. Renteprognosen er ikke endret siden vår forrige oppdatering mot slutten av februar. Dette gjør at vi fortsatt tror at boligprisene – som har vist en mer stabil utvikling de siste månedene – vil snu mer nedover igjen. I alt anslår vi at boligprisene vil falle med vel 2 prosent i år, regnet som årsgjennomsnitt. Videre fremover er det imidlertid grunn til å tro at boligprisene vil skyte mer fart igjen. Vi fortsetter imidlertid å se for oss en markant nedgang i salgsprisen på næringseiendom. Sysselsettingsveksten blir trolig svak i år, samtidig som avkastningskravet ventes videre opp. Vi tror fortsatt på vår prognose om at salgsprisen på næringseiendom vil falle med hele 25 prosent fra toppen. Trolig ligger også risikoen på nedsiden.

Styringsrenten videre opp til 3,75 prosent

Norsk økonomi har utviklet seg sterkere enn ventet, og både lønns- og prisveksten vil holde seg høy i overskuelig fremtid. En negativ rentedifferanse mot utlandet, kombinert med uro i de finansielle markedene, har sørget for en markant kronesvekkelse. Dette setter Norges Bank under press. Vi opprettholder dermed forventningen om at Norges Bank vil fortsette å heve styringsrenten, og nå en topp på 3,75 prosent til høsten.

Dempet boligprisfall i år...

De sesongjusterte boligprisene har vist en mer stabil utvikling de siste månedene. Men Norges Banks aggressive renteplaner utgjør en større risiko for boligmarkedet på kort sikt. På den annen side bør nedgangen i boligprisene dempes av høy lønnsvekst, høy befolkningsvekst, og lav boligbygging. Vi tror boligprisene i år faller med vel 2 prosent, regnet som årsgjennomsnitt.

...avløst av en ny opptur

Lenger frem er det imidlertid grunn til å tro at det stramme boligmarkedet vil sørge for at boligprisene igjen skyter fart, og havner et stykke over lønnsveksten. Særlig i en situasjon hvor rentene etter hvert ventes å avta igjen. Vi ser for oss at Norges Bank vil begynne å sette renten ned igjen mot slutten av neste år. Skulle vi imidlertid se at Norges Bank gjennomfører færre renteøkninger i forkant, og/eller at de påfølgende rentekuttene inntreffer tidligere, vil også den neste oppgangen i boligprisene kunne bli sterkere enn hva vi nå antar.

Store regionale boligprisforskjeller fremover

Det nye i denne Eiendomsrapporten, er at vi også utvider analysen til å se mer på den regionale boligprisutviklingen. Nærmere bestemt tar vi for oss utsiktene for fem store områder; Oslo, Bergen, Trondheim, Stavanger og Tromsø. Vi har allerede

sett tilløp til en del regionale variasjoner i boligprisene, og dette vil trolig prege utviklingen også de kommende årene. Boligprisene er som nevnt ventet å falle på bred front i år, men fra og med neste år venter vi å se en ny prisoppgang. Også den ventes på bred front, men den vil nok gjøre seg særlig gjeldende i Oslo og Stavanger. Sistnevnte drar nytte av et fornyet oppsving innen petroleumssektoren. Mens Oslo preges av mer strukturelle utfordringer på tilbudssiden. Vi advarer samtidig om at det kommende oppsvinget i Oslo igjen kan bli ubehagelig sterkt, dersom renteutviklingen blir svakere enn hva vi nå ser for oss.

Salgsprisen på næringseiendom under press

Avkastningskravet for de mest attraktive kontorlokalene i Oslo ligger nå på 3,75 prosent, og vi tror at kravet vil øke videre til 4,5 prosent over tid. Selv om 10-års swaprente har falt fra toppen i februar, tror vi rentene vil holde seg på forholdsvis høye nivåer en god stund fremover. Mot slutten av 2025 venter vi en 10-års swaprente på 3,25 prosent. Årsveksten i snittleieprisene for kontoreiendom har vært svært høy gjennom fjoråret, for alle områder i Oslo. Dette året venter vi imidlertid at sysselsettingen innen kontorjobber vil utvikle seg svakt, og kun stige med 0,8 prosent når vi ser året under ett. Prognosen innebærer at sysselsettingen ved utgangen av dette året vil være om lag 0,1 prosent lavere enn på samme tid i fjor. Noe som ventes å utløse et fall i leieprisene på 0,4 prosent. Med en videre økning i avkastningskravet, slik vi ser for oss, holder vi fortsatt på vår prognose om at salgsprisen på næringseiendom i alt vil falle med hele 25 prosent fra toppen. Risikoen er også klart på nedsiden, slik vi ser det.

Styringsrenten videre opp til 3,75 prosent

Norsk økonomi har utviklet seg sterkere enn ventet, og både lønns- og prisveksten vil holde seg høy i overskuelig fremtid. En negativ rentedifferanse mot utlandet, kombinert med uro i de finansielle markedene, har sørget for en markant kronesvekkelse. Dette setter Norges Bank under press. Vi opprettholder dermed forventningen om at Norges Bank vil fortsette å heve styringsrenten, og nå en topp på 3,75 prosent til høsten.

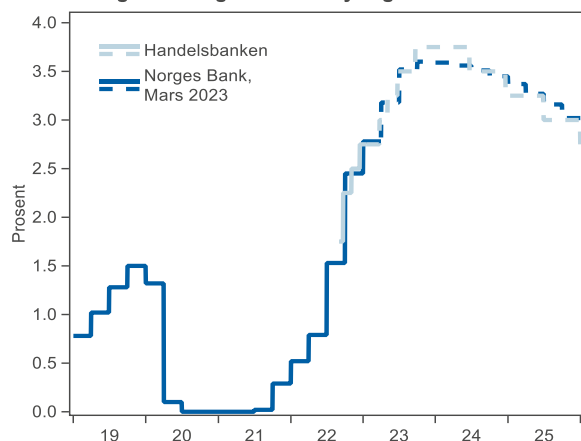
Norges Bank har igjen fått det travelt

Norges Bank har nylig foretatt en signifikant oppjustering av rentebanen, som nå innebærer at styringsrenten vil nå en topp på 3,50 prosent innen utgangen av juni. Men Norges Bank ser også en forholdsvis god mulighet for at styringsrenten vil kunne settes videre opp til 3,75 prosent i løpet av andre halvår i år.

Selv om oppjusteringen av rentebanen var noe større enn hva vi analytikere hadde ventet at de ville gjøre, harmoniserer den nye banen relativt godt med våre offisielle renteprognoser; se figuren under. Mot slutten av februar i år foretok vi nemlig [en markant oppjustering av renteprognosene](#), hvor vi nettopp anslo rentetoppen til 3,75 prosent. Våre forventninger innebærer at styringsrenten settes opp med nye 25 basispunkter ved møtene i både mai og juni, til 3,50 prosent. Før vi ser for oss en siste renteheving i september, til 3,75 prosent. I lys av den nylige oppjusteringen fra Norges Bank, gjør vi ingen nye endringer i våre offisielle renteprognoser.

Norges Bank ventes å heve renten i mai, juni og september, til en topp på 3,75 prosent

Forventninger til Norges Banks styringsrente

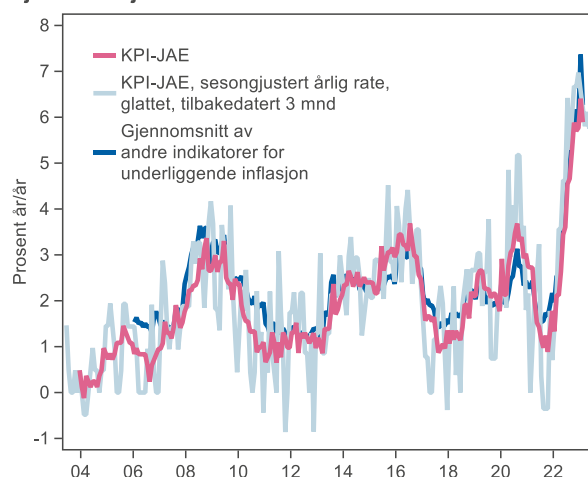


Kilder: Macrobond og Handelsbanken

Høy inflasjon og fortsatt sterkt kostnadspress

Som vi lenge har pekt på, ser det ut til at selve kjerneinflasjonen faktisk topper ut i første kvartal i år. En enkel observasjon er at den sesongjusterte annualiserte raten har beveget seg mer sideveis de siste månedene, fremfor å stige videre. Øvrige indikatorer for underliggende inflasjon – slik som trimmet snitt og vektet median – har også tatt seg litt ned fra toppen. Videre vil kraftige basisvirkninger slå inn i tallene fra og med april; merk at det var særlig fra dette tidspunktet i fjor, at prisveksten ble spesielt høy. Det vil isolert sett kunne trekke ned årsveksten i KPI-JAE i tiden fremover.

Kjerneinflasjon



Kilder: Macrobond og Handelsbanken

På den annen side viser kontaktbedriftene i Norges Banks regionale nettverk til at den høye kostnadsveksten vil sørge for store oppjusteringer av prisene også gjennom første halvår i år. Det betyr ikke nødvendigvis at selve årsveksten i KPI-JAE vil stige videre, men heller at nedgangen blir klart tregere enn tidligere antatt. De samme kontaktbedriftene melder også om at økte levekostnader, kombinert med et stramt arbeidsmarked, trekker opp lønnsforventningene. Trolig vil vi i år se at den nominelle lønnsveksten bikker hele 5 prosent. Lønnsandelen for markedsrettet virksomhet i fastlandsøkonomien har falt det siste året, men er samtidig rundt 2018-nivåer. Produktivitetsveksten er vedvarende svak. Denne

kombinasjonen tyder i sum på sterk vekst i lønnskostnader per produsert enhet, som i neste runde vil veltes over i utsalgsprisene.

