

mandag, 8. januar 2024

Morgenrapport

- Fredagens arbeidsmarkedsrapport var sterk over hele linja, mens ISM-tallene ga et annet bildet
- Denne uken retter markedet blikket mot inflasjonstall fra USA
- Hjemme: Rettelse: Inflasjonstall i fokus, vi venter en kjerneinflasjon på 5,6 prosent, samme som Norges Bank

Internasjonalt

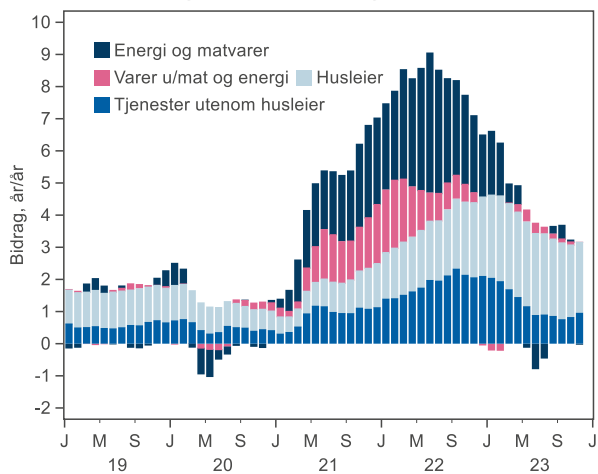
- **Før vi retter fokusert mot den kommende makrouken, tar vi først et lite tilbakeblikk på fredganes viktige hendelser:** Den amerikanske arbeidsmarkedsrapporten var sterk over hele linja og demper sannsynligheten for rentekutt i mars. Men markedet lot seg ikke skremme av sterke arbeidsmarkedstall; amerikanske statsrenter spratt opp i det rapporten ble publisert, men falt etter kort tid tilbake til start igjen. ISM-indeksen for tjenestesektoren viste imidlertid et litt annet bildet enn arbeidsmarkedsrapporten. Underindeksen som omhandler sysselsettingsvekst, falt overraskende mye fra 51,0 til 43,3 – noe som egentlig peker mot et svakere arbeidsmarked innen tjenestesektoren den kommende tiden. Wall Street endte i pluss mot slutten av handledagen på fredag, med S&P-indeksen opp 0,18 prosent og Nasdaq så vidt opp med 0,09 prosent. Aksjeterminer peker nå i minus, både i USA og Europa.
- **Den amerikanske arbeidsmarkedsrapporten var sterk over hele linja:** For det første endte jobbveksten i desember på 216 tusen, opp fra 173 i november. Det var godt over konsensusestimaten som på forhold ventet en vekst på 175 tusen – selv om skyggeestimatene var noe høyere. Månedsvæksten i timelønnene holdt seg uendret i desember på 0,4 prosent. Fed skulle gjerne ønske å se at timelønnsveksten avtok noe mer, og det er heller ikke noe som tyder på et mer markant oppgang i arbeidsledigheten – som holdt seg uendret i desember på 3,7 prosent. Ingen resesjon i sikte med andre ord, og arbeidsledigheten holdes fortsatt et stykke under terskelverdien for den populære resesjonsindikatoren, Sahm-rule. Markedet priser nå en 60 prosent sannsynlighet for rentekutt i mars og hele 5,5 kutt gjennom

hele året. Vi i Handelsbanken mener at rentemarkedet priser inn for mange og for tidlig rentekutt. Vi venter at første rentekutt heller skjer en gang i løpet av andre kvartal. Ser vi mot Eurosonen, kom flash-KPI inn akkurat som ventet av konsensusestimaten, nemlig en totalinflasjon på 2,9 prosent og en kjerneinflasjon på 3,4 prosent. Markedet er nå litt mer på vippepinnen om første kutt fra ESB kommer i mars, eller om de heller venter til april. Vi tror første rentekutt i Eurosonen kommer i løpet av andre kvartal.

