

Konjunkturrapport

24.mai 2022

Langvarig rentetopp

- De store sentralbankene er nær sine respektive rentetopper
- Norges Bank hever til 3,75 prosent, og kutter ikke før i 2025
- Eiendomsverdier fortsatt under press, men store regionale forskjeller
- Svak krone inntil global økonomi tar seg opp



Handelsbanken

Innhold

Langvarig rentetopp3

En global nedgang tar forsiktig form4

Norges Bank kutter ikke renten før i 2025 7

Boligrekylene er utsatt13

En av storbyene slipper unna boligprisfall17

Korreksjonen i næringseiendom så vidt begynt.....20

Nær rentetoppen og utflating av lange renter24

Svak krone inntil global økonomi tar seg opp27

Handelsbankens prognoser29

Fraskrivelseserklæring for analyse30

Langvarig rentetopp

Det globale økonomiske sentimentet har bedret seg siden starten av året. En potensielt svært alvorlig energiforsyningskrise er unngått, og Europa har dermed styrt klar av en økonomisk nedsmelting. Også aktiviteten i norsk økonomi har vist seg bedre enn antatt på forhånd. Men himmelen er ikke skyfri. Strammere kredittforhold vil legge en demper på veksten fremover, og her hjemme har arbeidsledigheten begynt å stige så vidt. De store sentralbankene er imidlertid nær sine respektive rentetopper. Men fortsatt høy inflasjon gjør at det vil ta tid før rentene senkes igjen. Her hjemme ser vi for oss en rentetopp på 3,75 prosent til høsten, og trolig vil Norges Bank vente helt til 2025 med å kutte renten igjen.

En global nedgang tar forsiktig form

Vinteren ble ikke like tung og mørk som fryktet. Europa har unngått en mer omfattende energiforsyningskrise, samtidig som Kina har lagt Zero-Covid politikken bak seg. Veksten blant Norges viktigste handelspartnere har jevnt over vært bedre enn antatt så langt. Men nye risikomomenter har dukket opp. For tiden pågår det en politisk tautrekking om det amerikanske gjeldstaket. Samtidig som bankproblemene, med utspring i USA, har resultert i strammere kredittforhold. Konsum- og investeringsmuligheter vil dempes. Trolig vil vi se en mild resesjon i USA, og stagnasjon i eurosone. Men inflasjonen er fortsatt langt over målet. Vi legger til grunn at de store sentralbankene vil avvente til neste år før rentene kuttes gradvis igjen.

Norges Bank kutter ikke renten før i 2025

Aktiviteten i norsk økonomi har holdt seg bedre oppe enn ventet denne vinteren, og ledende indikatorer tyder på at resesjonsrisikoen er tonet mer ned. Samtidig ser vi nå tegn til at veksten kjøles ned, og trolig vil aktiviteten flate mer ut de nærmeste kvartalene. Prispresset er imidlertid fortsatt sterkt, og den svake norske kronen setter Norges Bank under press. Vi tror styringsrenten når en topp på 3,75 prosent til høsten, men ser ikke for oss noe rentekutt før i første kvartal 2025.

Boligrekylen er utsatt

De norske boligprisene har så langt i år sett ut til å være totalt immune mot rentehevingene fra Norges Bank. Men den friske boligprisveksten vi har sett så langt i år vil trolig ikke vedvare. Ytterligere to rentehevinger fra Norges Bank vil sette en stopper for boligprisveksten, og vi tror på et prisfall mot sommeren og høsten. Styringsrenten må være på et høyt nivå lenge for å få kontroll på inflasjonen og vi ser ikke for oss noe kutt før i 2025. Som en konsekvens er boligrekyl utsatt, og vi ser for oss en flat boligprisutvikling gjennom neste år. Oppsvinget kommer først i 2025.

Korreksjonen i næringseiendom så vidt begynt

Finansieringskostnaden til norske eiendomsselskaper har økt betydelig de siste to årene. Dersom vi inkluderer *spreader* som norske eiendomsselskap står ovenfor, har den totale finansieringskostnaden økt med mellom 3,5-4 prosentpoeng, mens avkastningskravet har i samme periode økt med 0,7 prosentpoeng. Vi tror avkastningskravet skal videre opp til 4,75 prosent for de mest lukrative kontorlokalene i Oslo. Høy leieprisvekst har berget noe av verdifallet så langt, men fremover tror vi leieprisene vil flate ut. Det innebærer et verdifall for salgsprisen av næringseiendom på 25 prosent (topp til bunn).