Riktignok har knappheten på arbeidskraft fortsatt å avta fra toppen, men arbeidsmarkedet er fortsatt strammere enn normalt. Som vist i neste figur, vil det også ta tid før et avtagende press sørger for å bringe lønnskostnadsveksten mer ned mot nivåer som er forenlige med inflasjonsmålet på sikt.

Svak trendproduktivitet og høy nominell lønnsvekst gjør det mer krevende å dempe inflasjonen igjen

Lønnskostnader og knapphet på arbeidskraft



Kilder: Macrobond og Handelsbanken

*ann: Lønnsforventninger neste 12 mnd, partene i arbeidslivet

Norsk økonomi dukker unna en resesjon

Ikke bare har utviklingen i fastlandsøkonomien vært sterkere enn ventet de siste månedene. Kontaktbedriftene i regionalt nettverk venter også at aktiviteten – heller enn å falle – vil flate mer ut de neste tre månedene. Økonomien er blant annet understøttet av husholdningenes akkumulerte sparing fra under pandemien. Selv om spareraten har falt ned i negativt territorium, er ikke den akkumulerte sparingen fullt fortært enda. Riktignok er varehandelsbedriftene fortsatt negative til de økonomiske utsiktene, men i noe mindre grad enn ved utgangen av fjoråret. Mens vekstforventningene blant tjenesteyterne overfor husholdningene har snudd i pluss igjen, for første gang siden i fjor sommer. Videre er det sterkt positive utsikter for oljeleverandørindustrien, i lys av et lenge varslet oppsving i sokkelinvesteringene gjennom 2023-2024.

Regionalt nettverk og Norges Banks Forventningsundersøkelse



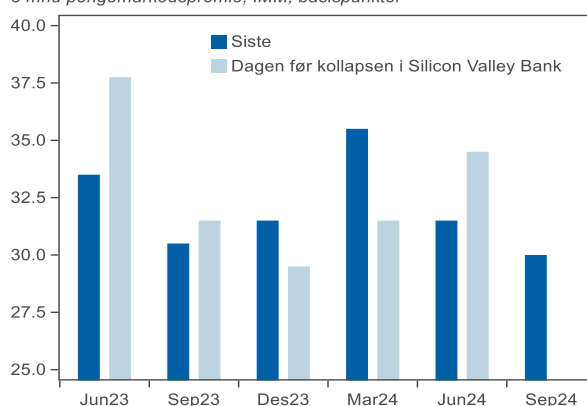
Kilde: Macrobond

Uro til tross, det er rom for videre hevinger

Uroen med utspring i kollapsen i den amerikanske nisjebanken Silicon Valley Bank, med påfølgende uro også i det europeiske bankmarkedet, utgjør imidlertid en ny usikkerhetsfaktor fremover. Men norske banker er både likvide og godt kapitaliserte, og foreløpig ser smitteeffektene ut til å være forholdsvis små. Påslagene i det norske pengemarkedet har også tatt seg relativt lite opp i lys av urolighetene som har oppstått. Samlet sett ser det ut til at norsk økonomi har stått sterkere imot renteøkningene fra Norges Bank, enn hva man hadde antatt på forhånd. Og med mindre urolighetene i det internasjonale bankmarkedet fører til en situasjon med en vesentlig innstramning av kredittpraksisen her hjemme, vil Norges Bank fortsatt benytte styringsrenten til å kjøle ned aktiviteten og dermed prispresset i norsk økonomi.

Norge: Pengemarkedspremier

3 mnd pengemarkedspremie, IMM, basispunkter



Kilde: Bloomberg

Finansuroen ser ikke ut til å vesentlig begrense handlingsrommet til Norges Bank

Svak krone setter Norges Bank under mer press

Et siste vesentlig moment er at den norske kronen (I-44) har utviklet seg i klart svakere retning enn antatt. Forklaringen på denne utviklingen er sammensatt: Rentedifferansen har lenge gått i disfavør av den norske kronen. Men kronen vil også være under betydelig press så lenge uroen i finansmarkedene vedvarer. OPECs varslede produksjonskutt fra mai har så langt også bare bidratt til en moderat styrking av krona. Dette må nok sees i sammenheng med at kuttet i oljeproduksjonen kan føre til økt usikkerhet rundt rentesettingen til de store sentralbankene, i tillegg til økte geopolitiske spenninger.

Risikoappetitten i finansmarkedene har forverret seg og avtrykket i det globale rentenivået har vært uvanlig stort. Bevegelsene i rentemarkedene har vært større enn gjennom utbruddet av pandemien i 2020. Ikke bare har den «globale» rentetoppen flyttet seg ned med inntil ett prosentpoeng, men også forventningene til fremtidige rentekutt har blitt vesentlig fremskyndet. Nivået på lange norske markedsrenter har også tatt seg markert ned. Forskjellen mellom utviklingen i norske og internasjonale renter har likevel vært påfallende stor siden i fjor sommer. Mens nivået på internasjonale renter har tatt seg markert opp, har norske renter falt. Det har dermed oppstått en situasjon i rentemarkedene hvor den norske terminstrukturen ligger under den internasjonale. Vi må tilbake til en kortere periode rundt 2005 hvor tilsvarende var tilfelle. Den negative rentedifferansen mot våre største handelspartnere har medført en uvanlig stor svekkelse av den norske kronen siden nyttår.

Kronekurs vs. rentedifferanse mot utlandet



Kilder: Macrobond og Handelsbanken

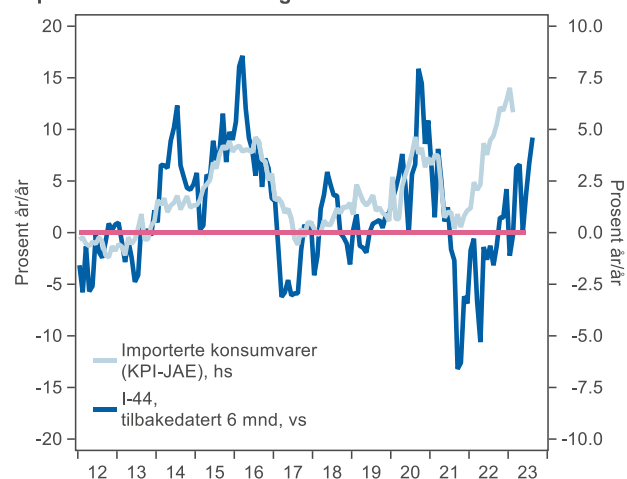
Norsk krone rammet av negativ rentedifferanse, økt markedsuro og fall i oljeprisen

Norsk krone rammet av negativ rentedifferanse, økt markedsuro og fall i oljeprisen

Kronesvekkelsen har igjen implikasjoner for inflasjonen, og dermed også Norges Banks styringsrente. Den svake kronekursen var en av de klart viktigste årsakene til at Norges Bank nå i mars foretok en markant oppjustering av egne renteprognoser. En enkel tolkning er at de måtte komme mer à jour med rentenivået blant Norges handelspartnere, i et forsøk på å demme opp for en potensielt større kronesvekkelse.

Norges Bank kan velge å se gjennom enkelte fluktuasjoner i kronekursen. Men det blir mer krevende dersom kursen bare fortsetter å svekke seg. For det første gir kronesvekkelsen en direkte effekt på prisene, via økte priser på importerte konsumvarer. Dette vil igjen kunne trekke opp prisene på norskproduserte konsumvarer som konkurrerer i det samme markedet. En svakere norsk krone vil også heve lønnsnivået i utekonkurrerende sektor – frontfaget – noe som igjen vil kunne sørge for høyere lønnsvekst også i øvrige næringer. Ikke alle næringene nyter like godt av den svake kronen, og vil da måtte kompensere den økte lønnsveksten med å skru opp prisene tilsvarende.

Importerte konsumvarer og kronekurs



Kilde: Macrobond

Samlet sett er det en rekke forhold som tilsier at også store deler av 2023 vil preges av videre renteoppgang: Mer vedvarende høy inflasjon, i en situasjon hvor også aktiviteten holder seg mer oppe, samtidig som også den svake kronen setter Norges Bank under press. Dermed opprettholder vi også vårt syn om at Norges Bank vil sette renten videre opp i et jevnt tempo, og til slutt nå en rentetopp på 3,75 prosent til høsten. Hva gjelder lange renter,

venter vi at den tiårige norske swaprenten vil stige opp til 3,50 prosent i andre kvartal i 2023, for deretter å gradvis falle tilbake til 3,25 prosent i begynnelsen av 2025.

*Også store deler av 2023 ser ut
til å bli preget av videre
renteoppgang*

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

Nils Kristian Knudsen,
nils.knudsen@handelsbanken.no

Dempet boligprisfall, selv med bratt renteoppgang

De sesongjusterte boligprisene har vist en mer stabil utvikling de siste månedene, og man kan lett tenke at bunnen er nådd allerede. Men Norges Banks aggressive renteplaner utgjør nå en større risiko for boligmarkedet på kort sikt. Men nedgangen i boligprisene bør uansett dempes av høy lønnsvekst, høy befolkningsvekst, og lav boligbygging. Vi tror boligprisene i år faller med vel 2 prosent, regnet som årsgjennomsnitt. Deretter ser vi for oss et forholdsvis sterkt oppsving igjen.