- **Denne uken vil inflasjonstall fra USA være i fokus.** Det er ventet at årsveksten vil stige marginalt fra 3,1 prosent i november til 3,2 prosent i desember. Men som vi vet er Fed mest opptatt av kjerneprisveksten, som er ventet å avta fra 4 prosent til 3,8 prosent. Det innebærer en uendret månedsvekst på 0,3 prosent – tilsvarende en annualisert rate på 3,6 prosent. Den underliggende prisveksten beveger seg sakte men sikkert i riktig retning. De kommende månedene kan vi vente at bidraget fra husleieprisene blir dempet i tolv månedersveksten. Leieprisindeksen har et betydelig etterslep i KPI, men andre mer oppdaterte leieprisindikatorer, som Zillow Observed Rent og New Tenant Repeat Rent, peker mot en klart avtagende leieprisvekst. Men den delen av prisveksten som Powell holder et ekstra godt øye med, er tjenestepriser utenom leiepriser og energipriser, den såkalte «super-kjernen». Som figuren under viser, økte månedsveksten videre til 0,44 prosent i november, tilsvarende en annualisert vekt på 5,28 prosent.
- **Det er ikke særlig med nøkkeltall for Eurosonen denne uken, men en rekke ESB**

medlemmer skal tale. I morgen skal Vilroy prate, og på onsdag Guindos og Schnabel.

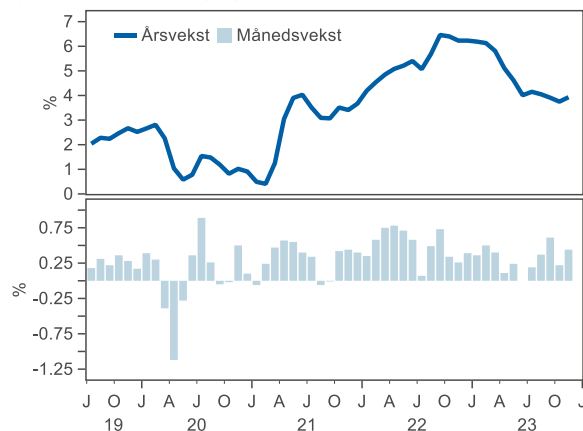
USA: KPI, totalt og komponentbidrag



Kilde: Macrobond

USA: Super-kjerne, årsvekst og månedsvekst

Tjenestepriser uten energi og husleie



Kilde: Macrobond

Norge

- **Her hjemme er markedets fokus rettet mot inflasjonstall for desember, som blir publisert på onsdag.** Etter en vekst på 5,8 prosent i KPI-JAE i november, forventer vi at veksten har avtatt ytterligere til 5,6 prosent i desember, noe som er i tråd med Norges Bank sitt anslag. Hvis vår prognose stemmer, vil det dermed ikke endre Norges Bank sine renteplaner med de første. Siden august, har vi sett en månedsvekst i KPI-JAE som har variert mer rundt historisk snitt. Legger vi det samme til grunn for desember, kombinert med det faktum at prisveksten (m/m) var høy i desember 2022, gir dette en base-effekt som trekker ned årsveksten i KPI-JAE nettopp i desember 2023. Videre peker våre tidsseriemodeller mot et ytterligere fall i årsveksten i KPI-JAE i desember.
- **Fremover er det imidlertid grunn til å tro at kjerneinflasjonen vil gradvis falle under Norges Bank sitt anslag;** Noe som støtter både tidligere og dypere rentekutt enn hva Norges Banks siste rentebane tillier. Øvrige indikatorer for underliggende inflasjon, som trimmet snitt og vektet median, har vist en klar nedgang fra toppen. Vi ser det samme mønsteret i sesongjusterte tall for KPI-JAE, omregnet til annualisert rate (sett i 6 måneders snitt), noe som også tyder på at KPI-JAE vil synke ytterligere i løpet av