Nær rentetoppen og utflating av lange renter

De nært forestående toppene i internasjonale styringsrenter tilsier at også langsiktige markedsrenter er på nippet til å nå toppen. Skuer vi til markedsprisingen, peker forventningene til utviklingen i den amerikanske styringsrenten bratt ned inntil utløpet av 2024. Mens normaliseringen av den norske styringsrenten er ventet å starte ved inngangen av 2024. Vår forventning er heller at den norske styringsrenten vil ligge på 3,75 prosent fra 3. kvartal i år og ut hele neste år, noe som innebærer at det korte rentenivået vil ligge over det lange i prognosehorisonten.

Svak krone inntil global økonomi tar seg opp

En mild resesjon i amerikansk økonomi vil på kort sikt trolig favorisere den amerikanske dollaren. I 2024 venter vi at den globale økonomien stabiliserer seg og etter hvert tar seg opp. I relative rentetermer vil euroen kunne styrke seg, understøttet av økt risikoappetitt i markedene. For den norske kronen er den negative endringen i bytteforholdet til våre handelspartnere bare en del av forklaringen bak nedgangen. Som gjennomsnitt vil EUR/NOK ligge rundt 11,60 de neste kvartalene. Vår forventning er at utviklingen for kronen er symmetrisk rundt forventningen om en mild tilbakegang i amerikansk økonomi.

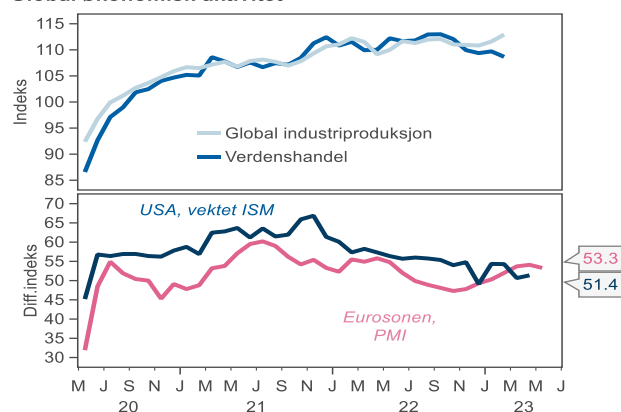
En global nedgang tar forsiktig form

Vinteren ble ikke like tung og mørk som fryktet. Europa har unngått en mer omfattende energiforsyningskrise, samtidig som Kina har lagt Zero-Covid politikken bak seg. Veksten blant Norges viktigste handelspartnere har jevnt over vært bedre enn antatt så langt. Men nye risikomomenter har dukket opp. For tiden pågår det en politisk tautrekking om det amerikanske gjeldstaket. Samtidig som bankproblemene, med utspring i USA, fører til strammere kredittforhold. Konsum- og investeringsmuligheter vil dempes, og trolig vil vi se en mild resesjon i USA og en stagnasjon i eurosonen. Men inflasjonen er fortsatt langt over målet. Trolig vil de store sentralbankene avvente til neste år før rentene kuttes gradvis igjen.

Mai, du skjønne, milde

Det globale økonomiske sentimentet har bedret seg siden starten av året. En potensielt svært alvorlig energiforsyningskrise er unngått, og Europa har dermed styrt klar av en økonomisk nedsmelting. Samtidig er det verste inflasjonspresset nok bak oss for nå. Det bidrar igjen til å lette litt på husholdningenes levekostnadskrise. Kombinert med at husholdningene også har hatt høy sparing å tære på, har dette sørget for å gi tjenestesektoren et nytt oppsving de siste månedene. Men sentimentet i industrien er fortsatt nokså labert, til tross for gjenåpningen i Kina. Like fullt har BNP-veksten – om ikke akkurat sprek, i hvert fall vist seg bedre enn ventet på forhånd. Foreløpig ser vi også bare antydninger til at arbeidsmarkedene kjøler seg litt ned.