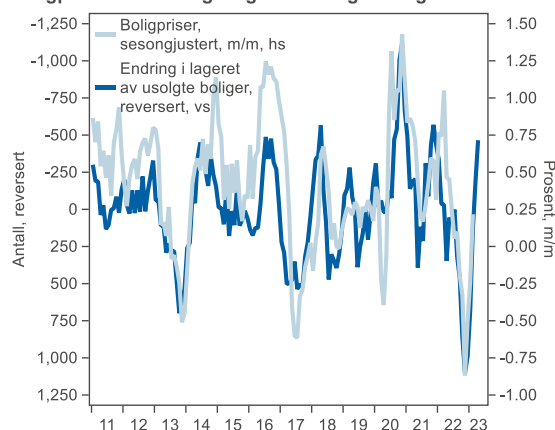
Sterk start på boligåret 2023...

Etter et noe systematisk boligprisfall gjennom fjorårshøsten, har de sesongjusterte boligprisene vist en mer stabil utvikling de siste månedene. Aktiviteten har tatt seg opp på denne siden av året, og noe må nok ses i sammenheng med lettelsene i stresstesten i boliglånsforskriften. Antall boligomsetninger har vært høyere enn det historiske gjennomsnittet siden finanskrisen (målt for samme periode). Fortsatt er det færre boliger som blir lagt ut for salg sammenlignet med antall boligomsetninger, og dette har igjen trukket ned lageret av usolgte boliger. Boligmarkedet er stramt, samtidig som det fortsatt er høy aktivitet i norsk økonomi. Arbeidsledigheten befinner seg rundt rekordlave nivåer, og sysselsettingsandelen er høy. I utgangspunktet er det lagt godt til rette for at boligprisene vil fortsette å stige.

Boligprisforventningene har også tatt seg opp. Ifølge den siste undersøkelsen fra NBBL, er det nå 50 prosent som venter at boligprisene skal opp det neste året. Dette er opp fra en andel på 45 prosent i februar. Samtidig har andelen som tror på lavere boligpriser falt fra 22 til 16 prosent.

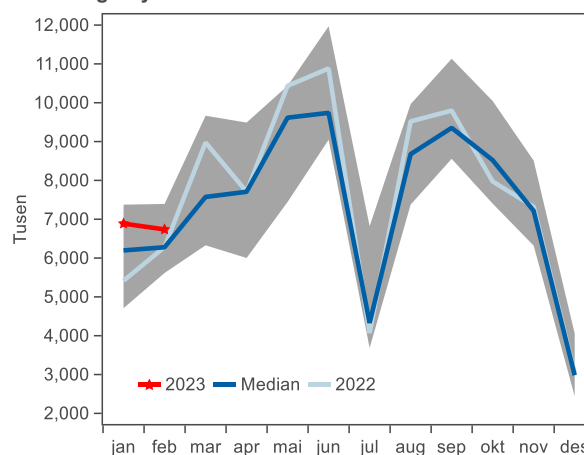
De sesongjusterte boligprisene har vist en mer stabil utvikling de siste månedene

Boligpriser vs endring i lager av usolgte boliger



Kilder: Macrobond og Handelsbanken

Boligtransaksjoner, faktisk og høy/lav etter finanskrisen



Kilde: Macrobond

...men bunnen er enda ikke nådd

Men med Norges Banks aggressive renteplaner får vi fort en ny situasjon hvor kjøper og selger må møtes på et lavere nivå igjen. Samtidig vil den høye befolknings- og inntektsveksten dempe prisfallet, i en situasjon hvor også tilbudssiden er begrenset. Disse forholdene diskuteres nærmere i de neste avsnittene, og ikke minst i kapitlet som omhandler de regionale boligprisutsiktene. Samlet sett tror vi at boligprisene i Norge vil falle med vel 2 prosent i år, regnet som årsgjennomsnitt.

Renten er atomknappen i boligmarkedet...

Ved inngangen til året var det mye snakk om at rentetoppen snart var nær – i Norges Banks pengepolitiske rapport fra desember, ble rentetoppen anslått til 3,00-3,25 prosent – og dette har nok også bidratt til en mer positiv utvikling i boligmarkedet de siste månedene. Men nå ser det heller ut til å gå mot en rentetopp på 3,75 prosent i løpet av den kommende høsten. En oppjustering av renteutsiktene på inntil 75 basispunkter, vil nemlig ha en signifikant negativ effekt på boligprisene, isolert sett.

For å undersøke betydningen av de varslede renteøkningene i mer detalj, tar vi som vanlig utgangspunkt i en økonometrisk likevektsjusteringsmodell, som ivaretar både kort- og langtidsvirkninger i boligmarkedet. Estimeringer på

norske data over tid, viser at boligprisene vil falle med nærmere 3 prosent på kort sikt, og hele 11 prosent på lang sikt, dersom utlånsrenten heves permanent med 1 prosentpoeng.¹ Estimeringene viser imidlertid at det tar tid før hele tilpasningen har skjedd – gjerne 2-3 år – men samtidig at halvparten av tilpasningen skjer allerede det første året. En «merøkning» i utlånsrentene på inntil 75 basispunkter, vil da kunne trekke ned boligprisene med vel 4 prosent i løpet av det nærmeste året, regnet fra dagens nivå. I tillegg må vi regne inn effektene av de akkumulerte renteøkningene vi allerede har bak oss, som trolig ikke har fått fullt gjennomslag i boligmarkedet enda. Det er ikke uten grunn at enkelte har hevdet at [renten er atomknappen](#) i boligmarkedet.

...men høy inntektsvekst demper et større fall

Men den forestående nedturen vil blant annet dempes av en betydelig oppgang i lønnsveksten. Ifølge våre estimeringer, vil boligprisene stige med 0,7 prosent på lang sikt dersom husholdningenes inntekter stiger permanent med 1 prosent, og øvrige faktorer ligger fast. I år er lønnsveksten ventet å toppe hele 5 prosent. Dette er den høyeste lønnsveksten siden 2008, som kom i kjølvannet av den markante høykonjunkturen inn mot finanskrisen. Igjen tar det noe tid før tilpasningen skjer fullt ut, samtidig som vi igjen må regne inn effekten av inntektsoppgangen vi har bak oss. Befolkningsveksten er også svært høy, noe som ytterligere trekker opp husholdningenes samlede etterspørsel i boligmarkedet.

Figuren under oppsummerer våre analyser så langt, ved å gi et stilisert eksempel på de estimerte langtidsvirkningene i boligmarkedet over de siste 10 år; i hvilken grad endringer i samlede inntekter² og rentekostnader påvirker boligprisene. Vi ser at de faktiske boligprisene over tid har beveget seg rundt denne estimerte prisbanen for boligmarkedet. Som illustrert, er renteeffekten svært sterk. Men en markert oppgang i husholdningenes inntekter har samtidig dempet den faktiske avmatningen i boligprisene det siste året. Når det er sagt, er renteeffekten dominerende, og peker mot et fall i boligprisene fremover; som også er vår forventning. Men vi tror uansett at fallet blir i forholdsvis dempet.

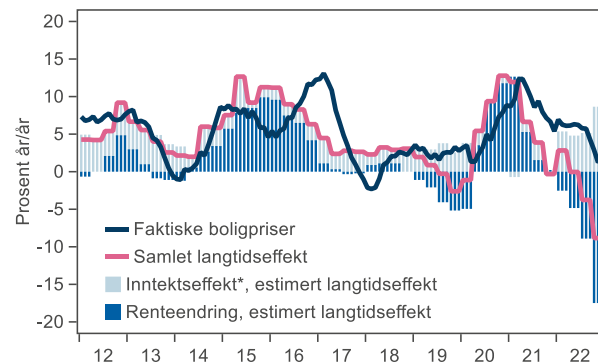
¹ [Norwegian Housing Market Watch 2021](#)

² Dette inntektsbegrepet fanger opp både befolknings- og lønnsvekst, samt overføringer m.m, for husholdningene totalt.

I neste avsnitt ser vi nærmere på hvordan den knappe tilbudssiden kombinert med sterk befolkningsvekst også bidrar til å begrense fallet i boligprisene.

Faktiske boligpriser vs endring i renter og inntekt

Perioden 2012-2022



Kilder: Macrobond og Handelsbanken

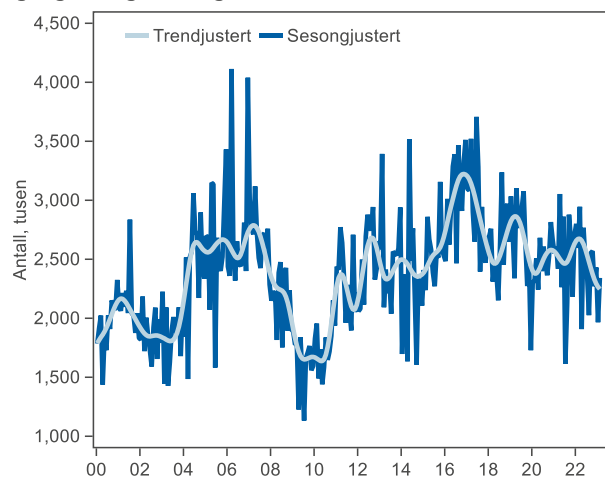
*anm: Husholdningenes disponible inntekter u/utbytte, før rentekostnader

Svakt forhåndssalg peker mot lav igangsetting

Foreløpig har vi kun sett en moderat nedgang i igangsettingstillatelsene av nye boliger, slik tallene beregnes av Statistisk sentralbyrå. Men det er flere forhold som peker i retning av et mer markert fall i byggeaktiviteten i tiden fremover. For det første bidrar kombinasjonen av en pågående avmatning i de nominelle boligprisene, og fortsatt høye byggekostnader, til at *realboligprisene* fortsetter å svekke seg; se figur under. Dette rammer igjen lønnsomheten hos utbyggerne og vil – med en viss tidsforsinkelse – trekke investeringsaktiviteten ytterligere. Men vi ser det nok enda klarere fra det svake forhåndssalget av nye boliger. [Tall fra Prognosesenteret og Boligprodusentene](#) viser at salget av nye boenheter har tatt seg markant ned. Antall solgte nye boliger, regnet over de siste 12 månedene, ligger nå om lag 20 prosent lavere enn igangsettingen over den samme tolv månedersperioden, og speiler en situasjon med mer usikkerhet rundt prisutviklingen fremover; jamfør korrelasjonen med den pågående nedkjølingen av bruktboligprisene.