1. kvartal. Som figuren under viser, er det ofte et tidsforskyvning på noen måneder mellom utviklingen i den sesongjusterte annualiserte raten og den faktiske årsveksten i KPI-JAE. Basert på dette forholdet vil vi trolig se KPI-JAE videre ned til litt under 5 prosent ved utgangen av 1. kvartal. Spesielt forventer vi å se at den importerte prisveksten begynner å avta mer markert i løpet av denne vinteren. Dette trekkes også frem som en viktig faktor bak de varslede priskuttene på matvarer. De globale inflasjonsimpulsene har svekket seg betydelig, selv omregnet til norske kroner. Kronekursen er nå også klart sterkere enn Norges Bank sin prognose. Det er derfor grunn til å tro at KPI-JAE fremover vil falle gradvis under Norges Bank sitt anslag; noe som støtter tidligere rentekutt enn hva Norges Banks siste rentebane viser. Vi tror Norges Bank venter til etter sommerferien og at første kutt skjer i august og vi ser for oss totalt tre kutt i løpet av andre halvår. Til sammenligning viser Norges Banks nylige rentebane kun ett rentekutt, som ikke er fullt indikert før på slutten av året.

- **Krysset EUR/NOK har ligget rundt 11,30-nivået i asiatiske handel,** og er dermed ikke mye endret fra fredagens sluttnotering i New York. Svak utvikling i kinesiske aksjer har i

løpet av natten dempet noe av sentimentet, men også nyheter om at Saudi-Arabia har justert ned prisen for oljeleveranser i februar har trolig bidratt til den mer avventende stemningen for den norske krona.

Ansvarlig for dagens rapport: Sara Midtgaard (makro) og Nils Kristian Knudsen (valuta)

Analytikere

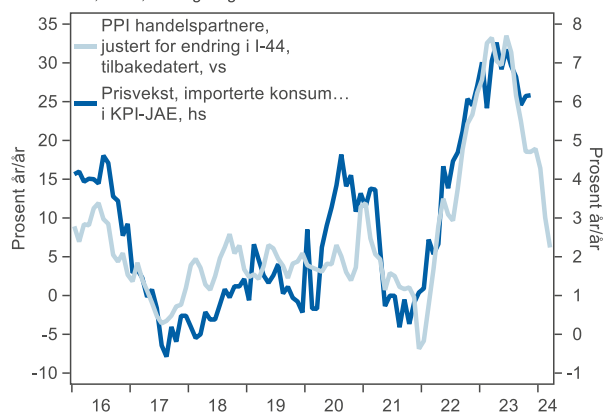
Marius Gonsholt Hov, +47 223 97 340,
marius.gonsholt.hov@handelsbanken.no

Sara Midtgaard +47 223 97 004, sara.midtgaard@handelsbanken.no

Nils Kristian Knudsen, +47 228 23 010,
nils.knudsen@handelsbanken.no

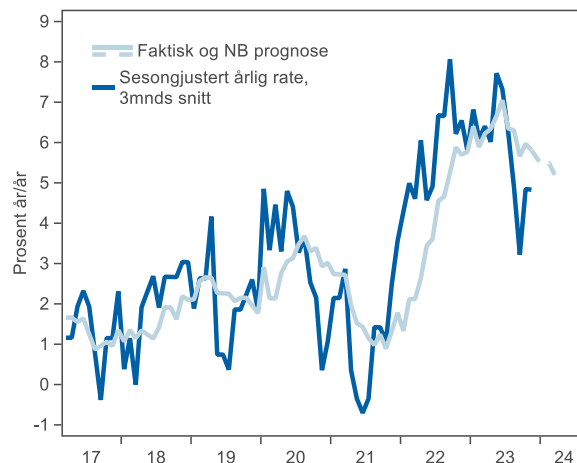
PPI handelspartnere, justert for valutakursendring, vs prisvekst importerte konsumvarer i Norge