Global økonomisk aktivitet



Kilder: Macrobond, Bloomberg og Handelsbanken

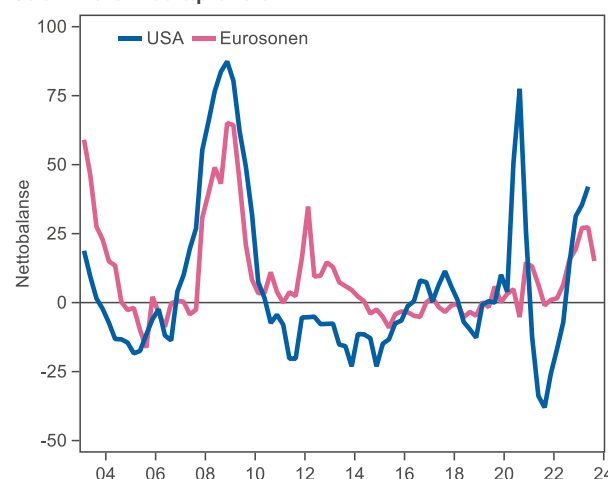
Men himmelen er ikke helt skyfri...

...noe utviklingen i finansmarkedene har vist i det siste. Den politiske tautrekkingen rundt det amerikanske gjeldstaket har gitt ny volatilitet i de aller korteste statspapirene (statssertifikater). Forhandlingene pågår fremdeles, men vi noterer oss at det i det siste er uttrykt noe optimisme blant både Biden og McCarthy. Det er også noe uklarhet rundt den såkalte X-datoen – tidspunktet for når det amerikanske finansdepartementet går tom for midler til å betjene sine forpliktelser – men trolig tidlig i juni. Utspillene fra de pågående forhandlingene vil

fortsette å prege markedene den nærmeste tiden, men vi legger til grunn at partene vil komme til enighet også denne gangen; om enn i tolvte time.

Men ikke minst har denne vinteren avslørt sårbarheter i det finansielle systemet. Utfordringene som først ble identifisert i det amerikanske bankmarkedet, spredte seg raskt til Europa. Og ga en ny påminnelse om at innstramminger i den økonomiske politikken ikke nødvendigvis foregår på en rettlinjet og forutsigbar måte. Både rentenivåer og aksjemarkedene falt umiddelbart i det bankproblemene i USA brøt ut. I ettertid har imidlertid aksjemarkedene hentet seg inn igjen – med unntak av banksektoren – og volatiliteten i aksjemarkedet er igjen lav. Men volatiliteten er fortsatt forholdsvis høy i rentemarkedet.

Strammere kredittpraksis



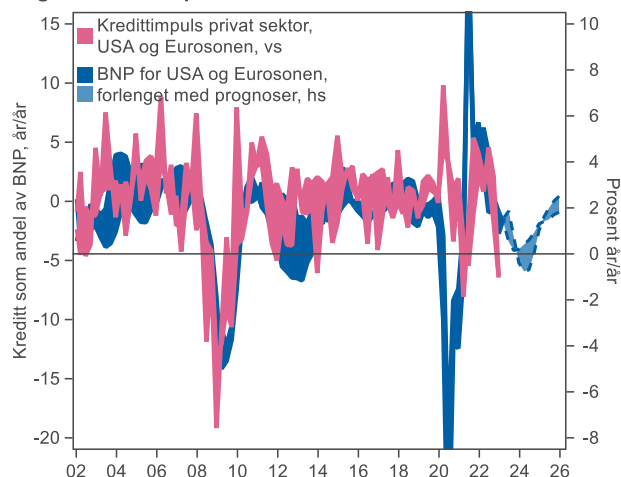
Kilder: Macrobond, ESB og Fed

Den verste bankuroen er trolig bak oss, men konsekvensene av strammere kredittforhold vil komme mer til syne

En global nedgang tar forsiktig form

Vedvarende innstramminger i pengepolitikken over det siste året, hadde allerede ført til en gradvis innstramning av de finansielle forholdene. Men oppdaterte utlånsundersøkelser viser nå at de finansielle forholdene har blitt stadig tøffere. Bankene melder nå om strengere utlånspraksis, samtidig som låneetterspørselen blant kundene også har avtatt. Etter vårt syn har heller ikke fallet i etterspørselen gått sin fulle gang allerede. Det raske omslaget i kredittstrømmene – en negativ «kredittimpuls» – peker i retning av en mild resesjon USA, og en stagnasjon i eurosoneen. I Kina holdes imidlertid kredittveksten mer oppe, hvor myndighetene heller forsøker å holde en hånd under gjeninnhentingene nå som Zero-Covid politikken er tilbaketrukket.