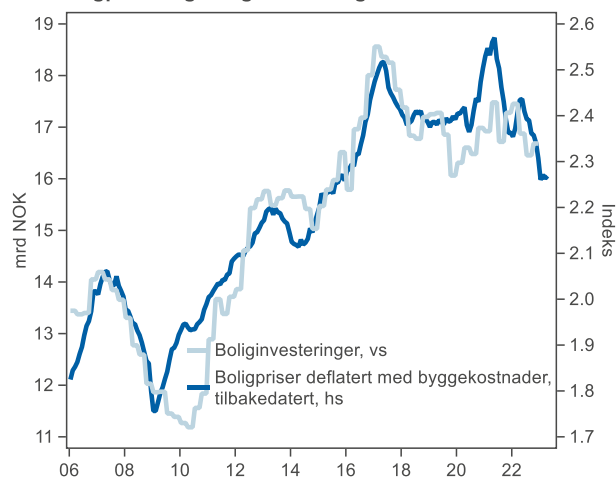
Det er den samlede etterspørselen som skaper «trengsel» i boligmarkedet.

Igangsetting av boliger



Kilde: Macrobond

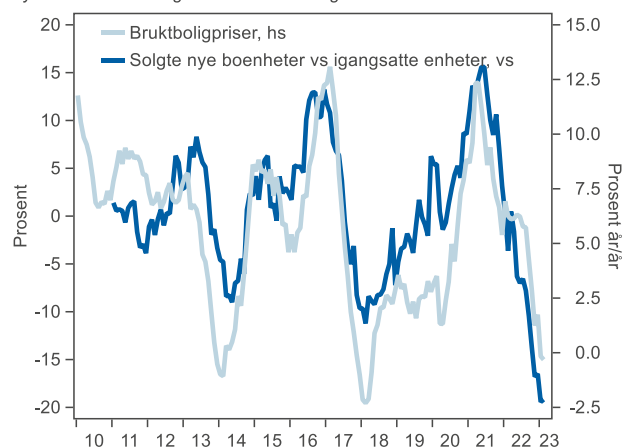
Realboligpriser og boliginvesteringer



Kilder: Macrobond og Handelsbanken

Bruktboligpriser vs aktiviteten i nyboligmarkedet

Nye boenheter beregnet som 12 mnds glidende snitt

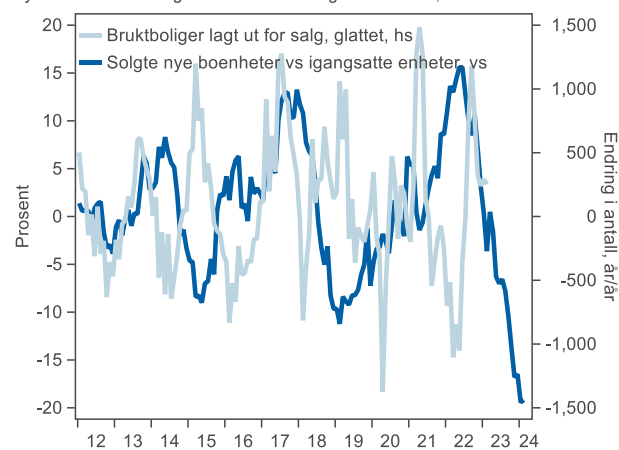


Kilder: Macrobond, Prognosesenteret og Boligprodusentene

utover. Riktignok er omsetningen i bruktboligmarkedet vesentlig større enn i nyboligmarkedet. Men fallet i tilførelsen av nye boliger vil uansett bidra til å trekke ned omsetningen i bruktboligmarkedet i neste runde; færre nye boliger å kjøpe seg inn i, vil også gi færre boliger til overlevering i nettopp bruktboligmarkedet. Kollapsen i salget av nye boliger vil altså sørge for en større knapphet på tilbudssiden i boligmarkedet i *neste runde*, som isolert sett bidrar til å *løfte* boligprisene igjen.

Nye og igangsatte boenheter vs bruktboliger lagt ut for salg

Nye boenheter beregnet som 12 mnds glidende snitt, tilbakedatert



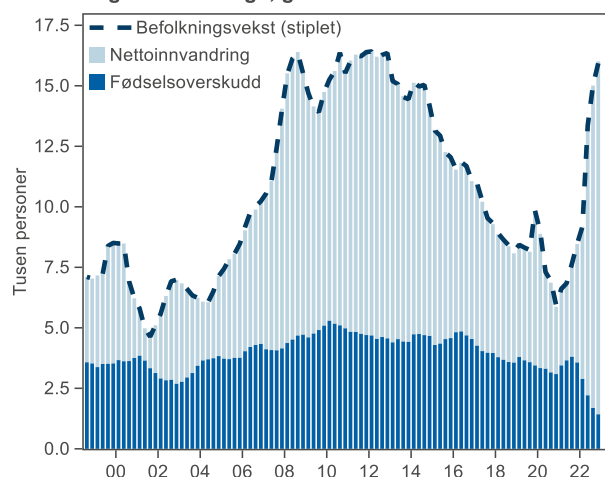
Kilder: Macrobond, Prognosesenteret og Boligprodusentene

Høy nettoinnvandring demper også fallet

Knappheten på tilbudssiden inntreffer også i en situasjon hvor befolkningsveksten har tatt seg solid opp. Fødselsoverskuddet faller, men innvandringen er kraftig opp. Som følge av dette, har befolkningsveksten tatt seg opp til samme nivåene som i topp-årene 2008-2012. En stor andel av innvandringen er flykninger fra Ukraina. IMDi, Integrerings- og mangfoldsdirektoratet, har bedt alle norske kommuner om å kunne ta imot til sammen 35 000 flykninger i 2023. Høy innvandring setter i første rekke press på leiemarkedet, men det vil i neste runde presse eiemarkedet. Det er fortsatt usikkert hvor i landet de ukrainske flykningene ender opp med å etablere seg og hvor lenge de blir i Norge. Men det vil uansett bidra til å dempe boligprisfallet, særlig i en kombinasjon med knapphet på tilbudssiden.

Fallet i forhåndssalget innebærer at igangsettingen vil fortsette å falle, noe som i neste runde vil trekke ned ferdigstillelsen av nye boliger særlig fra 2024 og

Befolkningsvekst i Norge, glattet over 4 kvartaler



Kilde: Macrobond

I alt: Begrenset nedtur, og ny opptur i sikte

Det norske boligmarkedet har stått forholdsvis godt imot Norges Banks renteøkninger så langt. Vel så vi tilløp til et mer markant prisfall gjennom høsten i fjor, men de siste månedene har de sesongjusterte boligprisene heller flatet mer ut. Renteeffekten er imidlertid sterk, og vi ser for oss at dette vil dominere prisutviklingen gjennom 2023; i en situasjon hvor Norges Bank hever styringsrenten helt til 3,75 prosent, slik vi tror. Fra tidlig sommer og utover høsten venter vi derfor at de sesongjusterte boligprisene vil trekke mer nedover igjen, og tror ikke den nye bunnen passeres før Norges Bank har gjennomført den siste renteøkningen. Samlet sett venter vi at boligprisene i år vil falle med vel 2 prosent, regnet som årsgjennomsnitt mot fjoråret.

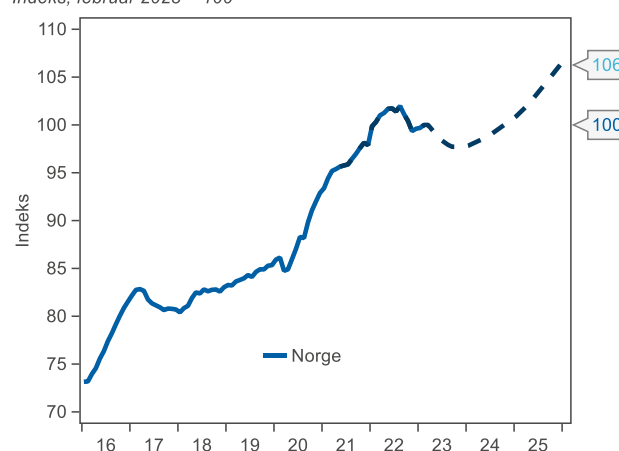
Hadde det ikke vært for sterk lønnsvekst, en skarp oppgang i befolkningsveksten, og en gradvis mer svekket tilbudsside, ville vi ha anslått et vesentlig større fall. Ser vi lenger utover i prognoseperioden, er det imidlertid grunn til å tro at boligprisene vil begynne å ta seg godt opp igjen. Flere av effektene er usikre, ikke minst virkningen av den økte befolkningsveksten, men boligmarkedet ser uansett ut til å stramme seg vesentlig til fra 2024. På den annen side tar det tid før renteeffekten er fullt uttømt, og dette vil sørge for å dempe årsveksten i boligprisene også til neste år. Men lenger frem er det grunn til å tro at det stramme boligmarkedet vil sørge for at boligprisene igjen skyter over lønnsveksten. Særlig i en situasjon hvor rentene ventes å avta igjen. Vi ser for oss at Norges Bank vil begynne å sette renten ned igjen mot slutten av neste år. Skulle vi imidlertid se at Norges Bank gjennomfører færre

renteøkninger i forkant, og/eller at de kommende rentekuttene inntreffer tidligere, vil også den neste oppgangen i boligprisene kunne bli sterkere enn hva vi nå antar.