Eurosonen, USA, Sverige og Storbritannia



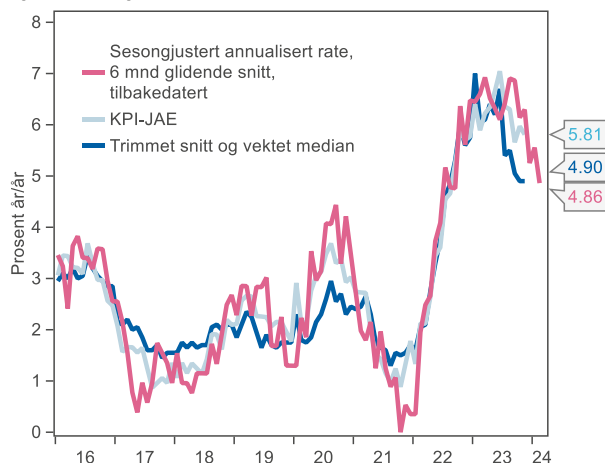
Kilder: Macrobond og Handelsbanken

KPI-JAE, faktisk og forventet



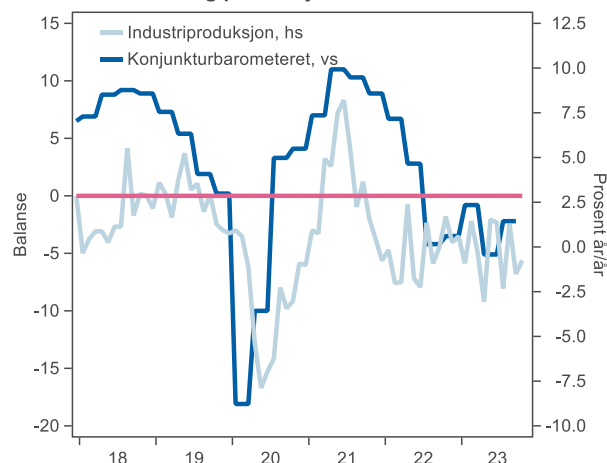
Kilde: Macrobond

Kjerneinflasjon



Kilder: Macrobond og Handelsbanken

Industrisentiment og produksjon



Kilde: Macrobond

[Klikk her for flere av Handelsbankens prognoser](#)

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

Eurosonen, USA, Sverige og Storbritannia



Kilder: Macrobond og Handelsbanken

Enhet	Forrige	Konsensus	Faktisk
Prosent år/år	2,4	2,9	2,9
Prosent år/år	3,6	3,4	3,4
Tusen	199	174	216
Prosent	3,7	3,8	3,7
Prosent m/m	0,4	0,3	0,4
Prosent	62,8	62,8	62,5
Indeks	52,7	52,5	50,6

Enhet	Forrige	Konsensus	Vår forv.
Prosent m/m	0,6	--	faktisk:-0,3
Prosent år/år	1,4	1,4	--
Indeks	-16,8	-15,8	--
Prosent m/m	0,1	-0,3	--

Fraskrivningserklæring for analyse

Risikovarsel

All investering innebærer risiko. Investorer oppfordres til selv å avgjøre hvorvidt en investering i verdipapirene som er nevnt i denne rapporten, er formålstjenlig, basert på investeringsformål, økonomisk status og risikotoleranse. Avkastning av et finansielt instrument i fortiden garanterer ikke avkastning i fremtiden. Verdien på finansielle instrumenter kan stige eller synke, og det er ikke sikkert at du vil få tilbake all kapitalen du har investert.

Fraskrivningserklæringer for analyse

Handelsbanken Capital Markets, en avdeling i Svenska Handelsbanken AB (off.) (heretter referert til som SHB), har ansvaret for å skrive analysesrapporter. SHB reguleres av Finansinspektionen i Sverige, Finanstilsynet i Norge, Finanssivalvonta i Finland og Finanstilsynet i Danmark. Alle analyserapporter er skrevet basert på tjenester innenfor handel og statistikk, samt annen informasjon SHB anser som pålitelig. SHB har ikke undersøkt denne informasjonen på egen hånd og garanterer ikke at informasjonen er sann, riktig eller komplett.

