Macro Research

Konjunkturrapport

18. mai 2022

På stram line

- Krigen i Ukraina bremser den globale veksten…
- …men sørger samtidig for desto høyere inflasjon; sentralbanker under press
- Norges Bank vil sette styringsrenten videre opp til 2,25 prosent
- Boligprisene vil trolig falle, men nedsiderisikoen er begrenset

Innhold

Sammendrag 3
På stram line 3
Globalt bakteppe 4
En global økonomi på stram line 4
Norge 7
Fortsatt høy aktivitet i norsk økonomi 7
Inflasjon 10
Kjerneinflasjonen vil tilta ytterligere 10
Pengepolitikk 14
Rentetoppen er langt fra nådd 14
Boligmarkedet 19
Vil Norges Bank utløse et sjokk i boligmarkedet? 19
Renter 23
Vi venter lavere nivå på lange norske renter 23
Valuta 26
Periodevis svakere krone i 2022 26
Nøkkeltall 28
Fraskrivelseserklæring for analyse 29

Sammendrag

På stram line

Omikronbølgen og de strenge tiltakene er nå bak oss, og norsk økonomi har hentet seg raskt opp igjen. Aktiviteten er for tiden svært høy. Russlands krigføring i Ukraina er ventet å bidra til lavere global vekst. Men de store sentralbankene rundt oss er først og fremst fokusert på å få brakt den høye inflasjonen ned igjen. Det er en risiko for at dette vil utløse en global resesjon, men dette er ikke vår hovedforventning. Norsk økonomi synes også å være nokså godt beskyttet mot den globale avmatningen. Vi ser for oss at norsk økonomi vil befinne seg i en høykonjunktur gjennom hele prognoseperioden. Inflasjonspresset er sterkt, og kjerneinflasjonen vil stige videre over målet til Norges Bank. Gitt dette bakteppet, ser vi for oss at Norges Bank vil heve styringsrenten videre til 2,25 prosent.

Globalt bakteppe
Russlands krigføring i Ukraina sørger for lavere global vekst, og bidrar samtidig til et forsterket prispress. Kinesiske myndigheters nulltoleranse mot koronasmitte bremser også den økonomiske aktiviteten, og sørger for nye forstyrrelser i de globale verdikjedene. Det er samtidig faktorer som bidrar til å understøtte veksten, ikke minst oppdemmet etterspørsel, og vi tror vi unngår en global resesjon. Men sentralbankene er uvanlig lite følsomme overfor de svekkede vekstutsiktene, da de i første rekke kjemper en kamp mot den høye inflasjonen.

Fortsatt høy aktivitet i norsk økonomi
Norsk økonomi har hentet seg raskt opp igjen fra det milde tilbakeslaget under omikronbølgen, og aktiviteten er for tiden svært høy. Riktignok skaper krigen i Ukraina usikkerhet rundt vekstutsiktene. Men det er samtidig flere buffere i norsk økonomi. Vi anslår at norsk økonomi vil fortsette å befinne seg i en høykonjunktur gjennom hele prognoseperioden.

Kjerneinflasjonen vil tilta ytterligere
Kjerneinflasjonen har tatt seg markert opp siden i fjor høst, og vil trolig tilta ytterligere i tiden fremover. Vi ser for oss at KPI-JAE vil stige opp mot 3,5 prosent i løpet av andre halvår. De globale inflasjonsimpulsene ventes etter hvert å avta. Men høyt lønns- og prispress her hjemme vil trolig sørge for å holde kjerneinflasjonen over målet i overskuelig fremtid. Årsveksten i de samlede konsumprisene vil trolig havne nær lønnsveksten i år, og oppgangen i reallønningene ser ut til å være utsatt til 2023.

Rentetoppen er langt fra nådd
Norges Bank har foretatt en markert oppjustering av renteprognosene, og de er nå mer i tråd med våre egne vurderinger. Norsk økonomi befinner seg i en høykonjunktur, samtidig som krigen forsterker det allerede markerte inflasjonspresset. Gitt dette bakteppet, ser vi for oss at Norges Bank vil heve renten systematisk videre til 2,25 prosent, som er i overkant av et nøytralt nivå.

Boligprisene dempes av økte renter
Boligprisveksten har allerede passert vendepunktet, og den videre renteopptrappingen fra Norges Bank vil fortsette å dempe prisene. På den annen side vokser lønningene forholdsvis sterkt, og tilbudssiden (boligbyggingen) dempes av høye kostnader. Samlet sett ser vi begrenset nedsiderisiko for det norske boligmarkedet. Vi antar at prisene på det meste vil falle med 1,0-1,25 prosent år/år gjennom 2023-24, før prisene igjen stabiliseres.

Lavere nivå på lange norske renter
Den sterke norske konjunkturen og den bratte oppgangen i forventningene til nivået på internasjonale styringsrenter har resultert i forventninger om at den norske styringsrenten når 2,75 prosent innen en toårsperiode. Vårt syn er imidlertid at økonomiene er mer sensitiv til renten enn tidligere, og at en global vekst under konsensus neste år vil bidra til at det internasjonale inflasjonspresset visner. Vi ser for oss at oppgangen i internasjonale lange renter vil stagnere rundt årsskiftet, for deretter å falle, når rentehevingene nærmer seg slutten. Den norske tiårige swaprenten venter vi vil falle til 2,75 prosent .

Periodevis svakere krone i 2022
Den økte økonomiske motvinden fra sanksjonene mot Russland og den høye geopolitiske usikkerheten vil medføre at den amerikanske dollaren holder seg sterk på kort sikt. Økt usikkerhet rundt styrken på den globale konjunkturen vil trolig bidra til at nivået på kronekursen i perioder vil variere betydelig, til tross for høye olje- og gasspriser. Mot euroen venter vi en kurs på 10,15 ved årets slutt.

Globalt bakteppe

En global økonomi på stram line

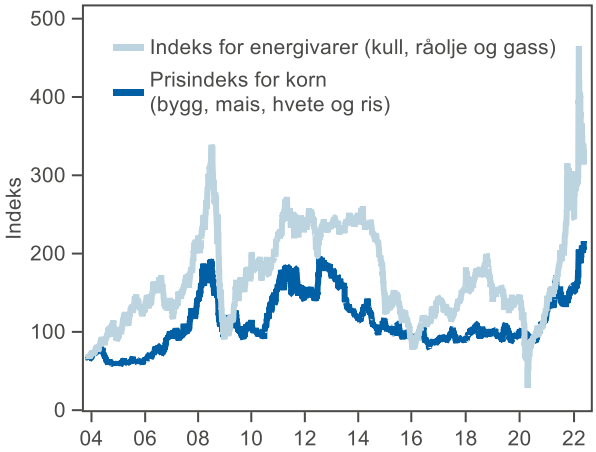
Russlands krigføring i Ukraina sørger for lavere global vekst, og bidrar samtidig til et forsterket prispress. Kinesiske myndigheters nulltoleranse mot koronasmitte bremser også den økonomiske aktiviteten, og sørger for nye forstyrrelser i de globale verdikjedene. Det er samtidig faktorer som sørger for å drive veksten videre, ikke minst oppdemmet etterspørsel, og vi tror vi unngår en global resesjon. Men sentralbankene er uvanlig lite følsomme overfor de svekkede vekstutsiktene, da de i første rekke kjemper en kamp mot den høye inflasjonen.

Krigen bremser veksten, trekker opp inflasjonen

Den russiske invasjonen av Ukraina er i første rekke en humanitær katastrofe, med enorme menneskelige lidelser. Men den gjør også stor økonomisk skade. Sammen med sanksjonene mot Russland gir dette utsikter til en betydelig nedgang i global vekst i år, samtidig som det bidrar til den allerede høye inflasjonen.

Et av de mest synlige utslagene, har vært den dramatiske oppgangen i energi- og matvareprisene. Selv om Russland og Ukraina står for en liten del av den globale handelen, er Russland en stor leverandør av olje, gass og metaller, og sammen med Ukraina, også av hvete og mais. Redusert tilgang på disse råvarene har drevet inflasjonen ytterligere opp, noe som tærer på husholdningenes disponible realinntekter og dermed tynger forbruket.

Dramatisk økning i råvarepriser



Kilde: Macrobond

Bekymringer rundt krigen, og dens økonomiske konsekvenser, kan også få både bedrifter og husholdninger til å utsette investeringer og forbruk. Veksten rammes også av at selskaper i Russland og Ukraina leverer spesialiserte innsatsvarer. Mangler på disse har nå begynt å gi negativ utslag i produksjonssektoren; ikke minst har vi sett dette blant europeiske bilprodusenter.

Under 'normale' omstendigheter, kan sentralbankene reagere på tilbudssidesjokk (krig, sanksjoner, forstyrrelser i forsyningskjeden m.m), ved å se forbi den midlertidige inflasjonsoppgangen, og heller konsentrere seg om å understøtte veksten. Men siden inflasjonen var langt over de store sentralbankenes målsetninger allerede før Russland invaderte Ukraina, i tillegg til at inflasjonsoppgangen hadde blitt bredere basert, har vi nå havnet i en situasjon hvor sentralbankene i første rekke vil prioritere å få inflasjonen ned igjen. En strammere pengepolitikk vil øke byrden for både husholdninger og bedrifter, og dermed bremse veksten ytterligere. På den annen side forventer vi at mer ekspansiv finanspolitikk vil støtte opp under etterspørselsveksten til en viss grad. Mange EU-land har annonsert mer omfattende utgifter til forsvar, mottak av flyktninger fra Ukraina, og også direkte støtte til husholdningene.

Krigen i Ukraina har forsterket den globale inflasjonsoppgangen

Forutsetninger om krigen i Ukraina

- Gjeldende og annonserte sanksjoner mot Russland vil ligge fast gjennom hele prognoseperioden (2022-2024). Det vil si en antakelse om at det verken vil være en rask løsning på konflikten, eller en markert eskalering.
- Dette betyr også at olje- og gassprisene vil holde seg høyere enn antatt i forkant av invasjonen av Ukraina. Men energiprisene vil trolig avta noe fra dagens nivå, ettersom nye forsyninger kommer på plass og verdensøkonomien også blir mindre avhengig av russisk energi.

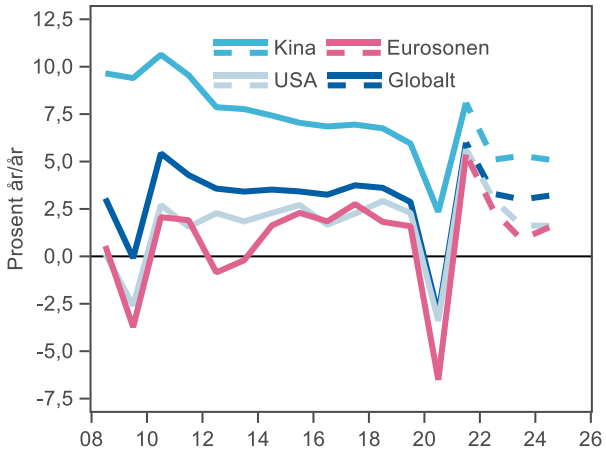
Avmatning, men ikke resesjon

Etter sterk utvikling gjennom 2021 og i begynnelsen av dette året, tyder nå kortsiktige indikatorer, som den globale innkjøpssjefsindeksen (PMI), på at den globale veksten har bremset ned. Bildet er mer sammensatt enn bare å vise til følgene av krigen i Ukraina. Blant annet fortsetter Kina sin harde kamp mot COVID-19, noe som innebærer nye og omfattende nedstengninger. Dette har bremset aktiviteten i kinesisk økonomi, og også forårsaket nye forstyrrelser i de globale verdikjedene. Ekspansiv økonomisk politikk vil dempe nedgangen, men vi forventer at det kinesiske BNP-vekstmålet på 5,5 prosent i år, blir vanskelig å nå. På grunn av krigen i Ukraina og nedstengninger i Kina, forventer vi at forstyrrelsene gjennom de globale verdikjedene vil vare ved i år og neste år. Dette vil legge en demper på veksten, samtidig som det gir et fortsatt prispress.

Likevel er det noen faktorer som kan bidra til å opprettholde veksten fremover, og vi tror at en global resesjon kan unngås. Arbeidsmarkedet er fortsatt sterkt, og høy (tvungen) sparing under pandemien utgjør en støtdemper, som vi forventer vil dempe nedgangen i husholdningenes forbruk. I tillegg vil en fortsatt oppgang i etterspørselen etter innenlandske tjenester, og økt turisme igjen etter pandemien, også bidra til å holde en hånd under veksten.

Til tross for uroen venter vi fortsatt positivt, men samtidig avtagende, global vekst

Avdempet global BNP-vekst

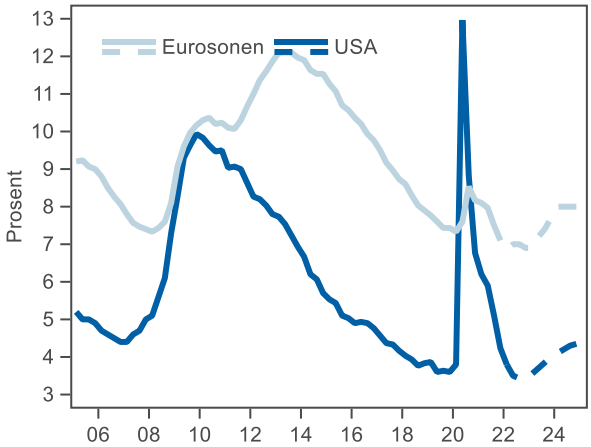


Kilder: Macrobond og Handelsbanken

Sterke arbeidsmarkeder

Enn så lenge er etterspørselen etter arbeidskraft fortsatt høy, og bedriftene melder om vanskeligheter med å rekruttere arbeidere. Både i USA og eurosonen er arbeidsledigheten tilbake til nivåene fra før pandemien. Et strammere arbeidsmarked har sørget for særlig oppgang i lønnsveksten i USA, mens vi ikke har sett de tilsvarende utslagene i eurosonen så langt. Tilbudet av arbeidskraft, målt ved yrkesdeltakelsen, er fortsatt under nivåene fra før pandemien. Utover i prognosehorisonten venter vi imidlertid at arbeidstilbudet vil øke gradvis, og at etterspørselen etter arbeidskraft etter hvert dempes. Dette vil i så fall dempe ubalansene mellom etterspørsel og tilbud på arbeidskraft, og dermed også lønnsveksten.