Styringsrenten topper ut til høsten, og boligprisene vil bunne ut. Svak tilbudsside, økt befolknings- og inntektsvekst gir ny opptur igjen

Faktisk og forventet boligprisutvikling

Indeks, februar 2023 = 100



Kilder: Macrobond og Handelsbanken

Tabellen oppsummerer våre viktigste prognoser for de nærmeste årene.

	2023	2024	2025
Boligpriser	-2,1	0,4	4,4
Lønninger	5,2	4,3	3,3
Styringsrente*	3,75	3,25	2,75

*Utgangen av året

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

Sara Midtgaard,
sara.midtgaard@handelsbanken.no

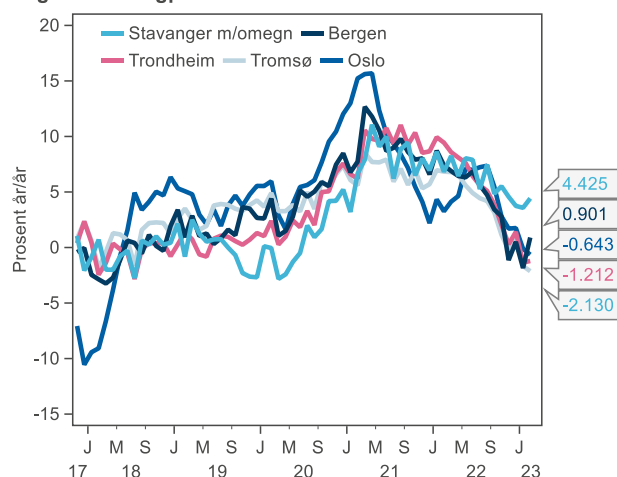
Store regionale boligprisforskjeller

Vi har allerede sett tilløp til en del regionale forskjeller i boligprisene, og dette vil trolig prege boligprisutviklingen også de kommende årene. Boligprisene er ventet å falle på bred front i år, men fra og med neste år ventet vi å se en ny prisoppgang. Også den ventes på bred front, men den vil nok gjøre seg særlig gjeldende i Oslo og Stavanger. Sistnevnte drar nytte av et fornyet oppsving innen petroleumssektoren. Mens Oslo preges av mer strukturelle utfordringer på tilbudssiden. Vi advarer samtidig om at det kommende oppsvinget i Oslo igjen kan bli ubehagelig sterkt, dersom renteutviklingen blir svakere enn hva vi nå ser for oss.

Regionale forskjeller allerede til syne

Det nye i denne Eiendomsrapporten, er at vi også utvider analysen til å se mer på den regionale boligprisutviklingen. Nærmere bestemt tar vi for oss utsiktene for fem store områder, nemlig Oslo, Bergen, Trondheim, Stavanger og Tromsø. Den nasjonale boligprisindeksen er en veid indeks, som kan maskere til dels store regionale forskjeller. Som vist i figuren under, har vi allerede begynt å se noen klare regionale forskjeller. Mens prisveksten generelt har avtatt gjennom det siste året, har for eksempel prisveksten holdt seg klart bedre oppe i Stavanger. Mens årsveksten har snudd noe i minus i Oslo og Trondheim, og desto mer i Tromsø.

Regionale boligpriser

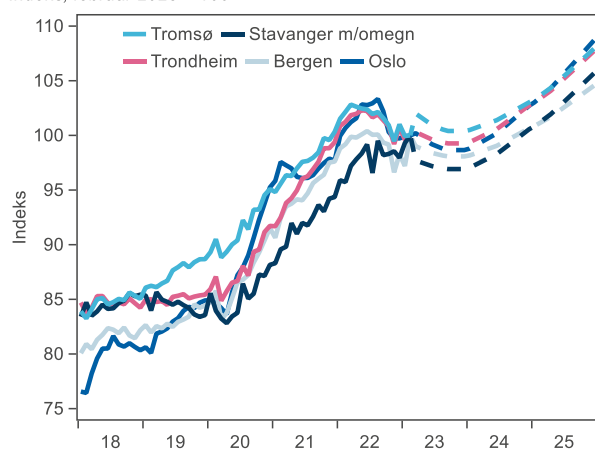


Kilde: Macrobond

Som vi viser i denne analysen, er det grunn til å tro at de regionale forskjellene blir til dels store også i tiden fremover. Selv om nedsiderisikoen er størst i Oslo på kort sikt, er det samtidig grunn til å tro at den kommende oppturen blir desto sterkere enn i landet ellers. Stavanger er også et område hvor den neste oppturen etter hvert kan få mer fart, som følge av økt aktivitet innen petroleumsvirksomheten.

Regionale boligprisindekser, faktisk og anslått utvikling

Indeks, februar 2023 = 100



Kilder: Macrobond og Handelsbanken

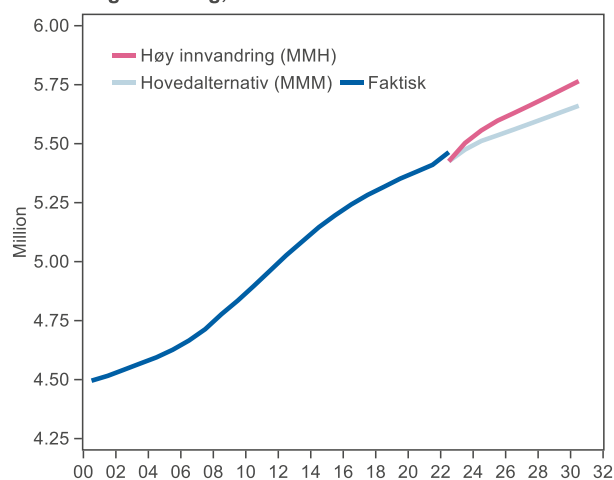
Hvordan vi har gått frem

I det følgende går vi kort gjennom modellstrukturen, og drøfter noen vesentlige regionale forskjeller, før vi sammenfatter boligprisprognosene for de ulike regionene. Valg av modellstruktur er den samme som vi har benyttet for de nasjonale boligprisene. Regionale boligdata er igjen hentet fra Eiendom Norge/FINN/Eiendomsverdi; både prisindekser og tall for antall boliger lagt ut for salg. Sistnevnte er også fremskrevet, slik at vi har et bilde av den regionale tilbudssiden gjennom hele prognoseperioden. Videre er utlånsrentene, av naturlige grunner, de samme alle steder, og forventningene følger her av våre anslag for styringsrenten.

Det er imidlertid mer krevende å finne regionale tall for utviklingen i husholdningenes (aggregerte) disponible inntekter, og derfor må vi gjøre noen antagelser. Her har vi tatt utgangspunkt i husholdningenes disponible inntekter *per capita*, slik de kan beregnes for landet som helhet, og deretter multiplisert opp med den faktiske befolkningsstørrelsen innen de ulike områdene. Dette gir dermed en *proxy* for aggregert disponibel husholdningsinntekt, på regionalt nivå. For å anslå

den regionale inntektsutviklingen videre fremover, har vi som utgangspunkt antatt identisk lønnsvekst på tvers av de ulike regionene. Videre har vi benyttet SSBs befolkningsfremskrivninger. Som følge av den skarpe oppgangen i nettoinnvandringen, har vi lagt oss på SSBs høyinnvandringsalternativ. Som vist innebærer dette at Trondheim og Oslo forventes å skille seg ut med den sterkeste prosentvise befolkningsveksten fremover.

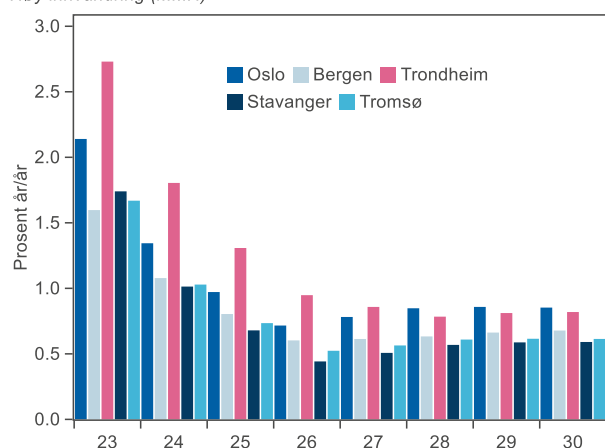
Befolkningsutvikling, landet som helhet



Kilde: Statistisk sentralbyrå

Fremskrevet befolkningsvekst, fordelt på regioner

Høy innvandring (MMH)

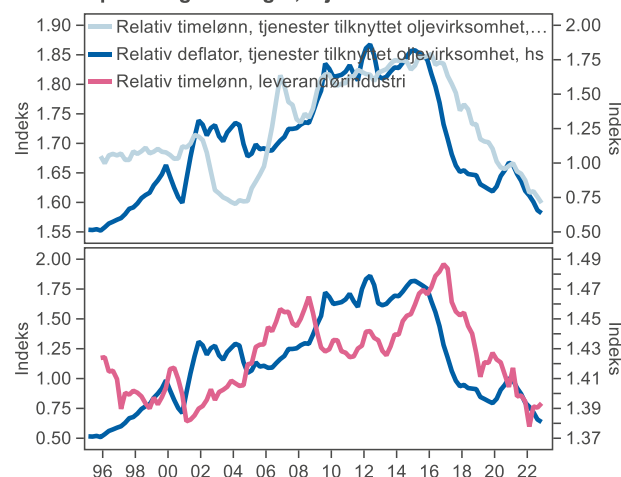


Kilde: Statistisk sentralbyrå

Oljesektoren gir store lokale utslag

Vi har imidlertid foretatt en liten tilleggsjustering for inntektsutviklingen innen oljetunge regioner, slik som Stavanger. Nærmere bestemt har vi justert inntektene med prisdeflatoren for tjenester tilknyttet oljevirksomheten, relativt til økonomien for øvrig (tallene er hentet fra Nasjonalregnskapet). Som vist i neste figur, har det nemlig over tid vært en ganske klar sammenheng mellom den relative prisdeflatoren for nevnte tjenester, og de relative timelønningene innen både (1) tjenester rettet mot oljevirksomheten, og (2) leverandørindustrien.