Verken SHB eller tilsluttede selskaper, tjenestemenn, direktører eller ansatte skal stå til ansvar for eventuelle direkte, indirekte og spesielle tap eller følgetap som skyldes bruk av informasjonen i analyserapportene, inkludert, og uten begrensninger, all tapt profitt selv om SHB har blitt uttrykkelig advart om muligheten eller sannsynligheten for slike tap.

Synspunktene i analyserapporter fra SHB og dets datterselskaper er betraktninger gjort av ansatte i SHB og tilsluttede personer. De reflekterer synspunktene til de respektive analytikerne på denne datoen og kan endres. Vi kan ikke garantere at fremtidige hendelser vil samsvare med disse betraktningene. Hver analytiker som er identifisert i denne analysesrapporten, 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.

Analyserapporter fra SHB er kun ment for informasjonsformål. Informasjonen i analyserapportene utgjør ikke en personlig anbefaling eller personlige investeringsråd. Slike rapporter og betraktninger må ikke legges grunnlaget for investeringer eller strategiske beslutninger. Dette dokumentet utgjør ikke markedsføring av, eller tilbud om kjøp eller salg av verdipapirer. Det skal heller ikke danne grunnlaget for eller brukes i forbindelse med noen form for kontrakt eller forpliktelse. 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 risikerer å tape hele beløpet det opprinnelige investerte. 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 analysesproduktet vil bli oppdatert med jevne mellomrom.

Ingen deler av SHB-analyserapporter skal kopieres eller distribueres uten skriftlig tillatelse 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 utgiverens planlagte eller eksisterende gjeldsforpliktelser. Innholdet er utelukkende beregnet for kunder i Norge.

Vær oppmerksom på følgende viktige opplysningserklæringer vedrørende analyse:

Ansatte i SHB, inkludert analytikere, får kompensasjon som genereres av firmaets totale fortjeneste. Analytikerkompensasjon er ikke basert på tjenester spesifikt knyttet til finansielle aktiviteter (en. Corporate Finance) eller tjenester i gjeldskapitalmarkedet. Ingen deler av analytikerkompensasjonen har vært, eller vil bli, direkte eller indirekte forbundet med spesifikke anbefalinger eller betraktninger som er uttrykt i analyserapporter.

Fra tid til annen kan SHB og/eller tilsluttede personer levere investeringsbanktjenester og andre tjenester, inkludert forretningsbanktjenester og råd om verdipapirer, til alle selskapene som er nevnt i analysen vår. Vi kan fungere som rådgiver og/eller megler for alle selskapene som er nevnt i analysen vår. SHB kan også ta yte Corporate Finance-tjenester til disse selskapene.

Vi kjøper og selger verdipapirene som er nevnt i analysen vår, fra og til kunder. Vi kan dermed når som helst ha en lang eller kort posisjon i alle slike verdipapirer. Vi kan også kjøpe og selge verdipapirene til alle selskapene som er nevnt i denne rapporten. (Analyserapportene inneholder mer informasjon og relevante erklæringer.)

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

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 utsteder, med formål om å markedsføre en ny utstedelse.
- Deltagelse på konferanser og seminarer om et spesifikt instrument eller en investeringstjeneste.
- Representasjon opptil et rimelig beløp.

Banken har innført retningslinjer som er ment for å ivareta integriteten og uavhengigheten til analyse, 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

SHB distribuerer analyserapporter i Storbritannia.

SHB er autorisert av Finansinspektionen i Sverige og Prudential Regulation Authority og er underlagt begrenset regulering av Financial Conduct Authority og Prudential Regulation Authority. Detaljer om omfanget av autorisasjonen og reguleringen av Prudential Regulation Authority, samt reguleringen av Financial Conduct Authority, er tilgjengelig på forespørsel.