Noe stigende arbeidsledighet i tiden fremover



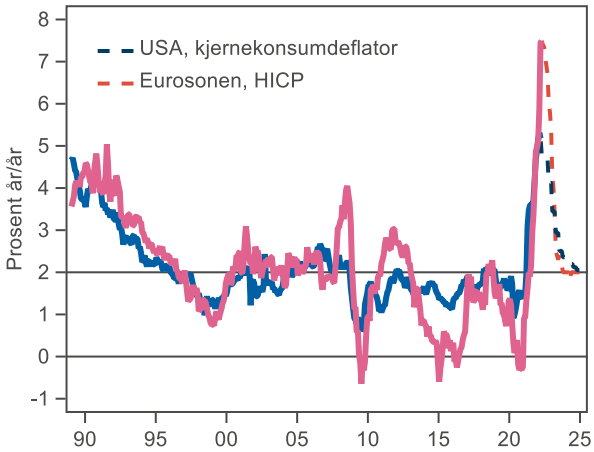
Kilder: Macrobond og Handelsbanken

Høy inflasjon

Nok en gang har vi vært nødt til å heve inflasjonsprognosene, og vårt hovedscenario er nå at inflasjonen ikke vil bringes tilbake til sentralbankenes inflasjonsmål før mot slutten av prognoseperioden. Her har vi også tatt innover oss at andrerundeeffekten av prisoppgangen som allerede har vært, har vist seg sterkere enn først antatt. Kortsiktige inflasjonsforventinger har steget, og et bredere spekter av selskaper skrur nå opp prisene. Dette samtidig som lønnskravene stiger raskere, nettopp som følge av strammere arbeidsmarkeder.

Vi forventer en beskjeden nedgang i energi- og andre råvarepriser fremover, i tillegg til at strammere pengepolitikk vil bremse etterspørselen. Det betyr tap av prismakt for bedriftene, samtidig som altså arbeidsmarkedene forventes å bli mindre stramme, og dermed dempes lønnsveksten. En gradvis lettelse av forstyrrelsene i de globale verdikjedene vil også kunne dempe inflasjonen etter hvert, men trolig ikke før mot slutten av prognoseperioden.

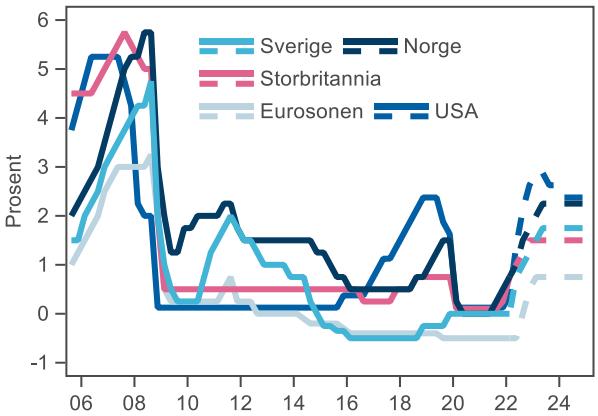
Høy inflasjon



Kilder: Macrobond og Handelsbanken

Strammere pengepolitikk

Globale styringsrenter



Kilder: Macrobond og Handelsbanken

Sentralbankene har ett mål for øyet…

Sentralbankene er nå mer 'ufølsomme' overfor de svekkede vekstutsiktene, da de i første rekke har gått til kamp mot den høye inflasjonen. Den amerikanske sentralbanken (Fed) vil fra juni starte å slanke sentralbankbalansen. Men viktigere er det at de satte opp styringsrenten med 25 basispunkter i mars, før de foretok en dobbelheving (på 50 punkter) ved møtet i mai. Vi venter dessuten at Fed vil følge opp sine egne utspill, og heve renten med 50 basispunkter ved hvert av de to kommende rentemøtene (juni og juli). Fra og med september venter vi imidlertid at takten senkes, til 'ordinære renteøkninger' 25 punkter, etter hvert som inflasjonen begynner å vise tegn til å dempe seg. Vi ser for oss at den amerikanske styringsrenten vil nå en topp på 2,875 prosent i første halvår neste år.

Ser vi til eurosonen, venter vi nå at den felleseuropeiske sentralbanken vil foreta den første renteøkningen allerede i juli. Og vi ser i alt for oss totalt fem renteøkninger frem til og med første kvartal neste år, som innebærer at styringsrenten da settes opp til 0,75 prosent.

Høy inflasjon setter sentralbankene under press

…men markedet priser for bratt oppgang

Selv om vi har oppjustert inflasjonsprognosene siden sist, og dermed også ser for oss en tidligere og brattere renteoppgang, mener vi likevel at markedene priser inn for mye når det gjelder sentralbankstramninger. Vi er skeptiske til at sentralbankene vil lykkes med en «myk til forholdsvis myk landing» gitt den bratte renteoppgangen som nå prises i markedet. Kostnadene ved denne renteøkningssyklusen – hvor sentralbankene forsøker å dempe en inflasjonsoppgang som dels er tilbudssidedrevet, vil sannsynligvis ramme den rentesensitive økonomien hardt, og vi forventer svakere vekst enn konsensus neste år. Det betyr igjen at bedriftenes prismakt vil reduseres. Vi tror at både Fed og ESB vil stoppe renteopptrappingen i første halvår neste år. Gradvis gjennom 2023-2024 venter vi heller at Fed vil sette ned renten igjen i to omganger, til nærmere nøytralt nivå, etter hvert som inflasjonspresset avtar. ESB ventes imidlertid å kunne holde styringsrenten uendret på 0,75 prosent fra første kvartal neste år.

Utsiktene for lange renter og valuta er dekket nærmere i to separate kapitler i denne konjunkturrapporten.

Norge

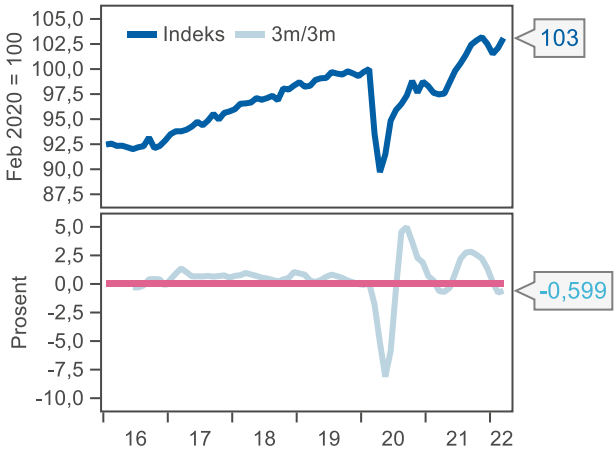
Fortsatt høy aktivitet i norsk økonomi

Norsk økonomi har hentet seg raskt opp igjen fra det milde tilbakeslaget under omikronbølgen, og aktiviteten er for tiden svært høy. Riktignok skaper krigen i Ukraina usikkerhet rundt vekstutsiktene. Men det er samtidig flere buffere i norsk økonomi. Vi anslår at norsk økonomi vil fortsette å befinne seg i en høykonjunktur gjennom hele prognoseperioden. Dette gir et vedvarende inflasjonspress, og Norges Bank vil fortsette å øke renten til i overkant av et nøytralt nivå.

Lite direkte rammet av krig og sanksjoner

Omikronbølgen og de tilhørende restriksjonene ga et forholdsvis mildt tilbakeslag i norsk økonomi. I etterkant har aktiviteten løftet seg godt igjen. Nivået på Fastlands-BNP var ved utgangen av første kvartal hele 3 prosent høyere enn før pandemien. Det er særlig de næringene som ble rammet av de nevnte koronarestriksjonene, som igjen har bidratt til å løfte aktiviteten i kjølvannet av gjenåpningen. Arbeidsledigheten har falt videre, og arbeidsmarkedet er for tiden stramt. Den registrerte arbeidsledigheten var i april på 1,9 prosent av arbeidsstyrken. Dette er lavere enn i perioden før pandemien, og vi må tilbake til 2008 for å finne tilsvarende lave ledighetstall.

Fastlands-BNP, månedlige tall

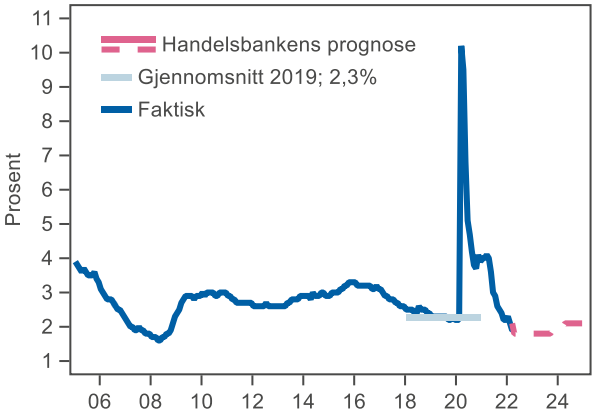


Kilder: Macrobond

Aktiviteten i norsk økonomi er for tiden svært høy

Registrert arbeidsledighet

Sesongjusterte månedstall



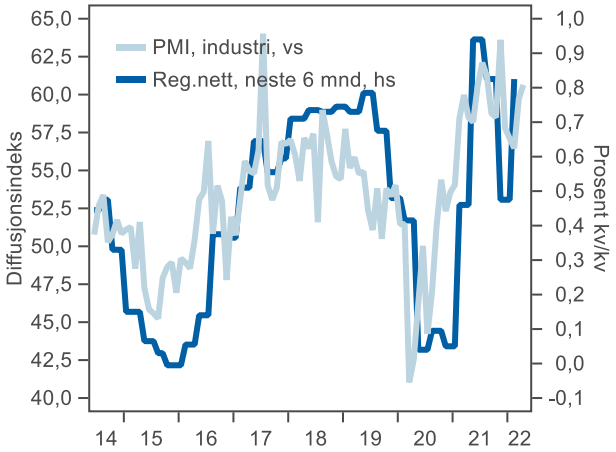
Kilder: Macrobond og Handelsbanken

Krigen i Ukraina skaper så klart mer usikkerhet rundt vekstutsiktene fremover. Men samtidig er norsk økonomi lite direkte rammet av krigen og vestens sanksjoner; både Ukraina og Russland utgjør forholdsvis små handelspartnere for Norge. Derimot kan vi rammes mer indirekte av den pågående avmatningen i eurosonen, hvor det særlig er de europeiske industrisignalene som har svekket seg i det siste. Men foreløpig ser vi ikke tegn til det samme her hjemme. Innkjøpssjefsindeksen (PMI) for industrien her hjemme har heller styrket seg i det siste, og komponentene for både produksjons- og ordreinngang, samt sysselsetting, ligger på gode nivåer. De ferskeste vekstsignalene fra industrien, som er tatt opp i etterkant av krigsutbruddet, er fortsatt i tråd med de friske vekstanslagene vi tidligere har fått fra kontaktbedriftene i Norges Banks regionale nettverk.

Vi anslår BNP-veksten i år til 3,6 prosent, som er uendret fra vår forrige prognoseoppdatering. I første rekke er det nok fremdeles kapasitetsutfordringer i bedriftene, og den forestående rekken av nye renteøkninger fra Norges Bank, som vil bidra til at aktivitetsveksten etter hvert dempes. Vi tar imidlertid også noe høyde for at svakere vekst blant Norges handelspartnere, etter hvert vil dempe noe av

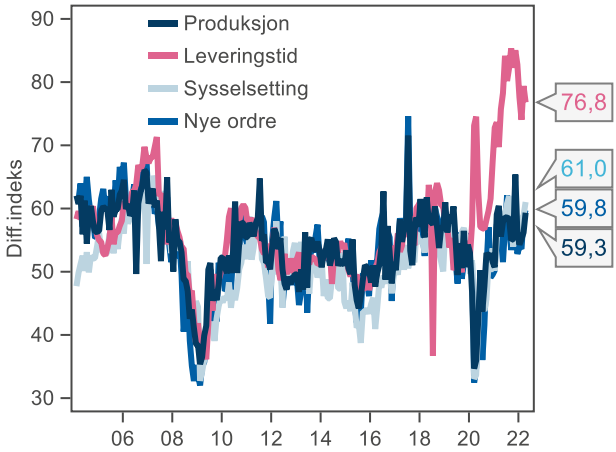
aktiviteten i den tradisjonelle eksportorienterte industrien. Dermed ser vi for oss at BNP-veksten avtar til 1,9 prosent til neste år, og til 1,0 prosent ved utgangen av prognoseperioden. Dette vil bringe norsk økonomi i bedre balanse, men tallene er fortsatt forenlig med en høykonjunktur gjennom hele prognoseperioden.

Norges Banks regionale nettverk vs PMI



Kilde: Macrobond

PMI for industrien



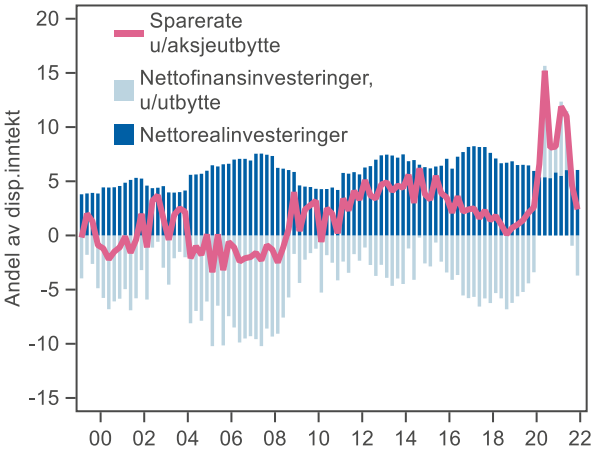
Kilder: Macrobond

Norsk økonomi vil befinne seg i en høykonjunktur gjennom hele prognoseperioden

Svak reallønnsvekst, men økt konsum

Høy inflasjon går som en rød tråd gjennom denne rapporten, og dette spiser av husholdningenes kjøpekraft. Ser vi 2022 under ett, er det utsikter til at prisveksten blir omtrent identisk med lønnsveksten; ergo, en videre stagnasjon i reallønningene. Men god vekst i sysselsettingen sørger likevel for at de aggregerte realinntektene stiger dette året. Samtidig har husholdningene hatt høy sparing under pandemien, og spareraten er enda ikke ned igjen til nivåene fra før koronakrisen traff norsk økonomi. Ser vi husholdningene under ett, gir dette en buffer mot både høye priser og stigende renter. Som vi beskriver i et eget kapittel, er det også utsikter til at inflasjonen avtar til neste år, samtidig som vi fortsatt antar høy nominell lønnsvekst. Dermed tror vi reallønnsveksten vil ta seg godt opp til neste år. Samlet sett anslår vi at husholdningenes forbruk vil stige med 6,2 prosent i år, og 3,3 prosent til neste år. Merk at noe av forklaringen på det spesielt høye tallet for i år, er at vi har et ganske markert overheng fra i fjor.

Husholdningenes sparing og investering

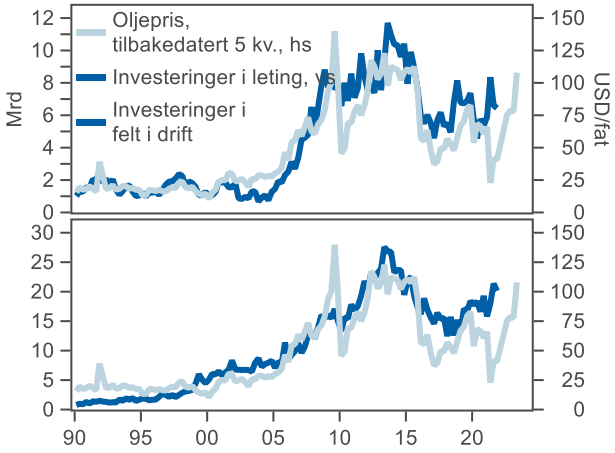


Kilder: Macrobond og Handelsbanken

Ny investeringsboom på norsk sokkel

Stortingets skattetiltakspakke, vedtatt sommeren 2020, sørger for gunstig beskatning for utbygginger der det leveres planer for utbygging og drift (PUD) før utgangen av 2022. Ifølge investeringstellingen for olje- og gassvirksomheten (Statistisk sentralbyrå), er det ventet at det blir levert PUD på en rekke prosjekter i år, og de aller fleste i fjerde kvartal. Dette innebærer at oljeinvesteringene vil få seg et betydelig løft igjen fra 2023, noe som igjen vil bli en sentral drivkraft i norsk økonomi fremover. Økte olje- og gasspriser som følge av krigen i Ukraina, kan sørge for en forsterket oppgang blant de investeringskategoriene som er mest prissensitive; slik som leting og investeringer i felt i drift. De europeiske ambisjonene om å frigjøre seg fra avhengigheten mot russiske energivarer, kan også være et fortrinn for aktiviteten på norsk sokkel.