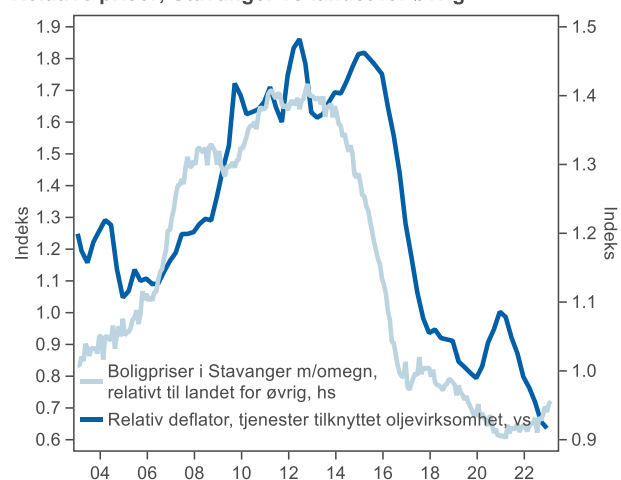
Relative priser og lønninger, oljevirksomheten



Kilder: Macrobond og Handelsbanken

Som vist i neste figur, har også boligprisene i Stavanger, relativt til landet for øvrig, vist en utvikling over tid som korrelerer med de relative prisene – og dermed lønningene – for oljerettet virksomhet. Trolig fanger vi her opp effekten av både faktisk og forventet inntektsutvikling innen en region som er spesielt utsatt for en oljedrevet konjunkturutvikling.

Relative priser; Stavanger vs landet for øvrig

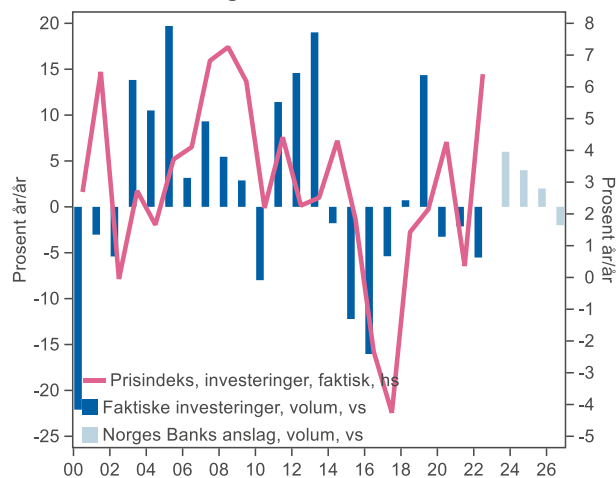


Kilder: Macrobond og Handelsbanken

Nedturen innen oljevirksomheten, som vi nå har bak oss, sørget for en lengre periode hvor boligprisene i Stavanger utviklet seg svakere enn i landet for øvrig. Men fremover er dette ventet å snu mer markert oppover igjen, noe vi allerede kan ha sett tilløp til. Det er lenge varslet at petroleumsinvesteringene vil få et betydelig løft igjen særlig gjennom 2023-24. Investeringsprisene på norsk sokkel har allerede begynt å stige markant. Ut ifra historiske erfaringer tyder dette på at både produsentprisene, og dermed lønningene i den oljerettede delen av norsk økonomi, vil løftes relativt til den samme utviklingen i økonomien for øvrig. Dette vil igjen kunne gi en

ekstra impuls til boligprisene nettopp i Stavangerregionen de neste årene.

Petroleumsinvesteringer



Kilde: Macrobond

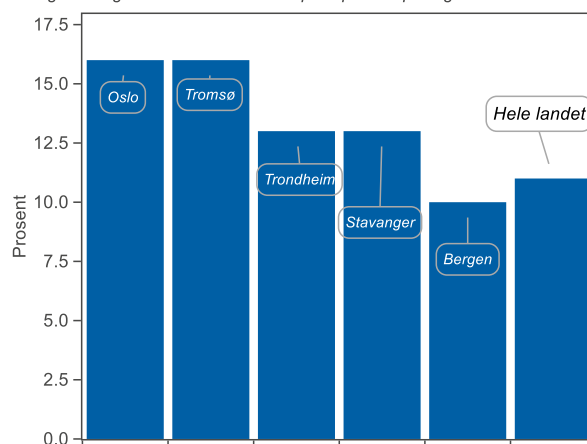
Økt oljeaktivitet vil gi et ekstra bidrag til boligmarkedet i Stavanger

Særlige tilbudssideutfordringer i Oslo

Videre tar modellstrukturen hensyn til regionale variasjoner hva gjelder rigiditeten på tilbudssiden. Våre estimeringer viser at det særlig er Oslo som har særskilte utfordringer. Dersom boliglånsrenten endres med 1 prosentpoeng, endres boligprisene i Oslo på lang sikt med 16 prosent, ifølge våre modellestimeringer. Dette er klart høyere enn hva vi finner som renterespons på landsbasis, hvor en tilsvarende renteendring gir en langsiktig endring i boligprisnivået på 11 prosent. Merk imidlertid at den estimerte renteeffekten er like sterk i Tromsø som i Oslo. Men våre estimeringer finner også at en endring i husholdningenes inntekter slår sterkere ut i boligprisene i Oslo, enn hva vi finner for øvrige regioner. Det betyr i sum at boligprisene i Oslo over tid har reagert sterkere på endringer i etterspørselen, noe som nettopp kan tyde på at dette markedet er mer rigid på tilbudssiden. Den neste figuren oppsummerer de estimerte langtidseffektene av en endring i utlånsrenten, beregnet for de fem regionene vi studerer i denne rapporten.

Regionale boligprisrespons

Beregnet langtidseffekt av rentekutt på 1 prosentpoeng



Kilder: Macrobond og Handelsbanken

Oslo har særskilte utfordringer på tilbudssiden

Oslo bidrar mest til den neste oppturen

Kort oppsummert, er det særlig Oslo og Stavanger som vil skille seg ut i denne prognoseperioden, i den forstand at boligprisveksten generelt ventes å være sterkere enn i landet for øvrig. Stavanger trekkes spesielt opp av den økte aktiviteten innen petroleumssektoren, som ventes å styrke det lokale arbeidsmarkedet, og dermed også sørge for en relativt sterk lokal inntektsvekst. Vi tror for det første at boligprisfallet i Stavanger i år blir mindre enn for landet som helhet, regnet som årsgjennomsnitt. Og at den neste oppturen, som særlig vil prege de neste par årene, vil innebære at boligprisveksten også blir sterkere enn ellers.

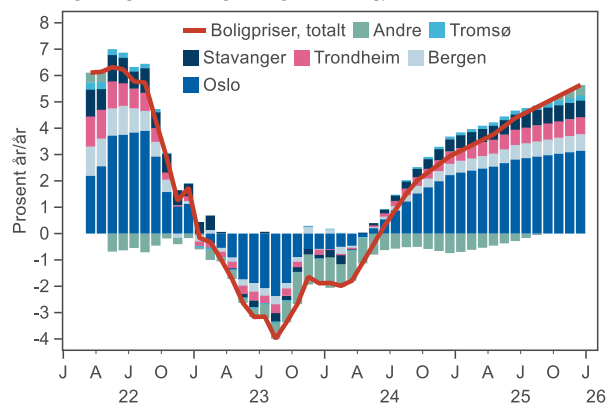
Hva gjelder Oslo, har den strukturelle knappheten på tilbudssiden, over tid, sørget for at gjelds- og boligprisnivået har bygd seg opp til unødvendig høye nivåer. Det skaper igjen mer fallhøyde i en situasjon som nå, hvor rentene fortsetter å stige. Men etter at bunnen for boligprisene er passert, noe vi tror vil inntreffe i løpet av høsten, er det igjen grunn til å tro at boligprisene i Oslo vil stikke mer av gårde igjen. Høy befolknings- og inntektsvekst, i kombinasjon med nettopp en knapp tilbudsside, ventes å sørge for at boligprisene i Oslo vil stige klart mest i perioden 2024-25.