Negativ kredittimpuls



Kilder: Macrobond, ESB, Fed og Handelsbanken

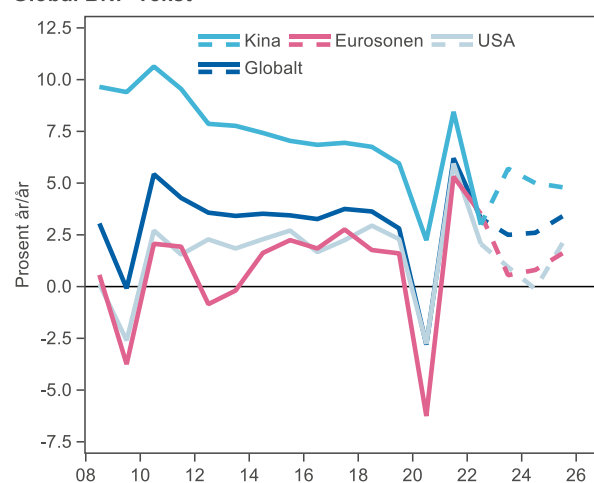
Lavere priser og volumer i boligmarkedet bidrar spesielt til å dempe kredittetterspørselen fra husholdningssektoren. Men kredittavmatningen er bredere enn dette, og må ses i lys av høye forventede realrenter fremover. Økte realrenter og strammere kapitaltilgang, bidrar til å legge en demper på investeringene i næringslivet. Ulike bedriftsundersøkelser viser nå at det er mindre planer om å investere i ny produksjonskapasitet fremover. Den globale nedturen – ikke minst når det gjelder svake faste investeringer – vil også avspeiles i avtakende vekst i den globale handelen i 2023.

På mer mellomlang sikt tror vil imidlertid at BNP-veksten vil kunne styrke seg igjen. Gradvis avtagende inflasjon vil igjen kunne understøtte husholdningenes realinntekter, samtidig som de store sentralbankene trolig vil begynne å sette rentene gradvis ned igjen fra neste år. Det vil kunne

sørge for at konsumet tar seg mer opp igjen i 2024-25. Det vil også legge grunnlag for at faste investeringer i ny produksjonskapasitet og boligeiendom også vil kunne ta seg mer opp igjen. På toppen av dette tror vi at den grønne omstillingen vil sørge for ytterligere noe investeringsoppgang.¹ Alt i alt ser vi for oss en global snuoperasjon til neste år, etterfulgt av en mer uttalt oppgang i 2025.

*Resesjonen i USA er utsatt,
men trolig ikke avlyst*

Global BNP-vekst



Kilder: Macrobond og Handelsbanken

Arbeidsmarkedene kjøles gradvis ned

Arbeidsmarkedene har vært svært robuste så langt. Sysselsettingen har fortsatt å stige, og arbeidsledigheten i både USA og Europa har falt til nye bunn-nivåer. Men utviklingen i arbeidsmarkedet ligger gjerne litt i etterkant av den økonomiske aktiviteten. Ganske snart forventer vi å se at en kjøligere økonomi vil legge mer demper på etterspørselen etter arbeidskraft. Dermed ser vi for oss at arbeidsledigheten vil stige gradvis fra andre halvår i år. Trolig vil ledigheten fortsette å stige gjennom 2024, før den stabiliseres i 2025 når også BNP-veksten tar seg mer opp igjen.

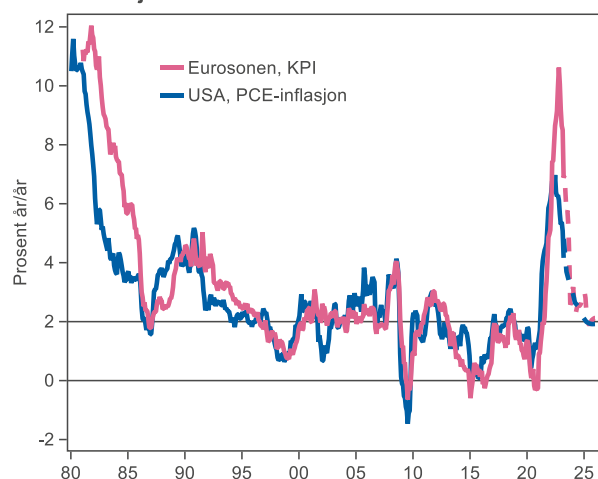
Fortsatt langt ned igjen til inflasjonsmålet