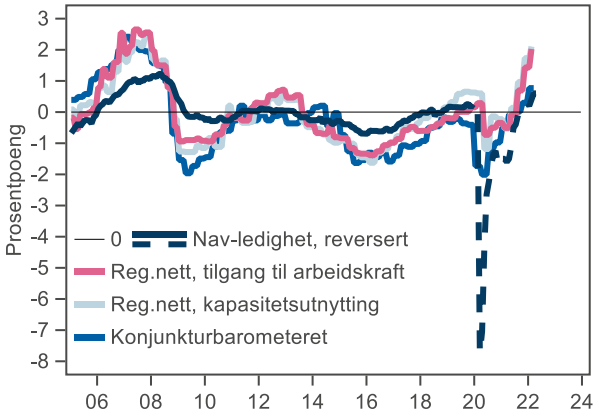
Oljeinvesteringer og oljepris, kvartalsdata



Kilder: Macrobond og Handelsbanken

Kapasitetsindikatorer

Avvik fra gjennomsnitt eller beregnede normalverdier



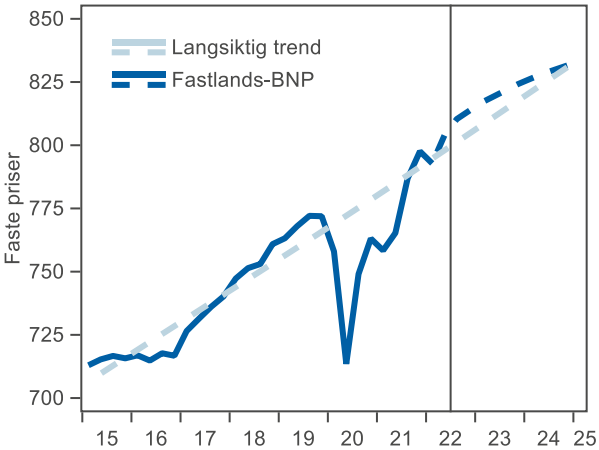
Kilder: Macrobond, Norges Bank og Handelsbanken

Høykonjunkturen varer ved

Samlet sett tegner vi et bilde av fortsatt positive vekstutsikter, fra et utgangspunkt hvor aktiviteten allerede er svært høy. Dette er nettopp grunnen til at Norges Bank også vil trekke mer i bremsen, noe vi omtaler nærmere i et eget kapittel om pengepolitikken. Tilbakemeldingene fra både bedriftene og arbeidsmarkedet, er at det er lite ledig kapasitet, og norsk økonomi er åpenbart inne i en klar høykonjunktur. Selv om vi ser for oss at BNP-veksten vil avta gjennom prognoseperioden, vil trolig kapasitetsutnyttingen holde seg i overkant av et normalt nivå gjennom hele denne perioden. Det betyr også at kjerneinflasjonen vil holde seg høyere enn målet til Norges Bank, og dermed også sørge for at styringsrenten blir liggende et stykke over et nøytralt nivå. Vi tror styringsrenten etter hvert vil toppe ut på 2,25 prosent, som er vel 50 basispunkter høyere enn det antatte normalnivået (ifølge Norges Bank).

Press i norsk økonomi, kombinert med høy inflasjon, taler for en strammere pengepolitikk fremover

Fastlands-BNP, faktisk og forventet



Kilder: Macrobond og Handelsbanken

Inflasjon

Kjerneinflasjonen vil tilta ytterligere

Kjerneinflasjonen har tatt seg markert opp siden i fjor høst, og vil trolig tilta ytterligere i tiden fremover. Vi ser for oss at KPI-JAE vil stige opp mot 3,5 prosent i løpet av andre halvår. De globale inflasjonsimpulsene ventes etter hvert å avta. Men høyt lønns- og prispress her hjemme vil trolig sørge for å holde kjerneinflasjonen over målet i overskuelig fremtid. Årsveksten i de samlede konsumprisene vil trolig havne nær lønnsveksten i år, og oppgangen i reallønningene ser ut til å være utsatt til 2023.

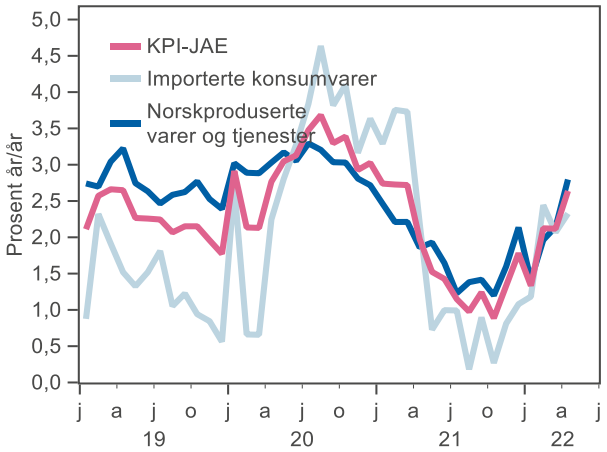
Kraftig omslag i kjerneinflasjonen

Kjerneinflasjonen her hjemme, målt ved KPI-JAE, har tatt seg markert opp siden bunnen i fjor høst, og ligger nå rundt 2,6 prosent. Øvrige indikatorer for underliggende inflasjon har også tatt seg opp, og ligger signifikant over målet til Norges Bank.

Som vist i figuren under, har prisveksten tiltatt både for importerte varer og for norskproduserte varer og tjenester. Fremover er det grunn til å tro at kjerneinflasjonen vil tilta ytterligere, og vi ser for oss at årsveksten i KPI-JAE vil ta seg opp til 3,5 prosent i løpet av andre halvår i år.

Når det er sagt, er de globale inflasjonsimpulsene etter hvert ventet å avta. Men samtidig er det høy kapasitetsutnytting i norsk økonomi, og lønnsveksten vil trolig ligge rundt 4 prosent de neste par årene. Dette vil igjen sørge for forholdsvis høy vekst i prisene på norskproduserte varer og tjenester fremover. Selv etter at toppen er passert, venter vi at KPI-JAE blir liggende noe i overkant av inflasjonsmålet gjennom hele prognoseperioden.

KPI-JAE, fordelt etter leveringssektorer



Kilde: Macrobond

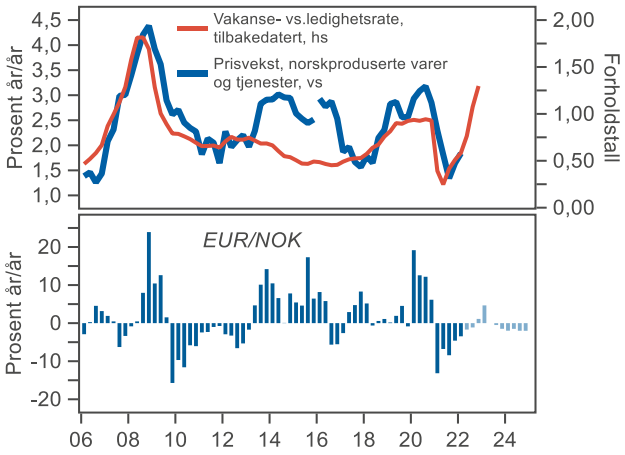
Kjerneinflasjonen vil fortsette å stige dette året, trolig opp mot 3,5 prosent

Høy kapasitetsutnytting og sterkere prispress

Et vesentlig element også i denne rapporten, er at arbeidsmarkedet har fortsatt å stramme seg til. Ikke bare er arbeidsledigheten lav, men også bedriftenes etterspørsel etter arbeidskraft ligger på høye nivåer. Figuren under gir en enkel fremstilling. Her har vi sammenlignet nivået på antall arbeidsledige mot antall ledige jobber. Over tid har denne indikatoren vist en rimelig god føyning med prisveksten på norskproduserte varer og tjenester. I prinsippet er akkurat disse mekanismene enkle: Et stramt arbeidsmarked løfter lønnsveksten, og dermed kostnadsveksten i bedriftene. Dette veltes igjen over på forbrukerne. Nettopp derfor stiger prisene raskere.

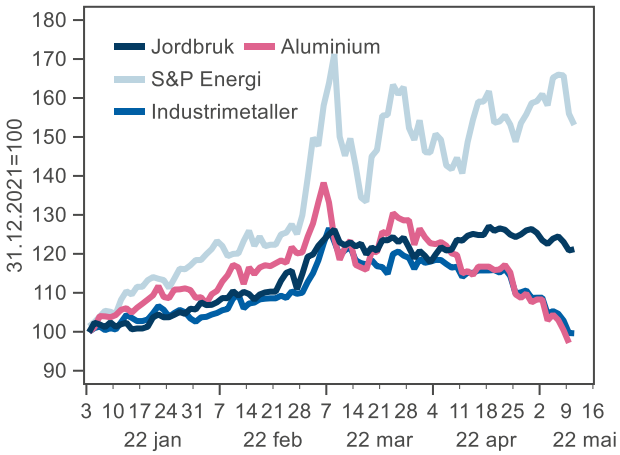
Samtidig viser figuren at det i perioder er til dels store avvik mellom denne indikatoren og den faktiske prisveksten. Dette er gjerne i perioder hvor store bevegelser i kronekursen har gitt isolerte inflasjonsimpulser. Selv om valutakurskanalen først og fremst virker gjennom prisveksten på importerte konsumvarer, gir dette gjerne smitteeffekter også til varer som produseres her hjemme. Men i det korte bildet er det utsikter til at kronen vil holde et svakere nivå enn på samme tid i fjor, og videre gjennom prognosehorisonten antar vi kun en moderat appresiering. Det betyr at kronekursen trolig ikke vil virke veldig dempende på det prispresset som har bygd seg opp.

Underliggende inflasjonspress



Kilder: Macrobond og Handelsbanken

Råvarepriser/indekser



Kilder: Macrobond og Bloomberg

Sterkere prisimpulser fra utlandet

Videre må vi se til betydningen av de sterke globale inflasjonsimpulsene. Utviklingen i prisene på importerte konsumvarer her hjemme, påvirkes nettopp av kronekursen og prisutviklingen blant Norges handelspartnere. Gjennom fjoråret så vi en betydelig internasjonal inflasjonsoppgang, som også har forsterket seg inn i 2022. En vesentlig årsak er flaskehalsene som har oppstått i vare- og tjenesteproduksjonen, og som har blitt forlenget i kjølvannet av pandemien. Den russiske angrepskrigen mot Ukraina, kombinert med Vestens sanksjoner, ser dessuten ut til å ha forsterket disse utfordringene ytterligere. Kinesiske myndigheters nulltoleranse mot koronasmitte kan også ytterligere forstyrre de globale verdikjedene.

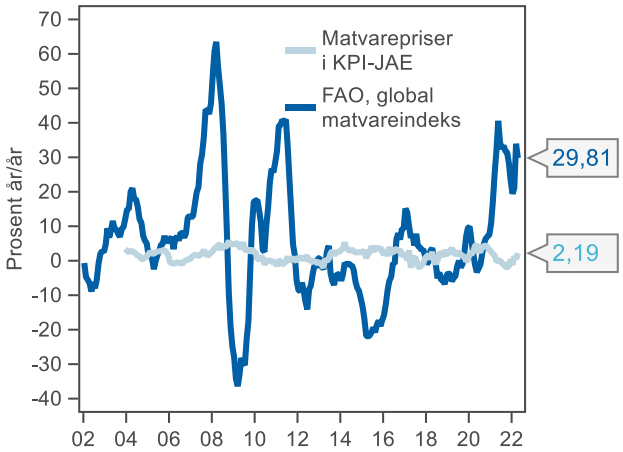
Globale energi, mat - og råvarepriser har tatt seg markert opp på denne siden av året, og særlig etter krigsutbruddet. Selv om det er tegn til at prisoppgangen har toppet ut, er årsveksten fremdeles høy for både mat- og energivarer.

Det er likevel ikke ventet at dette vil skylle fullstendig innover konsumprisene her hjemme. Vi ser blant annet at det over tid har vært et relativt lavt gjennomslag fra internasjonale til norske matvarepriser.[1] Målprisene her hjemme er gjerne høye relativt til de globale matvareprisene, se figuren under, og norske råvarer som omfattes av jordbruksoppgjøret beskyttes ved hjelp av tollsatser. Selv om særlig de globale hveteprisene har steget voldsomt i år, er det kun unntaksvis at de har oversteget de norske målprisene hittil i år. Men for varer som ikke produseres i Norge, er det lav eller ingen toll, og de vil da variere mer i takt med de globale prisene. Det betyr at matvareprisene her hjemme, slik de måles i konsumprisindeksen, ikke er fullstendig skjermet mot den globale prisoppgangen. Vi har da også sett en raskere oppgang i prisveksten på matvarer de siste månedene.

Landbrukspolitikken skjermer (delvis) mot de store globale økningene i matvareprisene

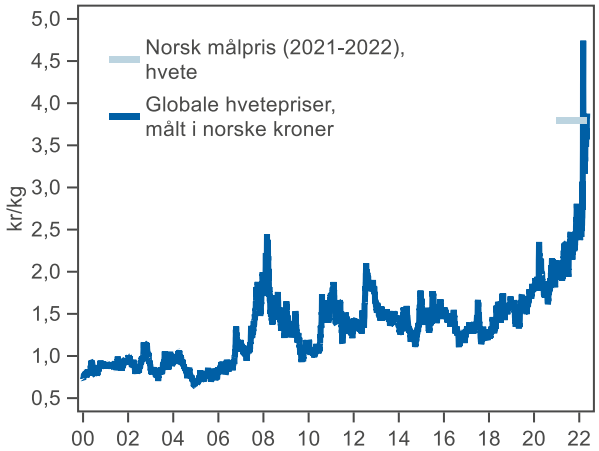
[1] For nærmere beskrivelser, se Norges Bank, Penger og Kreditt 2/2008: Stigende matvarepriser – en drivkraft for inflasjonen? Av Tove Katrine Sand og Bente Støholen.