I tillegg utgjør boligmarkedet i Oslo en relativt stor andel av det totale markedet. Det gjør at bidraget til den samlede boligprisveksten blir spesielt sterkt for Oslos vedkommende. Dette er illustrert i figuren under. Selv om samtlige fem regioner er ventet å vise positiv boligprisvekst fra og med neste år, med

ytterligere akselerasjon gjennom 2024, blir vekstbidraget fra Oslo spesielt sterkt.³ Også her er det desto mer grunn til å advare om at akselerasjonen kan bli ubehagelig sterk, dersom renteutviklingen blir svakere enn hva vi nå ser for oss. Spesielt i en situasjon hvor rentene settes raskt ned igjen. Eksempelene fra nyere tid viser nettopp at dette gjerne etterfølges av en periode med særskilt sterk boligprisvekst i Oslo. Det vil igjen kunne stenge døren for stadig flere som ønsker seg inn på markedet. Den utfordringen kan heller ikke løses enkelt med lettelser på kredittsiden, da det strukturelle problemet nemlig består; en vedvarende for lav tilbudsside.

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	-2,1	0,4	4,4
Oslo	-2,2	1,3	5,1
Bergen	-0,9	0,9	3,4
Trondheim	-1,7	1,3	4,3
Stavanger	-0,2	1,1	4,6
Tromsø	-1,0	0,9	3,8

*Årsvekst

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

Sara Midtgaard,
sara.midtgaard@handelsbanken.no

³ Figuren overdriver den faktiske betydningen av Oslo, da vi her ser på et begrenset utvalg av regioner. Men det gir likevel et bilde av den relative betydningen av boligprisveksten i Oslo.

Salgspris på næringseiendom ned 25 prosent

Avkastningskravet for de mest attraktive kontorlokalene i Oslo ligger nå på 3,75 prosent, og vi tror at kravet vil øke videre til 4,5 prosent over tid. Selv om 10-års swaprente har falt fra toppen i februar, tror vi rentene vil holde seg på forholdsvis høye nivåer en god stund fremover. Mot slutten av 2025 venter vi en 10-års swaprente på 3,25 prosent. Årsveksten i snittleieprisene for kontoreiendom har vært svært høy gjennom fjoråret, for alle områder i Oslo. Dette året venter vi imidlertid at sysselsettingen innen kontorjobber vil utvikle seg svakt, og kun stige med 0,8 prosent når vi ser året under ett. Prognosen innebærer at sysselsettingen ved utgangen av dette året vil være om lag 0,1 prosent lavere enn på samme tid i fjor. Noe som ventes å utløse et fall i leieprisene på 0,4 prosent. Med en videre økning i avkastningskravet, slik vi ser for oss, holder vi fortsatt på vår prognose om at salgsprisen på næringseiendom i alt vil falle med hele 25 prosent fra toppen. Risikoen er også klart på nedsiden, slik vi ser det.

Prime-markedet ikke immunt mot økte renter

Avkastningskravet for de mest attraktive kontorlokalene i Oslo har holdt seg på 3,75 prosent helt siden slutten av oktober i fjor. Siden den tid har 10-års swaprente tatt seg noe mer ned fra om lag 4 prosent til å nå ligge rundt 3,1 prosent. Det betyr at differansen, altså risikopremien, har økt så vidt fra -0,7 prosentpoeng i oktober til å nå være rundt -0,65 prosentpoeng. Det er fortsatt ganske så langt unna snittet siden finanskrisen på 1,6 prosentpoeng, som illustrert i figuren under.

Prime yield for Oslo og 10-år swaprente



Kilder: Akershus Eiendom og Macrobond

Dersom vi spoler tilbake til sist gang hvor finansieringskostnadene økte tilsvarende, må vi tilbake til tiden før finanskrisen. Da økte 10-års swaprente fra nærmere 4 prosent til nesten 6 prosent i løpet av en periode på tre år. Videre tok det ytterligere to år fra rentetoppen var nådd, til avkastningskravet hadde funnet sin nye topp. Med andre ord tar det ganske så lang tid fra rentene stiger til avkastningskravet tar seg opp. Det kan være flere forklaringer til dette etterslepet. Men noe av grunnen er at sysselsettingsveksten og inflasjonen var høy i

tiden før finanskrisen, som igjen kan ha påvirket investorenes forventninger til fremtidig leieprisvekst. I tillegg var transaksjonsvolumet lavt, både målt i antall transaksjoner og målt i millioner kroner. Dermed blir det for få observasjoner til å kunne flytte på avkastningskravet. Vi tror ikke avkastningskravet har nådd sitt topp-punkt helt enda, og det kan ta noen år før vi ser at toppen er nådd.

En viktig antagelse i vår analyse, er at 10-års swaprente vil holde seg på et høyt nivå. Vi ser for oss en 10-års rente på 3,25 prosent mot slutten av 2025. Vi tror imidlertid ikke at risikopremien tar seg helt opp til 1,6 prosentpoeng, slik vi har sett tidligere. Det kommer av at bankene de siste 10 årene har stilt strengere krav til egenkapital for nye utlån. Dermed har gjeldsandelen tatt seg noe mer ned, og vi tror at risikopremien denne gangen vil ta seg opp til 1,25 prosentpoeng. Det innebærer et avkastningskrav på 4,5 prosent.

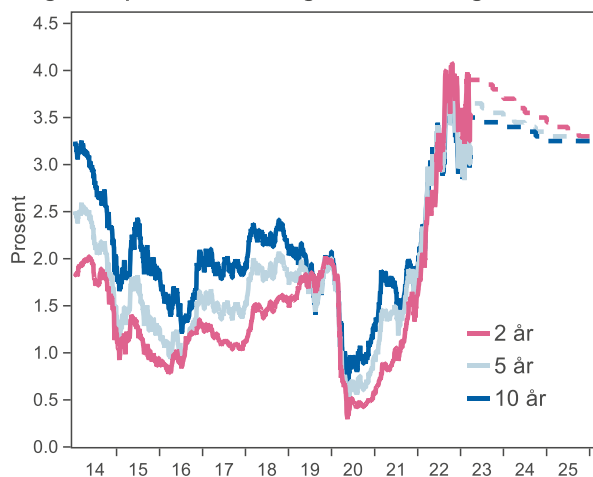
Vi venter økt avkastningskrav i prime-markedet til 4,5 prosent i Oslo

Bankkrisen forsterker ikke fallet i salgsprisene

Etter at den amerikanske nisjebanken Silicon Valley Bank (SVB) kollapset, har det vært mer uro i finansmarkedene. Aksjekursene til en rekke banker har falt betydelig. Vi tror likevel ikke at dette vil føre til en signifikant endring i bankenes kredittpraksis ovenfor næringseiendom her hjemme. Norske banker er godt kapitalisert og strengt regulert av norske myndigheter. Pengemarkedspremien har i mars ligget på rundt 40 basispunkter, og markedet priser en nedgang til mellom 30-35 basispunkter

frem mot sommeren og høsten, som er rimelig i tråd med normale pengemarkedspremier. Dersom bankuroen blant Norges handelspartene skulle ha hatt signifikant betydning også for norske banker, burde vi ha sett høyere pengemarkedspremier. Verken Norges Bank eller Finanstilsynet har vist nevneverdig bekymring for at uroen i finansmarkedene vil smitte over på kredittpraksisen til norske banker.

Norge: Swap-renter, faktisk og anslått utvikling



Kilder: Macrobond og Handelsbanken

Volatiliteten i rentemarkedet er høy og det er fortsatt stor usikkerhet knyttet til fremtidig renteutvikling. Men slik vi ser det, er det flere forhold som bidrar til å holde rentenivået høyt over en lengre periode. Sentralbankene bruker forholdsvis god tid på å få inflasjonen ned, for å også ivareta hensynet til høy og stabil produksjon og sysselsetting. Selv om vi etter hver ser for oss at Norges Bank vil begynne å sette renten ned igjen, vil de ta seg tid med å få styringsrenten mer ned mot antatt mer normale nivåer.

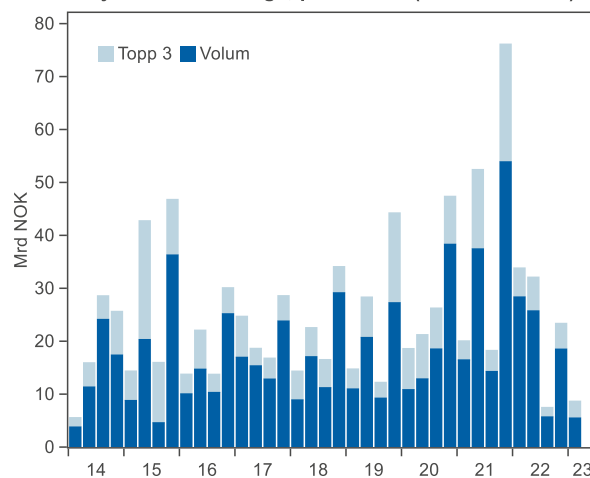
Høy volatilitet i rentemarkedet gjør det også enda mer utfordrende for selger og kjøper å bli enige om et avkastningskrav, og dermed pris. Det er først når volatiliteten avtar at kjøper og selger kan bli enige om et avkastningskrav som begge er tilfreds med. På det tidspunktet er i så fall usikkerheten noe dempet og transaksjonsvolumet kan ta seg opp igjen.

Transaksjonsvolumet fortsatt på lave nivåer

Enn så lenge er transaksjonsvolumet fortsatt lavt. Vanligvis tar volumet seg opp gjennom året, som vist i figuren under, men i fjor tok volumet seg heller ned og lå på kun 23 milliarder kroner i fjerde kvartal. Det

er det laveste volumet som er målt for samme kvartal helt siden i forkant av 2014.