Kunder i Storbritannia bør være oppmerksomme på at hverken Financial Services Compensation Scheme (erstatningsordning for finanstjenester i Storbritannia) for investeringsvirksomhet eller reglene i Financial Conduct Authority som ble fastsatt av Financial Services and Markets Act 2000 (etter endring) for å beskytte privatkunder, ikke gjelder for denne analyserapporten. Kunder i Storbritannia vil derfor ikke være beskyttet av denne ordningen.

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»).

Ved distribusjon i USA

Viktige tredjeparts-analyseerklæringer:

SHB-analyse er ikke «globalt merket» analyse. Alle mottakere av SHB-analyse må være oppmerksomme på at i USA blir SHB-analyse distribuert av Handelsbanken Markets Securities, Inc. (HMSI), som er tilsluttet

SHB. HMSI produserer ikke analyse og ansetter ikke analytikere. SHB-analyse, SHB-analytikere og de ansatte i SHB er ikke underlagt FINRAs regler for analyse som er ment for å forebygge interessekonflikter ved blant annet å forby visse former for kompensasjonspraksis, begrense handel utført av analytikere og begrense kommunikasjonen med selskapene som er omtalt i analyserapporten. SHB har ingen tilknytning til eller forretnings- eller kontraktmessige forhold til HMSI som vil påvirke innholdet i SHB-analyserapporter. SHB tar alle beslutninger om analyseinnholdet uten påvirkning fra HMSI.

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

Macro Research and Trading Strategy

Macro Research

Lena Fahlén	Head of Global Research	+46 8 701 83 29	Denmark		
Christina Nyman	Head of Economic Research & Chief Economist	+46 8 701 51 58	Jes Asmussen	Head, Macro Research, Denmark	+45 46 79 12 03
			Rasmus Gudum-Sessingø	Senior Economist, Denmark	+45 46 79 16 19
Web Editor			Norway		
Terese Loon		+46 8 701 28 72	Marius Gonsholt Hov	Head, Macro Research, Norway	+47 22 39 73 40
Sweden			Sara Midtgaard	Senior Economist, Norway	+47 22 39 70 04
Helena Bornevall	Senior Economist, and Scenario Analysis	+46 8 701 18 59	Nils Kristian Knudsen	Senior Strategist FX/FI	+47 22 82 30 10
Johan Löf	Senior Economist, Sweden	+46 8 701 5093	Trading Strategy		
Anders Bergvall	Senior Economist, Thematic Analysis and US	+46 8 701 8378	Claes Måhlén	Chief Strategist	+46 8 463 45 35
Erik Meyersson	Senior Economist, Eurozone and The Netherlands	+46 8 701 1412	Nils Kristian Knudsen	Senior Strategist FX/FI	+47 22 82 30 10
Andreas Hild	Macro Research	+46 8 701 8332	Lars Henriksson	Strategist FX	+46 8 463 45 18
Johanna Högfeldt	Senior Economist, Sweden	+46 8 7011 711	Kiran Sakira	Strategist FX	+46 8 701 46 14
Finland					
Timo Hirvonen	Head, Macro Research, Finland	+358 10 444 2404			
Janne Ronkanen	Senior Economist, Finland	+358 10 444 2403			

Debt Capital Markets

Robert Radway	Head of Debt Capital Markets	+46 8 701 21 97
Charlotte Wilson	Head of DCM, Sweden	+46 8 701 22 45
Torstein Haugland	Head of DCM, Norway	+47 22 39 74 19
Anders Holmlund	Head of Bond Origination	+46 8 463 34 56
Robert Øvrebø	Head of Bond Origination, Norway	+47 22 39 74 51

Sales

Fixed Income Sales, Sweden		
Thomas Grandin		+46 8 463 45 83
FX & Swap Sales, Sweden		
Linnea Lindstrøm		+46 8 463 48 97
FX, FI & Swap Sales, Norway		
Petter Fjellheim		+47 22 82 30 29
FX & Swap Sales, UK		
Chris Yoxall		+44 333 20 72 113

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