Norske og internasjonale matvarepriser



Kilde: Macrobond

Hvetepriser, målt i norske kroner



Kilder: Macrobond, Bloomberg og Handelsbanken

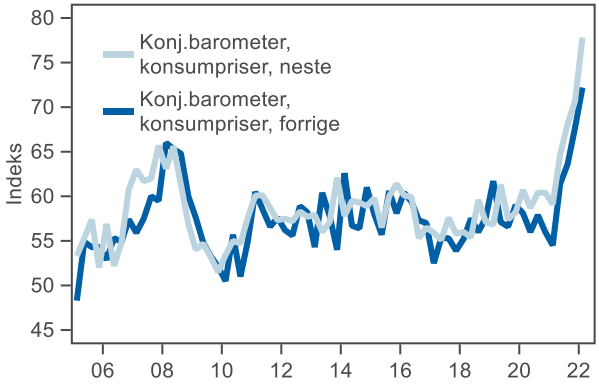
Uansett er det i hovedsak norskproduserte matvarer, som enten produseres med norske eller en kombinasjon av norske og importerte råvarer, som utgjør hoveddelen av matvarene i konsumprisindeksen. Og disse faller i stor grad inn under jordbruksoppgjøret. I statens tilbud i jordbruksforhandlingene er det lagt til grunn at det isolerte utslaget av økningen i råvareprisene, på prisindeksen for mat og alkoholfrie drikkevarer, vil være i størrelsesorden 1,5 prosent.

Hva sier bedriftene?

Selv om vi ser ut til å unngå noen potensielt store utslag i konsumprisene, er det likevel ikke til å komme unna at det brede prispresset har bygget seg mer opp. Fra produsentsiden rapporteres det om manglende tilgang til arbeidskraft, råstoff og innsatsfaktorer, og sistnevnte har igjen særlig sammenheng med logistikkutfordringene i de globale markedene. SSBs siste Konjunkturbarometer for industrien viser at det særlig er produsentene av konsumvarer som har den mest markerte økningen i innsatsprisene. Selv om dette ser ut til å gå dels på bekostning av marginene, ser vi likevel at både innrapporterte og planlagte økninger i prisene på konsumvarer har tatt seg kraftig opp.

Konjunkturbarometeret: Priser på konsumvarer til hjemmemarkedet

Kvartalstall



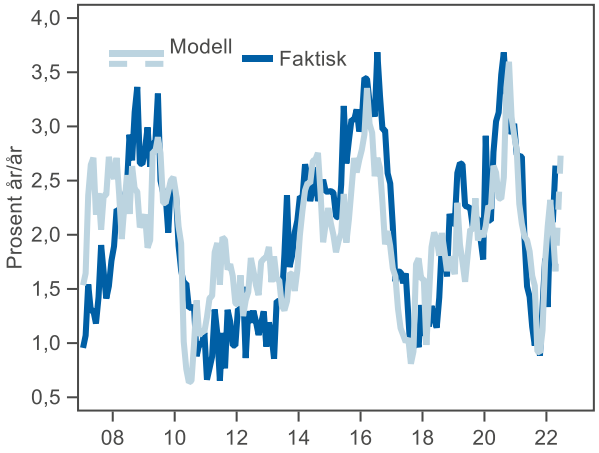
Kilde: Macrobond

Hvor høy blir toppen?

Figuren under sammenstiller en del av informasjonen så langt. Dette er en forholdsvis enkel og kortsiktig modell, som forklarer årsveksten i KPI-JAE ut ifra kapasitetspresset i norsk økonomi, endringer i kronekurs, og prisene på varer som importeres til Norge (målt i utenlandsk valuta). Det peker mot at vi i løpet av de neste månedene vil se at KPI-JAE stiger ytterligere. Andrerundeeffekter av økte energi- og råvarepriser trekker i samme retning. Samlet sett venter vi at KPI-JAE vil ta seg opp mot 3,5 prosent i løpet av året. Riktignok er de globale inflasjonsimpulsene etter hvert ventet å avta igjen. Men gitt kapasitets- og lønnspresset i norsk økonomi, som beskrevet innledningsvis, ventes å være forholdsvis høyt, ser vi for oss at KPI-JAE ikke vil falle helt ned igjen til målet. Trolig vil KPI-JAE holde seg rundt 2¼-2½ prosent selv mot utgangen av prognoseperioden.

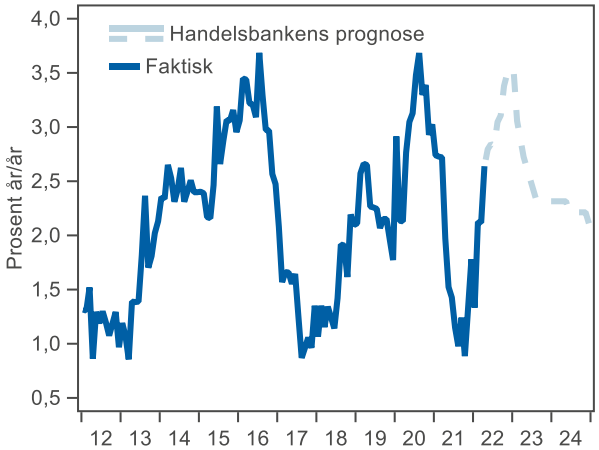
Kjerneinflasjonen vil holde seg over målet i overskuelig fremtid

KPI-JAE, faktisk og forventet



Kilder: Macrobond og Handelsbanken

Kjerneinflasjon, KPI-JAE



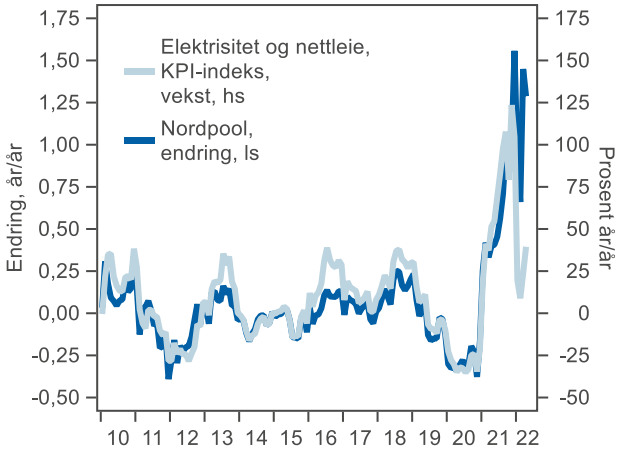
Kilder: Macrobond og Handelsbanken

Utsatt oppgang i reallønningene

Elektrisitetsprisene er fortsatt svært høye, men Stortingets vedtak om en støtteordning for husholdningene, som er forlenget til ut mars 2023, gjør imidlertid at de høye *spotprisene* ikke får fullt gjennomslag i konsumprisene. Under forutsetning om at *spotprisene* fremover vil utvikle seg i tråd med terminprisene, samtidig som strømstøtteordingen altså ligger fast, ser vi for oss at årsveksten i KPI etter hvert vil avta selv om kjerneinflasjonen tar seg opp. Regnet som årsgjennomsnitt, ser vi likevel for oss at KPI vil stige med 4 prosent i år, mot 3,5 prosent i fjor. Dette betyr at reallønnsveksten igjen vil havne rundt null prosent i år, dersom vi ser året under ett. Dermed er den ventede oppgangen i reallønningene (igjen) utsatt. Først til neste år, hvor terminprisene indikerer lavere strømpriser, samtidig som vi fortsatt venter solid nominell lønnsvekst, er det utsikter til at reallønningene vil ta seg mer opp igjen.

Utsiktene for realøkonomien og pengepolitikken er dekket i egne kapitler i denne rapporten.

Elektrisitetspriser i KPI



Kilder: Macrobond

Reallønnsveksten havner trolig rundt null prosent i år

Pengepolitikk

Rentetoppen er langt fra nådd

Norges Bank har foretatt en markert oppjustering av renteprognosene, og de er nå mer i tråd med våre egne vurderinger. Krigen i Ukraina skaper stor usikkerhet. Men vår bedømmelse er at norsk økonomi befinner seg i en høykonjunktur, samtidig som krigen forsterker inflasjonspresset i økonomien. Kjerneinflasjonen vil trolig presses stadig lenger over inflasjonsmålet. Gitt dette bakteppet, ser vi for oss at Norges Bank vil heve renten systematisk videre til 2,25 prosent, som er i overkant av et nøytralt nivå.

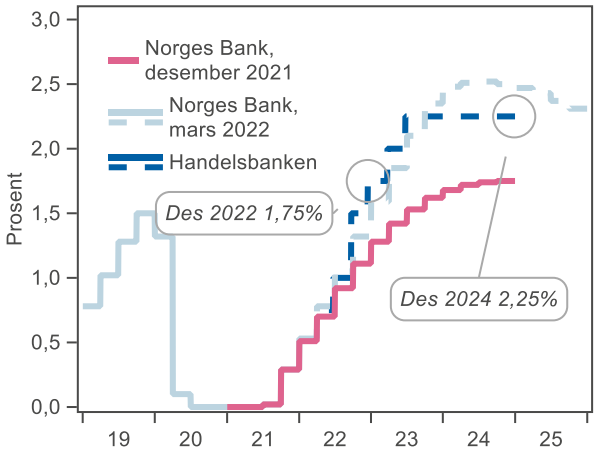
Neste renteoppgang vil komme i juni

Norges Bank har allerede hevet styringsrenten i tre omganger, til 0,75 prosent, og ser for seg ytterligere tre renteøkninger i 2022. Neste renteheving vil komme i juni. Dette er i tråd med våre offisielle prognoser, som har vært uforandret siden januar. Så langt i år har vi argumentert for at Norges Bank har hatt for lave anslag på styringsrenten fremover. Og det har også vist seg å være en god hypotese. Kapasitetsutnyttingen i norsk økonomi, og ikke minst lønns- og prispresset, har nemlig vært sterkere enn antatt av sentralbanken. I forbindelse med rentemøtet i mars besluttet Norges Bank å foreta en betydelig oppjustering av renteplanene fremover. Sentralbankens siste renteprognoser er rimelig i tråd med våre egne prognoser så langt, men vi gjør nå noen justeringer. Vi tror for det første det er overveiende sannsynlig at Norges Bank får renten opp til 1,75 prosent innen utgangen av dette året. Så langt har vi sett for oss en rente på 1,50 prosent innen utgangen av året, som også er i tråd med Norges Banks siste signaler. Videre fremover tror vi fortsatt at rentetoppen blir nådd på 2,25 prosent, i løpet av første halvår neste år. Norges Bank venter imidlertid en videre og jevn opptrapping, til 2,50 prosent ved utgangen av 2023. Forskjellen mellom våre og Norges Banks prognoser, kan da oppsummeres med at vi tror den kortsiktige renteoppgangen blir enda litt brattere. Men at rentetoppen samtidig nås litt tidligere, og på et litt lavere nivå enn Norges Bank har varslet.

Vi har blant annet antatt et svakere forløp for internasjonale styringsrenter enn hva markedet har priset inn.[2] Og det er også reist noen spørsmål om hvorvidt ikke Norges Bank har tatt for lite hensyn til rentesensitiviteten til (høyt belånte) norske husholdninger.[3]

Vi venter styringsrenten opp til 1,75 prosent i år, og videre opp til 2,25 prosent neste år

Anslag på styringsrenten



Kilder: Macrobond og Handelsbanken

Styringsrenten er fortsatt lav

I omtalen av styringsrenteutsiktene, gjør vi et skille mellom begrepene 'normalisering' og 'innstramming.' Førstnevnte henspiller på en situasjon hvor styringsrenten heves til et såkalt nøytralt nivå, hvor rentenivået verken fungerer innstrammende eller stimulerende på økonomien. Først når renten overstiger dette nøytralnivået, kan vi snakke om en pengepolitisk innstramming. Den såkalte nøytralrenten kan ikke observeres direkte, og den er heller ikke stabil over tid. Men ifølge Norges Banks egne beregninger, har det nøytrale styringsrentenivået beveget seg gradvis nedover

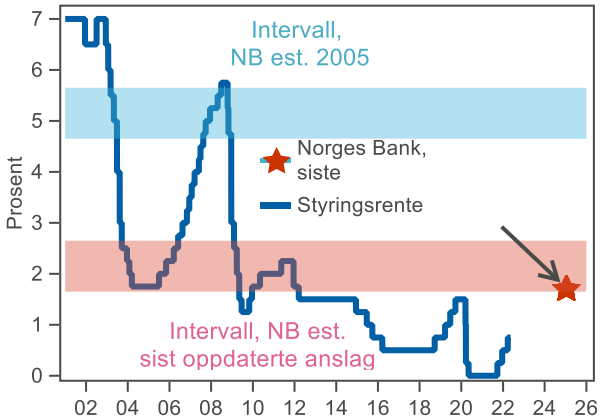
[2] Norges Bank gjør ikke egne prognoser på internasjonale styringsrenter, men bruker heller terminrentene slik de foreligger.

[3] Holm, Martin Blomhoff. Postdoktor ved Økonomisk institutt, Universitetet i Oslo. Kronikk: Skal renten virkelig så mye opp som Norges Bank sier? Dagens Næringsliv, 4.mai 2022

over tid. Tidlig på 2000-tallet ble det antatt at en normal styringsrente lå i et intervall rundt 5 prosent.

Dette antatte intervallet har senere blitt senket, og Norges Bank mener nå at en nøytral styringsrente kan beregnes til om lag 1,7 prosent. Det betyr at dagens nivå på styringsrenten fortsatt må kunne karakteriseres som lavt; renten ligger nesten et helt prosentpoeng lavere enn hva Norges Bank mener er nøytralt. En videre renteoppgang, til 1,75 prosent ved utgangen av dette året, slik vi nå venter, er med andre ord bare en fortsettelse av den normaliseringen Norges Bank påbegynte i september i fjor.

Norges Bank: Styringsrente og estimater på normalrente (intervall)



Kilder: Macrobond og Norges Bank

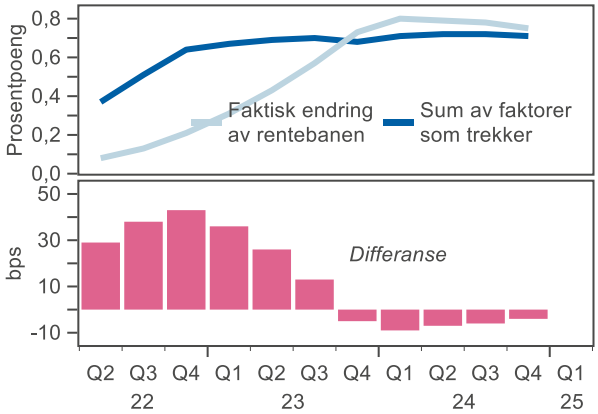
Norges Bank strammer mer til i 2023

Norges Bank kunne ha gått hardere til verks allerede. Renteregnskapet i siste pengepolitiske rapport viser nemlig at styringsrenten allerede nå kunne vært 25-50 basispunkter høyere enn hva den faktisk er. Norges Bank holder altså litt igjen. Noe som må ses i sammenheng med usikkerheten rundt virkningene av den russiske angrepskrigen, i tillegg til at Norges Bank ønsker å gi husholdningene mer tid til å absorbere renteoppgangen. Men det at Norges Bank holder litt igjen i det korte bildet, taler samtidig for en brattere renteoppgang videre fremover. Ser vi inn mot neste år, er det altså grunn til å tro at Norges Bank vil fortsette å heve renten til i overkant av et såkalt nøytralt nivå; en direkte, pengepolitisk innstramming.