Transaksjonsvolum i Norge, per kvartal (milliarder NOK)



Kilde: Newsec

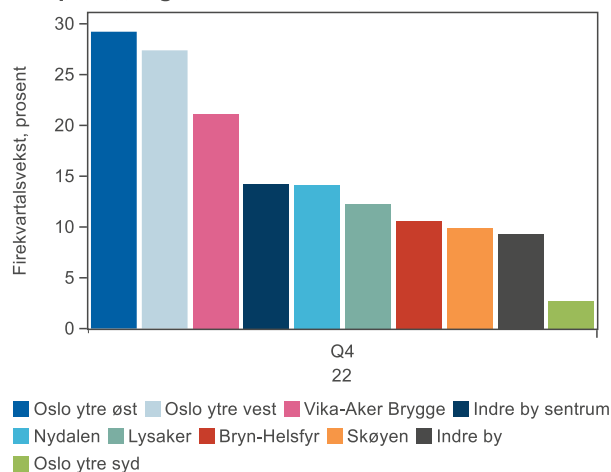
Det er fortsatt stor avstand mellom selger og kjøper, hvor selger sitter igjen med gamle avkastningskrav fra den tid hvor rentene var lave, mens kjøper hensyntar nye avkastningskrav, gitt renteoppgangen det siste året. Det er usikkert hvor lang tid det vil ta før volumet øker igjen, men med høyere finansieringskostnader kan det ta litt tid før selger tar inn over seg at avkastningskravet må videre opp.

Syndikatene har tidligere utgjort rundt 30-40 prosent av transaksjonsvolumet i kontormarkedet. Men når flere syndikater nå sliter med å få refinansiering, vil en stor andel av tidligere potensielle kjøpere falle bort. Det kan igjen føre til at transaksjonsvolumet ikke tar seg opp til tidligere høyder. Når det over tid blir mindre etterspørsel i markedet, sitter til slutt kjøper med de beste kortene. Det kan igjen kan til å presse selger til å hensynta høyere avkastningskrav.

Sterk leieprisvekst i 2022, men fall i 4. kvartal

Årsveksten i snittleieprisen tok seg ned i fjerde kvartal i fjor, etter sterk årsvekst i tredje kvartal på hele 14 prosent. Fortsatt var snittleieprisene 10,8 prosent høyere i fjerde kvartal i fjor sammenlignet med året før, samtidig som årsveksten spriker mye mellom byregioner; se figuren under. Årsveksten var klart sterkest i Oslo ytre øst og vest, etterfulgt av Vika og Aker Brygge.

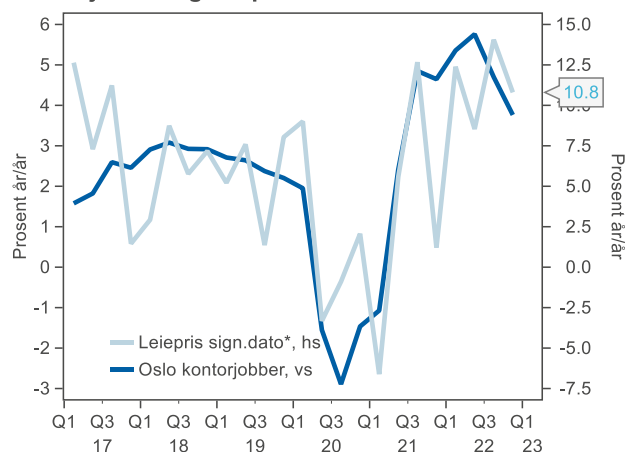
Leiepriser, signerte kontrakter, 4.kvartal 2022



Kilder: Macrobond og Arealstatistikk

Den høye snittleieprisveksten i fjor sees i sammenheng med den sterke sysselsettingsveksten innen kontorjobber i Oslo det siste året. Årsveksten har riktignok tatt seg noe mer ned fra andre kvartal i fjor, men holder seg fortsatt høy. Snittleieprisen er på vei ned og falt med 2,5 prosent fra tredje til fjerde kvartal i fjor. Vi tror denne trenden vil fortsette i takt med at sysselsettingsveksten tar seg sakte men sikkert ned gjennom året, og ender opp med et marginalt fall på 0,1 prosent år/år mot slutten av året. Forholdet mellom sysselsettingsvekst og leieprisvekst er, som vi har presisert tidligere, om lag 4-gangeren. Det vil si at et fall i sysselsettingen på 0,1 prosent samsvarer med et fall i leieprisene på 0,4 prosent.

Kontorjobber og leiepriser



Kilder: Macrobond, Statistisk sentralbyrå og Arealstatistikk
* Leieprisserien viser snitt leiepris fra signeringsdato.

Vi venter et marginalt fall i leieprisene i år

Vi venter fortsatt et fall på 25 prosent i salgsspris

Vi venter fortsatt at salgssprisen på kontoreiendom vil falle videre med 17 prosent, etter et fall på 10 prosent hittil fra toppen. Selv om rentene har tatt seg noe ned fra toppen i februar, venter vi at lange renter vil holde seg på et forholdsvis høyt nivå de kommende årene. Dette vil kunne presse avkastningskravet opp til 4,5 prosent. Leieprisveksten var svært høy i fjor grunnet høy sysselsettingsvekst innen kontorjobber. I år tror vi imidlertid at leieprisene vil falle med 0,4 prosent, i tråd med en gradvis avkjøling av arbeidsmarkedet. Gitt et avkastningskrav på 4,5 prosent, innebærer det et verdifall fra topp til bunn på vel 25 prosent. Slik vi ser det, ligger også risikoen klart på nedsiden dersom risikopåslagene kommer tilbake til gamle nivåer.

Vi tror fortsatt salgssprisen vil falle med 25 prosent fra toppen, og tror også risikoen ligger på nedsiden

Sara Midtgaard,

sara.midtgaard@handelsbanken.no

Nøkkeltall

Makroprognoser

	2022	2023	2024	2025
BNP, Fastlands-Norge	3.7	1.2	0.5	1.2
Sysselsetting	3.9	0.8	0.0	0.5
Arbeidsledighet*	1.8	2.0	2.3	2.4
Årslønnsvekst	4.3	5.2	4.3	3.3
KPI	5.8	4.9	3.2	2.0
KPI-JAE	3.9	5.7	3.7	2.2
Boligpriser**	5.0	-2.1	0.4	4.4

* Prosent av arbeidsstyrken (NAV)

** Årsgjennomsnitt

Kilde: Handelsbanken Capital Markets

Rente- og valutaprognoser

	3. apr. 2023	2.kv.2023	3.kv.2023	4.kv.2023	Slutt 2024	Slutt 2025
Norges Banks folio	3.00	3.50	3.75	3.75	3.25	2.75
3 mnd NIBOR*	3.70	3.85	4.10	4.10	3.60	3.10
10års norsk swap	3.10	3.50	3.45	3.45	3.30	3.25

*Fix torsdag 30.mars

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, Finanssivalvonta i Finland og Finanstilsynet i Danmark. Alle analyserapporter er basert på informasjon fra handel og statistiktjenester og annen informasjon som SHB anser som pålitelig. SHB har ikke uavhengig verifisert slik informasjon.

Verken SHB eller tilknyttede selskaper, tjenestemenn, direktører eller ansatte vil være ansvarlig overfor noen person for eventuelle direkte, indirekte og spesielle tap eller følgeskader som skyldes bruk av informasjonen i analyserapportene, inkludert, men ikke begrenset til, 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 pengebaserede ytelser og naturalytelser. Hvis tilskyndelsene blir betalt til eller mottatt fra en tredjepart, kreves det at betalingen har som formål å forbedre kvaliteten på tjenesten. Betalingen må ikke hindre banken i å ivareta kundenes interesser. Kunden må informeres om eventuelle godtgjørelser som banken mottar. Når banken legger frem investeringsanalyse, mottar banken mindre naturalytelser. Mindre naturalytelser består av følgende:

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

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

Ved distribusjon i Storbritannia

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

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

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

Ved distribusjon i USA

Viktige tredjeparts-analyseerklæringer:

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

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

Macro Research

Macro Research

Christina Nyman	Head of Macro Research and Chief Economist	+46 8 701 5158	Norway	Marius Gonsholt Hov	Chief Economist, Norway	+47 22 39 73 40
Helena Bornevall	Senior Adviser/Economist	+46 8 701 1859		Nils Kristian Knudsen	Senior Strategist, FX/FI	+47 22 82 30 10
Claes Måhlén	Chief Strategist	+46 8 701 8316		Sara Midtgaard	Senior Economist	+47 90 71 74 14
Johan Löf	Head of Forecasting	+46 8 701 5093				
Sweden			UK	James Sproule	Chief Economist, UK	+44 7812 4861 87
Charlotte Asgermyr	Chief FI Strategist	+46 7305 72447		Daniel Mahoney	Senior Economist	+44 7890 3043 77
Anders Bergvall	Senior Economist	+46 8 701 8378				
Ida Dejenfelt	Junior Economist	+46 8 701 8336	Finland	Timo Hirvonen	Chief Economist, Finland	+358 10 444 2404
Lars Henriksson	Senior Strategist, FX	+46 8 463 4518		Janne Ronkanen	Senior Economist	+358 10 444 2403
Andreas Hild	Strategist, FI/FX	+46 8 701 8332				
Erik Meyersson	Senior Economist	+46 8 701 1412				
Anton Solberg	Junior Economist	+46 8 701 2622				

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 8 46 345 92
Johan Martinsson	+46 702 01 73 58

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

Copenhagen

Havneholmen 29
DK-1561 Copenhagen V
Tel. +45 46 79 12 00
Fax. +45 46 79 15 52

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