Til neste år vil styringsrenten være høyere enn normalt; en direkte innstrammende effekt

Norges Banks endring av rentebanen

Endring fra desember 2021 til mars 2022



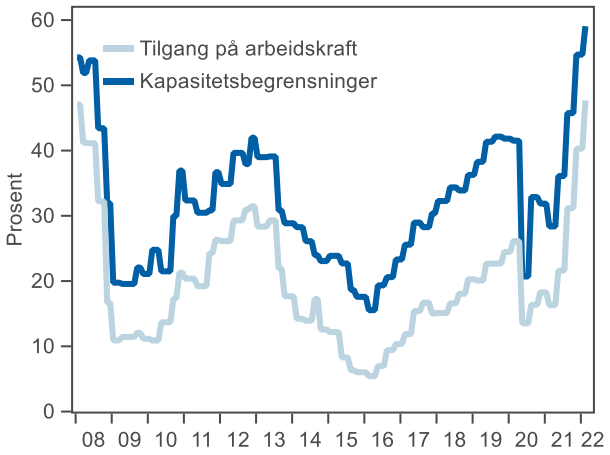
Kilder: Norges Bank

Ida Wolden Bache og Wayne Gretzky

Hvorvidt renten først bør heves til et nøytralt nivå, og deretter et innstrammende nivå, avhenger av utsiktene for både inflasjonsutviklingen og utviklingen i kapasitetsutnyttingen i norsk økonomi. Dersom det er konflikt mellom målsetningene om å stabilisere inflasjonen rundt målet, eller å oppnå målsetningen om høy og stabil produksjon og sysselsetting, må Norges Bank foreta en avveiing. Men slik vi ser det, er ikke den konflikten til stede for øyeblikket: Kjerneinflasjonen er allerede over målet, og dessuten videre på vei oppover. I tillegg ligger allerede kapasitetsutnyttingen i Norge over et normalt nivå. Begge hensyn taler altså for at Norges Bank vil måtte stramme mer inn.

Hva gjelder kapasitetsutnyttingen i norsk økonomi, legger vi særlig vekt på tilbakemeldingene fra hhv. Norges Banks regionale nettverk, og utviklingen i arbeidsledigheten. Ifølge kontaktbedriftene i nettverket, har nær 6 av 10 full utnyttelse av bedriftens ressurser (innsatsvarer, maskinpark og ansatte), og nivået er det høyeste siden 2007. Kapasitetsproblemene har tiltatt i alle næringer unntatt varehandelen. Kontaktbedriftene melder videre om stor knapphet på arbeidskraft, og nær halvparten har problemer med å få tak i ansatte med de rette kvalifikasjonene; igjen er andelen den høyeste siden 2007.

Regionalt nettverk: Kapasitetsutnytting



Kilder: Macrobond

Dette speiler informasjonen vi allerede har fra arbeidsmarkedsstatistikken: Arbeidsledigheten per i dag er ikke bare lavere enn i «normalperioden» før pandemien, den har ikke vært lavere siden før finanskrisen brøt ut. Sysselsettingen er om lag 2 prosent høyere enn før pandemien, og bedriftenes stillingsutlysninger har fortsatt å trekke oppover selv etter krigsutbruddet.

Sysselsetting og nye stillinger

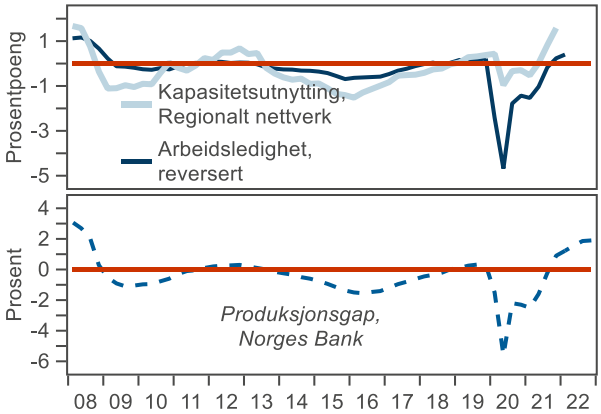
Sesongjusterte månedstall

Kilder: Macrobond og Handelsbanken

Figuren under gir en oppsummering av kapasitetsutnyttingen i norsk økonomi, og hovedbudskapet er at norsk økonomi har beveget seg inn i en høykonjunktur. Figuren viser nemlig utviklingen i kapasitetsindikatorene fra regionalt nettverk, og den registrerte arbeidsledigheten – beregnet som avvik fra sine respektive normalverdier, og i begge tilfeller ligger indikatorene nord for nullstreken. Det alene tilsier at styringsrenten ikke bare bør heves opp til et nøytralt nivå, men at pengepolitikken bør strammes mer inn. Arbeidsledigheten har dessuten falt mer enn Norges Bank har tatt høyde for, noe som isolert sett taler for kortsiktig oppsiderisiko for rentebanen.

Kapasitetsutnyttingen i norsk økonomi

Avvik fra antatte normalverdier



Kilder: Macrobond og Handelsbanken

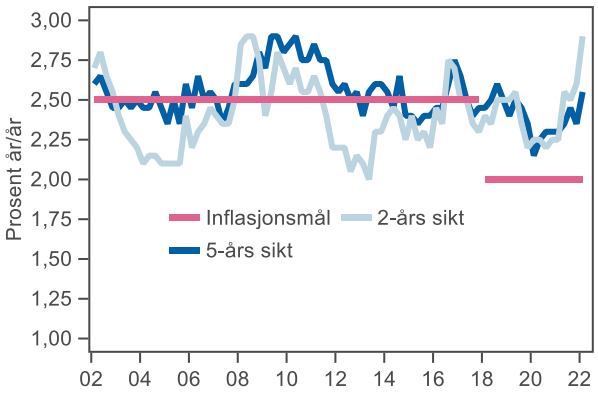
Presset i norsk økonomi er trolig noe sterkere enn antatt av Norges Bank

Det andre forholdet er at kjerneinflasjonen allerede er over inflasjonsmålet, og dessuten ventes å stige videre i tiden fremover. Utsiktene for inflasjon er dekket mer utførlig i et eget kapittel i denne rapporten. Her fokuserer vi mer direkte på hva dette har å si for de pengepolitiske vurderingene. i pengepolitisk øyemed er det ikke bare dagens inflasjonsnivå som har betydning, men vel så mye hvor inflasjonen er på vei. Dagens inflasjonsnivå er nemlig mye bestemt av gårsdagens «sjokk» og forstyrrelser, noe vi har sett flere eksempler på de siste årene. Men rentesettingen er fremoverskuende. Det betyr at Norges Bank tar hensyn til den eventuelle persistensen i inflasjonen, herunder drivkreftene bak inflasjonsutviklingen fremover, når de fastsetter rentenivået. Wayne Gretzky sa en gang at *"a good hockey player plays where the puck is. A great hockey player plays where the puck is going to be,"* og dette er ikke helt uten paralleller til ambisjonene for pengepolitikken.

En ting er at kjerneinflasjonen per i dag er så vidt høy. Det mer vesentlige er at de mellomlangsiktige inflasjonsforventningene også har tatt seg mer opp. Og det til nivåer som ligger et stykke i overkant av inflasjonsmålet. Det igjen er et forhold som tilsier at styringsrenten bør heves til i overkant av et nøytralt nivå.

Inflasjonsforventninger

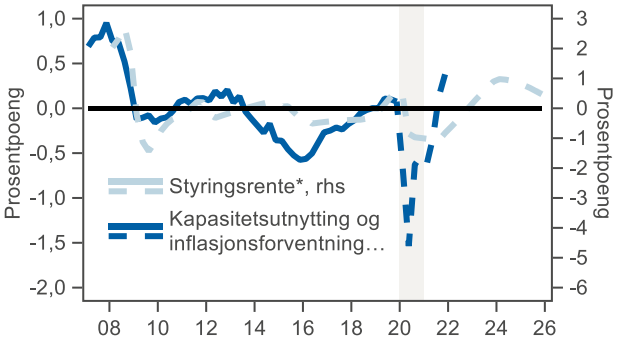
Gjennomsnittlige forventninger blant partene i arbeidslivet og økonomer



Kilder: Macrobond og Handelsbanken

Drivkrefter bak styringsrenten

**Alle tall som avvik fra trend/normalverdier*



Kilder: Macrobond og Handelsbanken
Anm: Kapasitetsutnyttig,
5-års inflasjonsforventninger blant partene i arbeidslivet og økonomer

Sterkt inflasjonspress i norsk økonomi, samtidig som også inflasjonsforventningene har steget

Hvor høyt bør renten settes?

Det relevante spørsmålet er hvor høyt over normalen Norges Bank kan tenkes å sette renten. Figuren under gir en illustrasjon. Her ser vi mer direkte på hvordan Norges Bank, over tid, har vektlagt hensynet til hhv. inflasjonsutsiktene, og utsiktene for produksjon og sysselsetting i økonomien. Mer presist viser figuren den faktiske utviklingen i kapasitetsutnyttingen og inflasjonsforventningene, og hvordan dette over tid har korrelert med den faktiske rentesettingen. Alle variablene er vist som avvik fra sine respektive normalverdier. Som illustrert: Dersom både kapasitetsutnyttingen og inflasjonsforventningene er i tråd med målsetningene, ligger gjerne styringsrenten rundt sitt normalnivå; alle 'gapene' er lukket.

Figuren viser naturlig nok et stort avvik i 2020, hvor styringsrenten teoretisk sett burde vært satt langt ned i negativt territorium. Men den faktiske nedgangen ble naturlig nok stoppet av rentens nedre grense (på null prosent, ifølge Norges Bank), og den svært ekspansive finanspolitikken bidro heller til å avlaste pengepolitikken.[4] Ser vi mer mot dagens situasjon, kan det se ut til at styringsrenten nå bør kunne heves til opp mot 1 prosentpoeng i overkant av normalnivået. I så fall snakker om en styringsrente rundt 2,50-2,75 prosent. Det er enda noe høyere enn hva Norges Bank har signalisert.

Her tror vi da heller at Norges Bank kan velge å gå litt raskere frem på kort sikt – jamfør at vi nå tror på en styringsrente på 1,75 prosent ved utgangen av dette året, mens Norges Bank har varslet 1,50 prosent. Men dette anslaget har også en teknisk forklaring. Påslaget i pengemarkedet har nemlig falt, og er per i dag lavere enn antatt av Norges Bank. Tre måneders Nibor har falt siden midten av mars, og befinner seg nå rundt 1,27 prosent. Samtidig priser rentemarkedet styringsrenten til rett i overkant av 1 prosent i juni.[5] Dette gir et påslag rundt 27 basispunkter. Til sammenligning har Norges Bank antatt at pengemarkedspåslaget vil ligge rundt 55 basispunkter. Nedgangen i påslaget må ses i sammenheng med at Norges Bank har begynt å selge norske kroner på vegne av staten: Det ble gjennomført salg for 2 milliarder kroner per dag gjennom april, og det samme nivået er fastsatt for mai. Den daglige tilførselen av norske kroner fra Norges Bank, har som isolert effekt at det bidrar til å lette på likviditeten i det norske pengemarkedet.

[4] Det reviderte statsbudsjettet for i år innebærer en budsjettimpuls på -0,5 prosent. Uttaket er 2,9 prosent av SPU. Oljepengebruken avviker ikke mye fra Norges Banks antagelser. Gjennom neste år ser vi for oss at oljepengebruken vil tas videre ned, og deretter stabiliseres. Dette er også innbakt i Norges Banks prognoser.

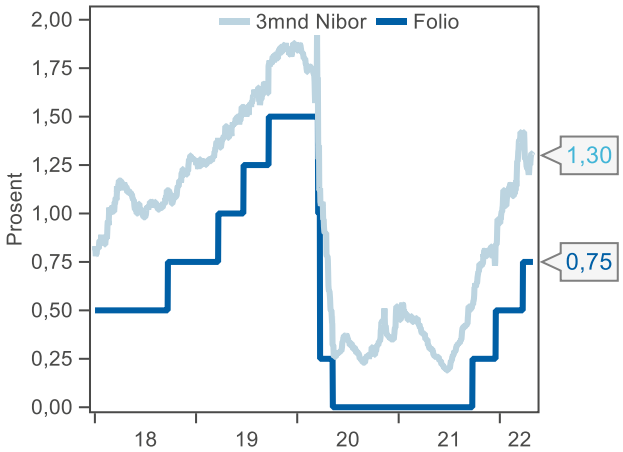
[5] OIS fixet mot NOWA-Norwegian Overnight Weighted Average

For pengepolitikken kan dette bety at Norges Bank må heve renten ytterligere, nettopp for å oppnå det ønskede rentenivået ut til publikum. Forskjellen mellom Norges Banks anslag, og dagens nivå på pengemarkedspåslaget, utgjør omtrent én renteøkning i seg selv. Skulle situasjonen stå seg, vil det altså kunne tale for at Norges Bank setter renten litt raskere opp i år; noe vi nettopp har tatt høyde for i prognosene.

Rentetoppen litt lavere enn varslet av NB

Men vi tror samtidig at rentetoppen blir litt lavere enn Norges Bank har varslet. Renteoppgangen vil i seg selv virke dempende på både kapasitetsutnyttingen og lønns- og prisforventningene relativt til dagens nivå. Samtidig ser vi i Handelsbanken for oss at de internasjonale styringsrentene vil stige mindre enn hva som er priset i markedet per i dag. Argumentene er igjen at husholdningene er mer rentesensitive enn hva markedet implisitt har antatt i sine anslag for de store sentralbankene rundt oss, og dette er også en relevant diskusjon her hjemme. Samlet sett tror vi da at Norges Bank vil måtte stoppe renteopptrappingen på et litt lavere nivå enn de har varslet. Vi tror at rentetoppen blir nådd på 2,25 prosent i denne omgang.

Norge: Styringsrente (folio) og 3mnd Nibor



Kilder: Macrobond

Vi tror altså Norges Bank vil heve enda litt raskere i år, men samtidig kan rentetoppen bli noe lavere enn de har signalisert

Boligmarkedet

Vil Norges Bank utløse et sjokk i boligmarkedet?

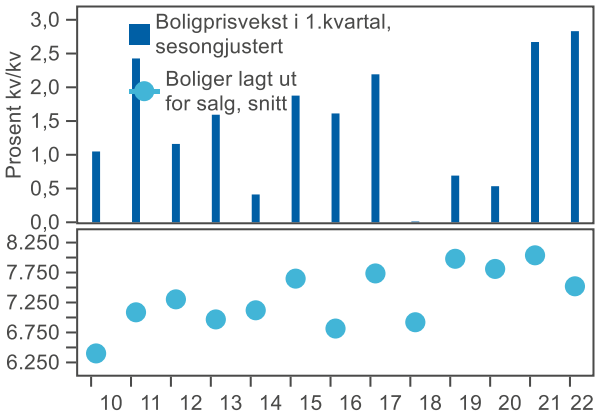
Boligprisveksten har allerede passert vendepunktet, og den videre renteopptrappingen fra Norges Bank vil fortsette å dempe prisene. På den annen side vokser lønningene forholdsvis sterkt, og tilbudssiden (boligbyggingen) dempes av høye kostnader. Samlet sett ser vi begrenset nedsiderisiko for det norske boligmarkedet. Vi antar at prisene på det meste vil falle med 1,0-1,25 prosent år/år gjennom 2023-24, før prisene igjen stabiliseres.

Avhendingsloven og tilbudssideknapphet

Det norske boligmarkedet har fått en frisk start på det nye året: I første kvartal steg de sesongjusterte boligprisene med hele 2,9 prosent kv/kv. Dette markerte en klart brudd med den heller moderate trenden vi hadde sett siden vendepunktet tilbake i mars og april i fjor. Men det er samtidig noen forhold som tyder på at vekstoppgangen i første kvartal var preget av enkelte midlertidige forhold. Nærmere bestemt endringer i avhendingsloven, som ser ut til å ha gitt mer knapphet på tilbudssiden gjennom første kvartal. Tilbudssiden i boligmarkedet – uttrykt ved antall boliger lagt ut for salg, var nemlig 2-3 prosent svakere enn hva vi har sett gjennom første kvartal de siste årene.

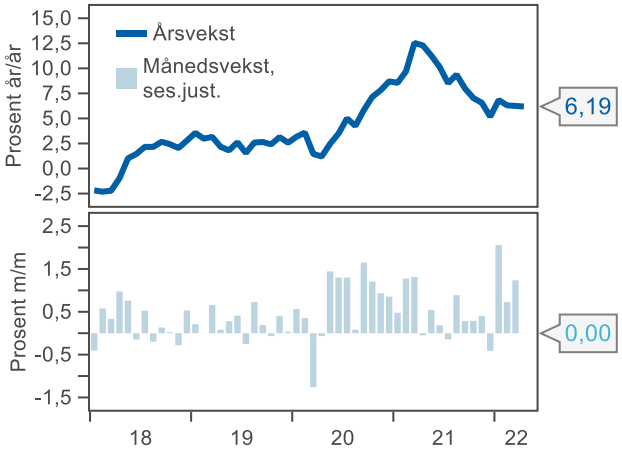
Boligmarkedet: Prisvekst og lagt ut for salg

Første kvartal, gjennom historien



Kilder: Macrobond og Handelsbanken

Boligpriser, årlig og månedlig vekst



Kilde: Macrobond

Men dette er nå bak oss, og allerede i april så vi at boligprisveksten hadde dempet seg klart igjen. Videre fremover er det ventet at de omtalte treghetene på tilbudssiden vil løse seg mer opp, og trolig vil vi da få en ny oppgang i antall boliger lagt ut for salg; i tråd med normalt sesongmønster. Inntil vi får informasjon om at tilbudssidetreghetene varer enda lengre ved, ser vi da gjennom den sterke boligprisveksten i starten av dette året.

Sterk boligprisvekst i starten av 2022, men dette er midlertidig

Videre fremover er vi mer spent på hvordan husholdningene vil absorbere den videre rekken av renteøkninger fra Norges Bank. Som beskrevet i et eget kapittel i denne rapporten, ser vi for oss at Norges Bank vil fortsette å heve styringsrenten i et nokså jevnt tempo. I våre prognoser ventes styringsrenten å nå en topp på 2,25 prosent i 2023. I utgangspunktet vil dette gi en klart innstrammende effekt, som – alt annet likt, vil sende boligprisene nedover. Men dette må samtidig ses opp mot at

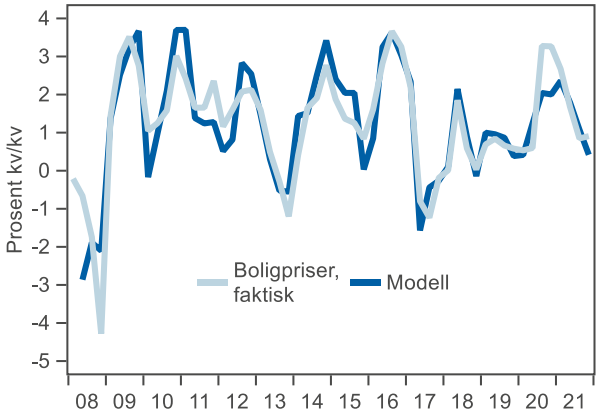
husholdningenes inntekter tar seg opp i takt med økte lønninger. Samtidig som sterk kostnadsutvikling på innsatsvarer demper boligbyggingen, og dermed tilbudssiden i boligmarkedet. I de neste avsnittene vil vi se nærmere på disse forholdene. Hovedkonklusjonen er at den innstrammende effekten av økte utlånsrenter, langt på vei vil utlignes av økte inntekter. Boligbyggingen vil også være dempet i årene fremover. Etter sterk boligprisvekst gjennom 2021-22, ser vi for oss at boligprisene vil falle noe gjennom 2023-24. Før prisene igjen stabiliseres etter at rentetoppen er nådd.

Vil Norges Bank gi et rentesjokk?

For å se nærmere på disse momentene, har vi som vanlig tatt utgangspunkt i en modell som forklarer boligprisveksten (over tid) ut i fra kjente størrelser som rentekostnader, inntekts- og befolkningsvekst, lånerestriksjoner og tilbudsside; sistnevnte uttrykt ved antall boliger lagt ut for salg. Tilbudssiden øker gradvis over tid, i takt med at boligbyggingen øker den omsettelige boligmassen. Det er videre tatt hensyn til at det er en del 'egendynamikk' i boligmarkedet, som vil si at dagens boligprisvekst gjerne også er en refleksjon av gårsdagen. Modellen er estimert over tidsrommet 2008-2021, har en forklaringskraft på om lag 70 prosent.

Boligpriser: Faktisk og modell

Estimert over perioden 2008-2021



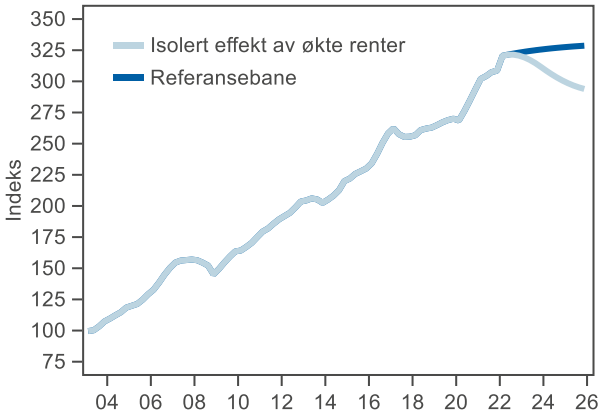
Kilder: Macrobond og Handelsbanken

I det videre har vi først beregnet en referansebane for boligprisene. Hvor det er antatt av renter, tilbudsside, inntekter m.m ligger fast på dagens nivåer. Som vist i figuren under, gir dette utsikter til svakt stigende boligpriser fremover. Den enkle tolkningen er at renteoppgangen hittil – som har et gradvis gjennomslag til boligprisene, utlignes av det gradvise gjennomslaget fra den akkumulerte inntektsoppgangen for husholdningene.

Dersom vi heller antar at Norges Bank setter opp renten i tråd med våre prognoser, mens andre forhold ligger fast, gir dette utsikter til et klart fall i boligprisene fremover. I utgangspunktet trekkes boligprisene ned igjen mot nivåene fra før pandemien.

Scenarioer for boligprisene

Sesongjusterte kvartalstall



Kilder: Macrobond og Handelsbanken

Renten har en sterk negativ effekt på boligprisene

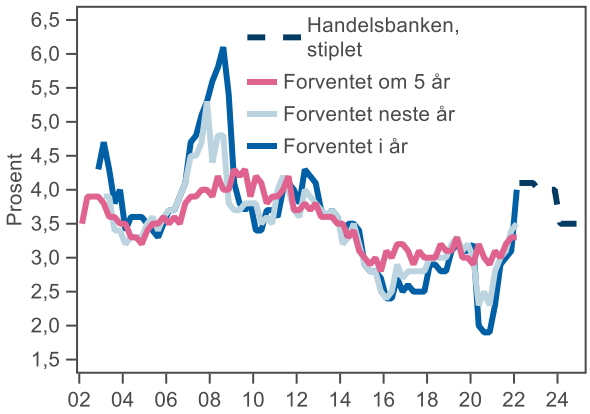
Høy akkumulert inntektsvekst

Men dette er kun et partielt regnestykke. Vi må nettopp ta hensyn til at husholdningenes aggregerte inntekter stiger, i takt med økte lønninger og befolkningsstørrelse. Inntektsfaktoren vil være sterk i tiden fremover, særlig ettersom lønnsveksten i Norge er klart på vei oppover. Vi ser for oss at lønnsveksten blir liggende rundt 4 prosent både i år og neste år, for deretter å avta noe mot slutten av prognoseperioden.

Det er samtidig stor usikkerhet rundt befolkningsutviklingen i lys av flyktningestrømmen fra Ukraina: Hvor mange som kommer, hvor mange som trer inn i arbeidsstyrken, og hvor lenge de blir boende. Regjeringen har gitt UD i oppdrag å kraftig oppskalere kapasiteten på norske mottak, og foreløpig er vi varsomme med å se flyktningestrømmen direkte opp mot etterspørselen i det ordinære boligmarkedet. I første rekke beregner vi husholdningenes aggregerte inntekter – som et ledd i boligetterspørselen, ut i fra forventet lønns- og sysselsettingsvekst.

Forventet årslønnsvekst

Handelsbanken og partene i arbeidslivet



Kilder: Macrobond og Handelsbanken

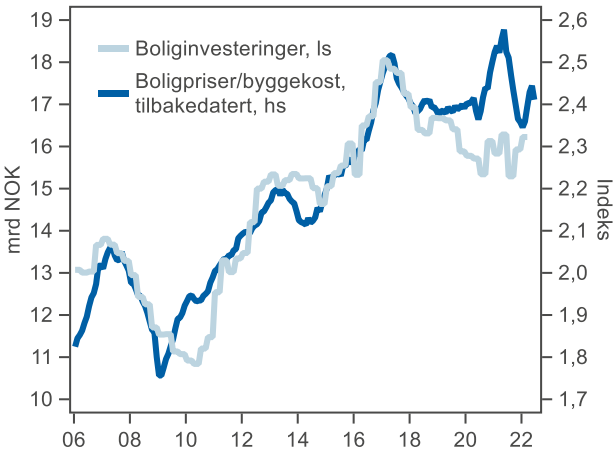
Samtidig er lønnsveksten mer på vei opp; en buffer mot økte renter

Dempet tilbudsside i boligmarkedet

Et tredje viktig forhold, er at tilbudssiden fremover blir lavere enn hva den ellers kunne ha vært. Gitt den kraftige oppgangen i de nominelle boligprisene under pandemien, som i utgangspunktet også ville ha gitt kraftig vekst i realboligprisene, skulle vi under mer normale omstendigheter ha erfart en ganske solid oppgang i boligbyggingen. Byggeaktiviteten reagerer nemlig med en viss tidsforsinkelse på endringen i realboligprisene.

Men som vist i figuren under, har realboligprisene – uttrykt som boligprisene deflatert med byggekostnadene, falt et godt stykke tilbake til utgangspunktet fra før pandemien. Det betyr at insentivene til å trekke opp boligbyggingen holdes tilsvarende nede. Figuren under viser nettopp at boliginvesteringene ikke har respondert kraftig oppover denne gangen.

Realboligpriser og boliginvesteringer

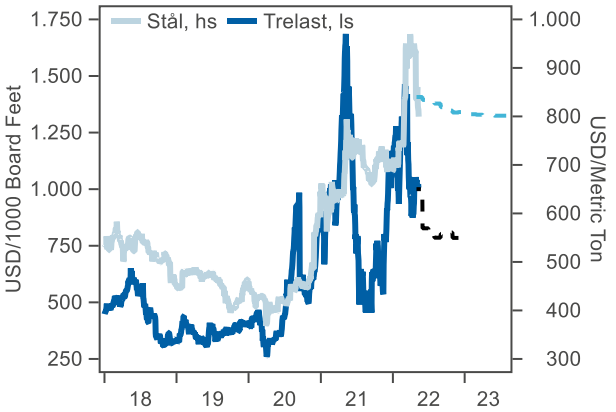


Kilder: Macrobond og Handelsbanken

Ifølge byggekostnadsindeksen til SSB er det særlig materialkostnadene som har økt voldsomt. Ikke minst prisene på trelast, og senere også stål. Riktignok har prisene på trelast begynt å komme ned fra toppen, og terminprisene peker også nedover. Men samtidig venter ikke terminmarkedet at trelastprisene vil falle helt tilbake til utgangspunktet fra før pandemien. Tilsvarende indikerer terminmarkedet at stålprisene vil være fortsatt høye i tiden fremover. Ved å legge dette til grunn, antar vi altså at realboligprisene fortsatt vil være dempet av høye kostnader. Dette vil nettopp bremse veksten i boligbyggingen fremover.

Priser på trelast og stål

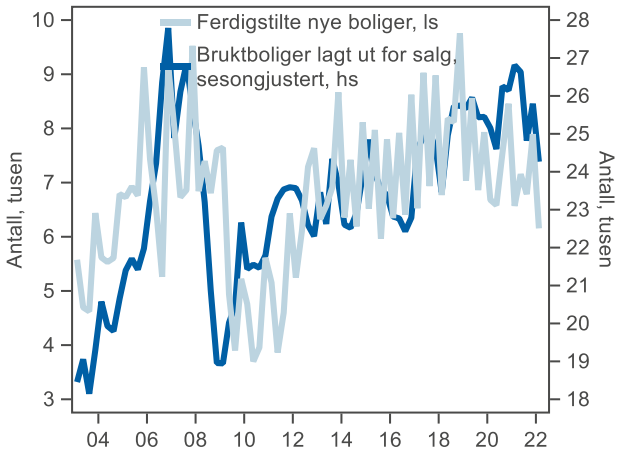
Førsteposisjon og terminpriser



Kilder: Macrobond

Som vist i neste figur, er det videre en nær sammenheng mellom antall ferdigstilte boliger og antall bruktboliger lagt ut for salg. Og selv om boligbyggingen ventes å øke noe i tiden fremover, vil byggetakten være mer begrenset enn hva den ellers ville ha vært. Dermed ser vi for oss at oppgangen i tilbudssiden i bruktboligmarkedet, også vil være forholdsvis moderat de neste årene.

Nye og gamle boliger



Kilder: Macrobond og Handelsbanken

Boligbyggingen dempes av høye kostnader

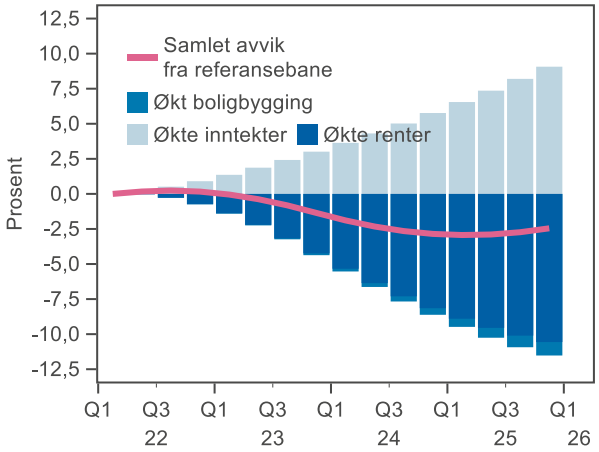
I alt: Begrenset nedsiderisiko

Dermed kan vi sammenfatte:

- Den videre renteopptrappingen fra Norges Bank vil ha en klart innstrammende effekt; isolert sett vil dette sende boligprisene nedover, og i prinsippet reversere prisoppgangen vi har sett under pandemien.
- På den annen siden vil den akkumulerte effekten av økte lønninger trekke i retning av fortsatt boligprisoppgang gjennom hele prognosehorisonten.
- Men tilbudssiden vil trekke noe oppover, og dermed ha en prisdempende effekt. Denne effekten antas imidlertid ikke å bli veldig sterk. Høye kostnader sørger nemlig for at oppgangen i boligbyggingen blir mer begrenset enn hva den ellers kunne ha vært.

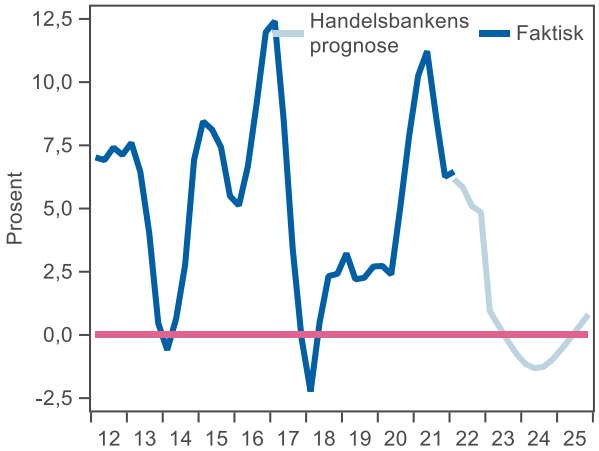
Legger vi sammen disse faktorene, finner vi at det er utsikter til kun et svakt fall i nivået på de gjennomsnittlige boligprisene fremover. Sammenlignet med 'referansebansen' fra innledningen av dette kapitlet, hvor boligprisene var antatt å stige svakt i årene fremover, dempes boligprisene i alt med 2,5-3,0 prosent. Det betyr at vi ser for oss at *de faktiske* boligprisene, på det meste vil falle med 1,0-1,25 prosent år/år gjennom 2023-24, før boligprisene igjen begynner å flate ut. Dette er illustrert i figuren under. Etter vårt syn er dette høyst udramatisk, sett i lys av den sterke boligprisveksten under pandemien. Boligprisene steg nemlig med 9,1 prosent i 2021, og ser dessuten ut til å stige med 4-5 prosent i år (regnet som årsgjennomsnitt).

Boligpriser: Endring fra referansebanen



Kilder: Macrobond og Handelsbanken

Boligpriser: Faktisk og anslått årsvekst



Kilder: Macrobond og Handelsbanken

Utsikter til noe lavere boligpriser, men samtidig ser vi begrenset nedsiderisiko

Renter

Vi venter lavere nivå på lange norske renter

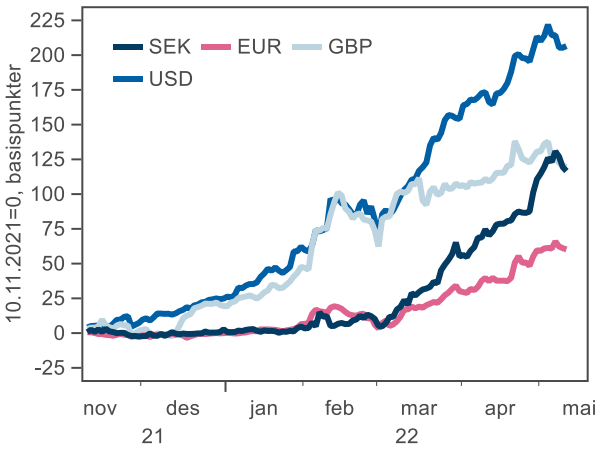
Den sterke norske konjunkturen og den bratte oppgangen i forventningene til nivået på internasjonale styringsrenter har resultert i forventninger om at den norske styringsrenten når 2,75 prosent innen en toårsperiode. Vårt syn er imidlertid at økonomiene er mer sensitiv til renten enn tidligere, og at en global vekst under konsensus neste år vil bidra til at det internasjonale inflasjonspresset visner. Vi ser for oss at oppgangen i internasjonale lange renter vil stagnere rundt årsskiftet, for deretter å falle, når rentehevingene nærmer seg slutten. Den norske tiårige swaprenten venter vi vil falle til 2,75 prosent.

Bratt oppgang i korte renteforventninger

Volatiliteten i rentemarkedet blant våre største handelspartnere har økt markert som følge av sentralbankenes taktskifte i tilbaketrekkingen av pengepolitiske stimulanser for å bekjempe den høye inflasjonen. Den bratteste renteoppgangen er ventet i USA hvor prisingen i rentemarkedet innebærer at Fed går inn i såkalt «innstrammende modus» ved rentemøtet i november, hvor styringsrenten er ventet å ligge over det antatt nøytrale rentenivået på 2,40 prosent. Bakteppet for den hurtige rentetilpasningen skyldes i stor grad det stramme arbeidsmarkedet i USA som har ført til en sterkere nominell lønnsvekst.

I eurosonen er arbeidsledigheten tilbake til før-pandeminivå, men lønnsveksten er så langt mer dempet. I rentemarkedet er det nå diskontert en heving av innskuddsrenten på 0,25 prosentpoeng fra ESB ved møtet i juli. Ved utløpet av året er innskuddsrenten ventet å ligge i positivt territorium for første gang siden 2012.

Ettårs OIS-renter



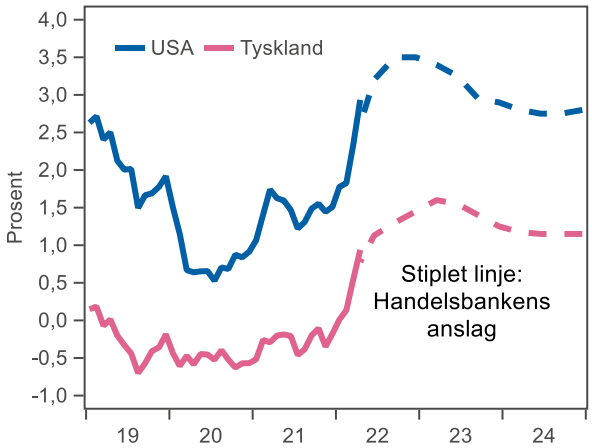
Kilder: Macrobond og Bloomberg

Markedsprisingen innebærer at Fed går inn i såkalt «innstrammende modus» i november

Lange renter vil stagnere senere i år

Forventninger om strammere pengepolitikk har bidratt til en rask oppgang i obligasjonsrentene. Vårt syn er likevel at markedene priser inn for mye når det gjelder sentralbankinnstramninger fra både Fed og ESB. Vi er skeptiske til om en myk landing vil lykkes i dette svært utfordrende miljøet. Til syvende og sist vil sentralbanker i stor grad bekjempe tilbudsdrevet inflasjon ved å undertrykke etterspørselen, og kostnadene ved denne renteøkningssyklusen vil sannsynligvis ramme den rentefølsomme økonomien hardt. Vi venter svakere vekst enn konsensus neste år, noe som betyr at bedriftene vil miste prisstyrken og at inflasjonspresset kan avta. Vi forventer derfor at både Fed og ESB stopper renteøkningene i første kvartal 2023. I løpet av resten av 2023 og 2024 forventer vi at Fed vil kutte renten to ganger mot nøytrale nivåer, for å stabilisere inflasjon og arbeidsledighet. I USA forventer vi derfor at obligasjonsrentene vil stagnere senere i år og være lavere i 2024 enn de er nå.

Tiårs statsrenter stagnerer rundt årsskiftet

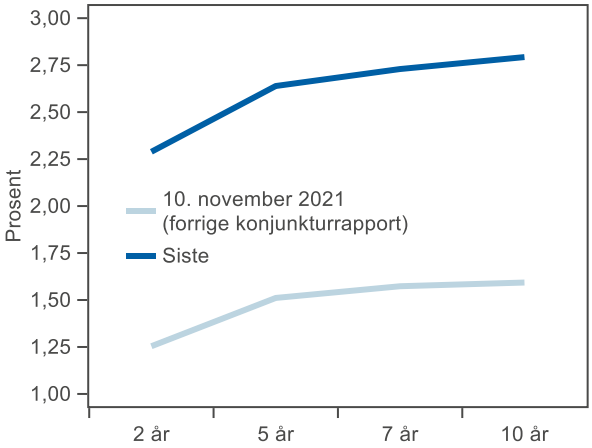


Kilder: Macrobond og Handelsbanken

Brattere norske statsrentekurve

Rentenivået langs den norske statsrentekurven har tilnærmet hatt en parallellforskyvning opp siden forrige konjunkturrapport. Helningen i første halvdel av kurven har likevel blitt noe brattere. Denne formen på kurven innebærer at implisitte terminrenter på kort sikt er tilnærmet lik på nivå som den bakre enden av rentekurven. En tolkning av denne formen på kurven er at markedsaktørene har diskontert inn en hurtig renteopptrapping av styringsrenten til Norges Bank som for tiden ligger på 0,75 prosent. Den markerte oppgangen i nivået på toårsrenten signaliserer forventninger blant markedsaktørene om at Norges Bank vil heve styringsrenten opp mot 2,75 prosent i løpet av de neste 18 måneder.

Norsk statsobligasjonskurve



Kilder: Macrobond og Handelsbanken

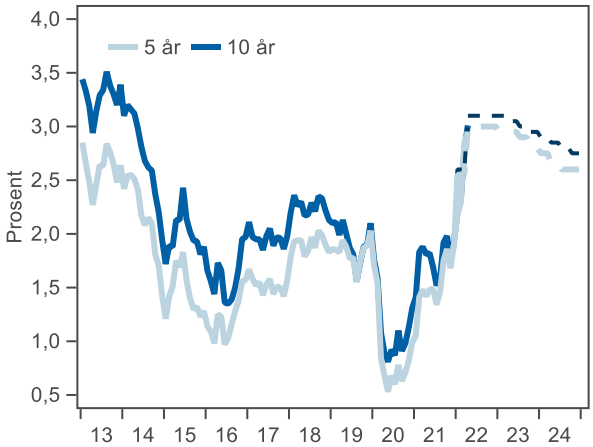
Rentenivået i den lengre enden på den norske statsobligasjonskurven har steget i likhet med både amerikanske og europeiske renter. En enkel dekomponering av oppgangen i de internasjonale lange rentene viser at til tross for en viss oppgang i lange inflasjonsforventninger er det i hovedsak oppgang i realrentene som dominerer. Oppgangen i realrentene har vært størst i femårssegmentet. Dette kan tolkes som forventninger om en sterk økonomisk utvikling, men samtidig innebærer også denne oppgangen en reell innstramning i finansielle forhold som kan innebære en økt sannsynlighet for en oppbremsing av den økonomiske aktiviteten.

Helningen på den amerikanske statsrentekurven er flatere enn den norske. En invertert rentekurve er i manges øyne et varsel om høy sannsynlighet for at økonomien kan gå inn i en resesjon.

Lange norske swaprenter nær toppen

Den norske 10-årige swaprenten har trukket opp om lag like mye som statsobligasjonsrenten siden forrige konjunkturrapport. Vårt syn på utviklingen i den norske styringsrenten er at rentetoppen på 2,25 prosent nås i løpet av første halvår neste år. En styringsrente på 2,25 prosent innebærer at nivået på styringsrenten kan anses som over nøytralt, og dermed at pengepolitikken er kontraktiv. Vår forventning om at den amerikanske styringsrenten vil bli kuttet i to omganger fra slutten av 2023 innebærer at dagens nivå på lange norske renter kan trekke lavere fra 2023. Vi venter at helningen på den norske kurven fremdeles vil være svakt positiv, men på et lavere nivå enn det vi observerer i dag. Skulle vi se høyere inflasjon, samtidig som vekstutsiktene svekkes, vil trolig forskjellen mellom nivået på lange og korte renter bli negativ. Vårt hovedscenario er likefult at vi unngår en global resesjon.

Norske swaprenter



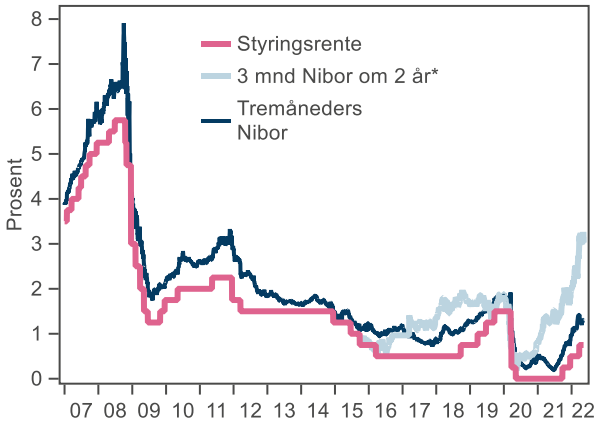
Kilder: Macrobond, Bloomberg og Handelsbanken

Forventninger om hurtig oppgang i Nibor

Markedsforventningene til utviklingen i den norske tremånedersrenten de neste to årene innebærer en oppgang i Nibor til 3 prosent. Vår vurdering er som nevnt ovenfor at vi ser for oss en oppgang i styringsrenten til 2,25 prosent og at oppgangen i tremånders Nibor stopper opp rundt 2,60 prosent i løpet av våren neste år. Vår prognose innebærer at

lange norske renter er nær en topp, og at den 10-årige swaprenten til falle fra 3,10 prosent til 2,75 prosent i løpet av 2024.

Nibor opp til 2011-nivå



Kilder: Macrobond og Bloomberg
*Anm:Generisk 8-kontrakt, FRA

Valuta

Periodevis svakere krone i 2022

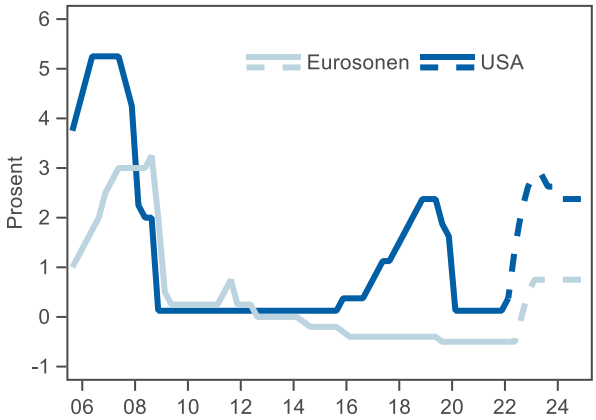
Den økte økonomiske motvinden fra sanksjonene mot Russland og den høye geopolitiske usikkerheten vil medføre at den amerikanske dollaren holder seg sterk på kort sikt. Økt usikkerhet rundt styrken på den globale konjunkturen vil trolig bidra til at nivået på kronekursen i perioder vil variere betydelig, til tross for høye olje- og gasspriser. Mot euroen venter vi en kurs på 10,15 ved årets slutt.

Sterk amerikansk dollar på kort sikt

Selv Det faktum at USA er bedre isolert enn Europa mot den økonomiske motvinden fra sanksjoner mot Russland, og at dollaren er en trygg havn, har bidratt til styrkingen av dollaren mot euroen. Når vi ser fremover, bør dollaren holde seg sterk på kort sikt ettersom amerikanske renteøkninger er ventet å komme på løpende bånd, samtidig som den geopolitiske risikoen er høy. Neste år kan imidlertid amerikansk resesjonsfrykt bre om seg og svekke den amerikanske dollaren.

Vi venter at både Fed og ESB vil heve styringsrenten i et raskt tempo frem til første kvartal neste år. Ser vi lenger fremover i prognosehorisonten venter vi at Fed kutter renten to ganger ned mot en såkalt antatt nøytral styringsrente, for å stabilisere inflasjonen og arbeidsmarkedet. I samme horisont venter vi at ESB holder renten uendret, noe som kan bidra til at euroen blir en relativ vinner.

Resesjonsfrykt innebærer kutt i amerikansk styringsrente

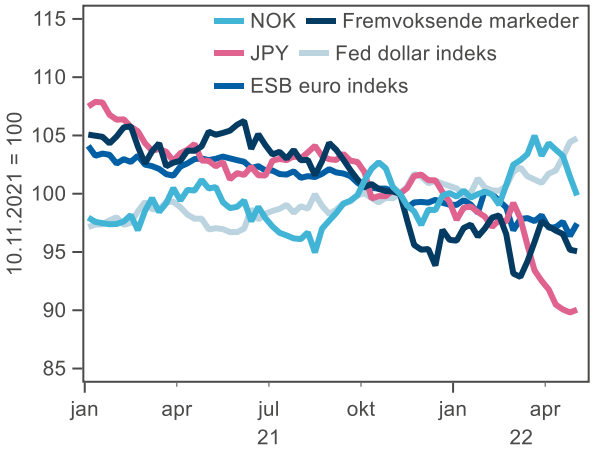


Kilder: Macrobond og Handelsbanken

Økonomisk vekst vs. høye energipriser

De høye olje- og gassprisene har i gjennom vinteren bidratt til en styrking av krona tilbake til nivåer mot euroen sist sett i 2018. Det dominerende temaet for den norske kronen har i denne perioden vært at bedringen i bytteforholdet mot utlandet, gitt de høye eksportinntektene, har resultert i en sterkere kronekurs. Gitt den relativt sterke konjunkturen i Norge, og forventninger om hyppige rentehevinger, har en sterkere krone blitt trukket frem som en kjærkommen utvikling hvor trenden i den underliggende inflasjonen er stigende. I motsatt ende har ESB inntil nylig holdt tilbake i signaliseringen om høyere styringsrenter gitt utsiktene til svakere økonomisk vekst som følge av den høye avhengigheten av import av olje- og gass fra Russland. Fellesnevneren i valutamarkedet er likevel - uavhengig av bytteforhold og forventninger til den økonomiske sykelen – at det er den amerikanske dollaren som har trendet sterkere. At den amerikanske dollaren ofte er en motsyklisk valuta kan også svekkelsen i japanske yen og i fremvoksende valutaer være et signal om.

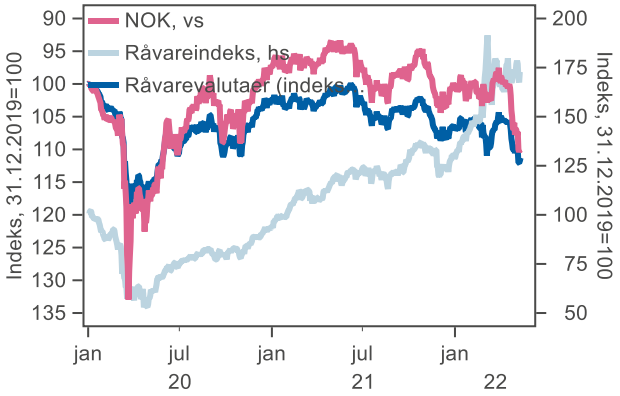
Handelsveide valutaindekser



Kilder: Macrobond og Bloomberg

Til tross for at råvareprisene har holdt seg høye gitt det mer usikre globale konjunkturelle bildet har krona i likhet med andre typiske råvarevaluter svekket seg markert siden slutten av 1. kvartal. Den svakere utviklingen kan trolig ses i sammenheng med det først og fremst er tilbudssideeffekter som holder råvareprisene oppe, og ikke en vekst i etterspørselen som tidligere forventet.

CME S&P GSCI råvareindeks, råvarevalutaindeks (mot USD)

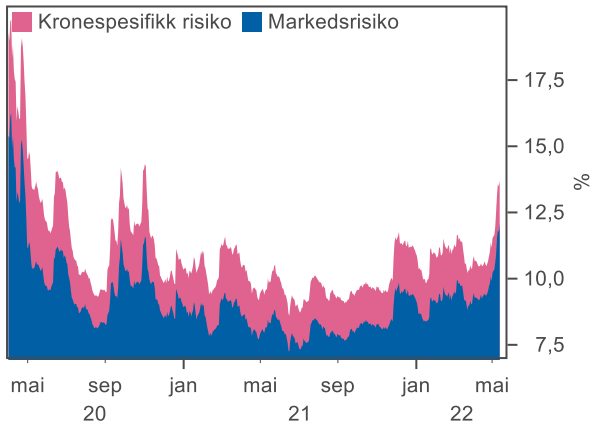


Kilder: Macrobond, Bloomberg og Handelsbanken
*AUD,CAD,NOK,NZD,BRL,IDR,RUB,CLP,COP,ZAR

Norsk krone er utsatt i usikre tider

Nedturen i aksje- og obligasjonsprisene har samlet sett vært relativt store i historisk sammenheng dette året. Med lavere priser har også svingningene i de underliggende markedene tatt seg markert opp. Ettersom krona er en prosyklisk valuta har denne markedsutviklingen resultert i betydelig motvind – og ført til en markert svekkelse av krona på bred basis. De forventede svingningene i krona mot den europeiske fellesvalutaen målt ved priser i valutaopsjonsmarkedet har nå samlet sett steget til nivåer sist sett i oktober 2020. Ser vi kun på markedsrisikoen i valutamarkedet, har nivået gjort et byks opp til tilsvarende nivå som i april 2020.

Risiko i NOK mot EUR*

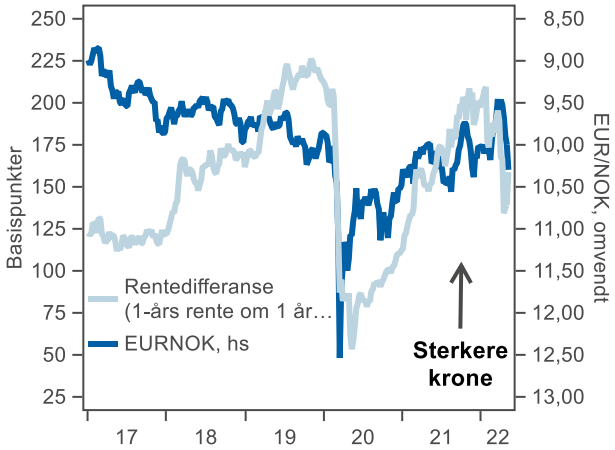


Kilder: Macrobond og Bloomberg
*3mnd impl. volatilitet og "risk-reversal"

Rentedifferansen mot euro har minket

I korte perioder har renteforskjellen mellom norsk ettårsrente om ett år og tilsvarende eurorente vært over to prosentpoeng i løpet av de siste tre årene. Den relative rentedifferansen har trolig ikke vært den tyngste driveren av kronekursen, men inngangen på om lag 50 basispunkter relatert til en reprising av markedets forventninger til ESBs renteplaner har likevel trolig bidratt til den seneste kronesvekkelsen mot euro. Våre forventninger til rentedifferansen mot euro ligger ikke langt unna dagens nivåer og er dermed heller ikke en sterk driver av våre forventninger til utviklingen i valutakursen.

Rentedifferanse mot euro og EUR/NOK



Kilder: Macrobond og Bloomberg

Norges Banks valutakjøp kan svekke krona

De høye olje- og gassinntektene til den norske staten innebærer at det planlagte oljekorrigerte underskuddet i 2022 vil bli fullfinansiert i form av skatter og avgifter fra petroleumssektoren. Overskytende inntekter vil bli vekslet om fra norske kroner til utenlandsk valuta, og overført til Statens pensjonsfond utland. Valutatransaksjonene, som utføres av Norges Bank, er basert på høyere enn forventede inntekter som oljeselskapene allerede har vekslet fra utenlandsk valuta til norske kroner. Skulle olje- og gassprisene falle markert vil det innebære lavere løpende kronekjøp fra oljeselskapene. Samtidig kan Norges Banks transaksjoner (som er basert på de høye prisene tidligere i år) bidra til en økt ubalanse i form av en periode med større tilbud enn etterspørsel av norske kroner.

Vår forventning er at kronekursen vil kunne styrke seg på noe lengre horisont gitt den usikre energisituasjonen som har oppstått, særlig i Europa. På kortere horisont vil trolig perioder med høy volatilitet samt Norges Banks valutatransaksjoner bidra til perioder hvor kronekursen vil være svakere enn sammenlignet med dagens nivå. Mot euroen venter vi en kurs på 10,15 ved årets slutt.

Nøkkeltall

Makroprognoser

	2021	2022	2023	2024
Konsum i husholdninger	4.9	6.2	3.3	1.7
Private investeringer fastland	1.6	4.6	3.3	2.3
Næringsinvesteringer	2.2	5.5	4.0	3.5
Boliginvesteringer	0.6	3.0	2.0	0.0
Offentlig konsum og investeringer	2.2	0.8	0.5	0.5
Eksport fra fastlandet	4.6	4.5	3.5	3.0
Oljeinvesteringer	-2.7	-8.0	8.0	15.0
BNP for Fastlands-Norge	4.1	3.6	1.9	1.0

Kilde: Handelsbanken Capital Markets

Makroindikatorer

	2021	2022	2023	2024
Inflasjon KPI	3.5	4.0	2.0	1.9
Kjerneinflasjon KPI-JAE	1.7	2.8	2.6	2.2
Lønnsvekst per normalårsverk	3.5	4.1	4.0	3.5
Arbeidsledighet*	3.1	1.9	1.8	2.1

* Prosent av arbeidsstyrken (NAV)

Kilde: Handelsbanken Capital Markets

Renteprognoser

	16. mai. 2022	2. kv. 2022	3. kv. 2022	4. kv. 2022	Slutt 2023	Slutt 2024
Norges Banks folio	0.75	1.00	1.50	1.75	2.25	2.25
3 mnd NIBOR	1.27	1.30	1.80	2.05	2.60	2.60
10 år norsk stat	2.91	2.80	2.80	2.80	2.70	2.70
10års norsk swap	3.00	3.10	3.10	3.10	2.95	2.75
Swap- stat, basispunkter	9	30	30	30	25	5

Kilde: Handelsbanken Capital Markets

Valutaprognoser

	16. mai. 2022	2. kv. 2022	3. kv. 2022	4. kv. 2022	Slutt 2023	Slutt 2024
EUR/NOK	10.14	10.05	10.10	10.15	9.95	9.75
EUR/USD	1.05	1.06	1.06	1.07	1.11	1.14
USD/NOK	9.68	9.48	9.53	9.49	8.96	8.55
CHF/NOK	9.71	9.57	9.71	9.76	9.48	9.29
USD/JPY	129.32	127.00	125.00	124.00	124.00	124.00
JPY/NOK	7.48	7.47	7.62	7.65	7.23	6.90
EUR/SEK	10.43	10.40	10.25	10.10	9.80	9.80
SEK/NOK	0.97	0.97	0.99	1.00	1.02	0.99
GBP/NOK	12.07	11.69	11.61	11.67	11.85	11.61

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 analysesrapporter. 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 statistikktjenester og annen informasjon som SHB anser som pålitelig. SHB har ikke uavhengig verifisert slik informasjon.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Når det gjelder tjenester knyttet til finansielle instrumenter, kan banken, i visse situasjoner, betale eller motta tilskyndelser, som godtgjørelse og honorarer, fra andre parter enn kunden. Tilskyndelsene kan være både 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. HSMI er medlem av FINRA, telefonnummer (+1-212-326-5153).

Macro Research and Trading Strategy

Macro Research

Christina Nyman	Head of Macro Research and Chief Economist	+46 8 701 51 58

Web

Terese Loon		+46 8 701 28 72

Sweden

Helena Bornevall	Senior Economist, Sweden	+46 8 701 1859
Johan Löf	Senior Economist, Sweden	+46 8 701 5093
Anders Bergvall	Senior Economist, Sweden	+46 8 701 8378
Erik Meyersson	Senior Economist, Eurozone	+46 8 701 1412
Johanna Högfeldt	Senior Economist, US	+46 8 701 1711

Finland

Timo Hirvonen	Chief Economist, Finland	+358 10 444 2404
Janne Ronkanen	Senior Economist, Finland	+358 10 444 2403

Denmark

Jes Asmussen	Chief Economist, Denmark	+45 46 79 12 03
Rasmus Gudum-Sessingø	Senior Economist, Denmark	+45 46 79 16 19

Norway

Marius Gonsholt Hov	Chief Economist, Norway	+47 22 39 73 40
Nils Kristian Knudsen	Senior Strategist FX/FI	+47 22 82 30 10

UK

James Sproule	Chief Economist, UK	+44 7812 4861 87
Daniel Mahoney	Senior Economist	+44 7890 3043 77

Trading Strategy

Claes Måhlén	Chief Strategist	+46 8 701 83 16
Nils Kristian Knudsen	Senior Strategist FX/FI	+47 22 82 30 10
Lars Henriksson	Senior Strategist FX	+46 8 463 45 18
Johanna Högfeldt	Senior Strategist FX	+46 8 701 17 11
Andreas Hild	Ränte- och valutastrateg	+46 8 701 83 32

Debt Capital Markets

Robert Radway	Head of Debt Capital Markets	+46 8 701 21 97
Charlotte Wilson	Head of Debt Capital Markets Sweden	+46 8 701 22 45
Thomas Grandin	Head of Corporate Bonds	+46 8 463 45 83

Sales

Fixed Income Sales

Tomas Grandin	+46 8 463 45 83

FX Sales

Petter Fjellheim	+47 22 823 029

Syndication

Thomas Grandin	+46 8 701 345 83

Risk advisory and cash management

Netherlands

Annelies Pruik	+31 204 127 668

Denmark

Kristian Nielsen	+45 46 79 12 69

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

Toll-free numbers	From Sweden to N.Y. & Singapore	From Norway to N.Y. & Singapore	From Denmark to N.Y. & Singapore	From Finland to N.Y. & Singapore	Within the US
	020-58 64 46	800 40 333	8001 72 02	0800 91 11 00	1-800 396-2758

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