Totalt sett har den samlede inflasjonen avtatt mer enn vi forventet i starten av dette året, ettersom energiprisene har falt overraskende sterkt. Men kjerneinflasjonen har vært høyere enn forventet, og til og med økt ytterligere i mange avanserte økonomier. Høy ressursutnyttelse i arbeidsmarkedene vil fortsatt kunne sørge for å

¹ Se tema-artikkel "The green energy transition will be inflationary," side 13–14 i vår [Global Macro Forecast report](#), 25.januar, 2023.

underbygge lønnsveksten på kort sikt. Selv i økonomier hvor lønnsveksten ser ut til å være forbi toppen, som i USA, er veksten fortsatt høyere enn hva som er forenlig med inflasjonsmålet på lengre sikt. Men det er fortsatt ikke rimelig å karakterisere dette som en pris- og lønns spiral. Nettopp fordi reallønnsveksten har vært klart negativ. Bedriftene har veltet kostnadsøkningen over i utsalgsprisene, mens lønningene har hengt etter. Dermed har kapitalens inntektsandel økt gjennom 2021-22. I forlengelsen av dette, anslår vi at en betydelig del av den forventede nedgangen i inflasjonen gjennom 2023–25 heller vil kunne oppnås ved avtagende prisingsmakt og dermed svekkede fortjenestemarginer blant bedriftene. På denne måten bør også husholdningene begynne å ta tilbake noe av sin tapte kjøpekraft. Langsiktige inflasjonsforventninger er fortsatt godt forankret, og trolig vil vi gjennom 2024- 25 se at inflasjonen faller mer tilbake mot inflasjonsmålet.

Global inflasjon



Kilder: Macrobond, Eurostat, BEA og Handelsbanken

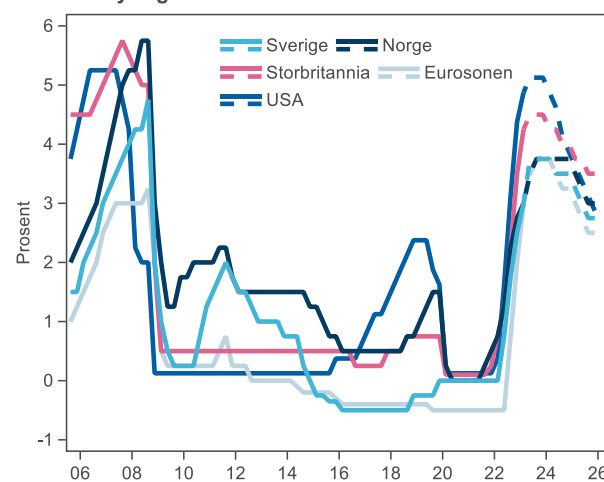
Bedriftene vil oppleve redusert prisingsmakt, som igjen vil dempe inflasjonen fremover

Rentetoppen er nær, men forblir også høy

De store sentralbankene er trolig nær, eller allerede ved, sine respektive styringsrentetopper. Den amerikanske sentralbanken har nok gjort unna sin siste renteøkning for nå, og dermed nådd en topp i intervallet 5,00-5,25 prosent. Men den felleseuropeiske sentralbanken (ESB) vil trolig fortsette innstrammingen noe videre, og vi ser for oss at innskuddsrenten i ESB vil heves videre med 25 basispunkter ved hvert av de kommende rentemøtene i juni og juli, før det er slutt. Det gir en rentetopp på 3,75 prosent.

Vi holder imidlertid fast ved vårt syn om at rentetoppen vil vare forholdsvis lenge. Trolig vil sentralbankene føle seg helt trygge på at det underliggende prispresset faktisk dempes, før de er rede til å begynne å sette styringsrentene gradvis mer ned igjen. Fed ser ut til å ha vært tidligere ute med å nå selve rentetoppen, og vil trolig kunne gå i forkant også hva gjelder å sette renten ned igjen. I våre prognoser har vi lagt til grunn at det første amerikanske rentekuttet vil komme i første kvartal neste år, mens ESB avventer til det påfølgende kvartalet. I begge tilfeller er dette senere enn hva som prises i rentemarkedet i dag. Skulle vi få rett, vil det også kunne bidra til å forlenge rentetoppen også her hjemme; noe som dekkes i neste kapittel.

Globale styringsrenter



Kilder: Macrobond og Handelsbanken

Rentetoppen er nær, men forblir samtidig høy over forholdsvis lang tid

Marius Gonsholt Hov

marius.gonsholt.hov@handelsbanken.no

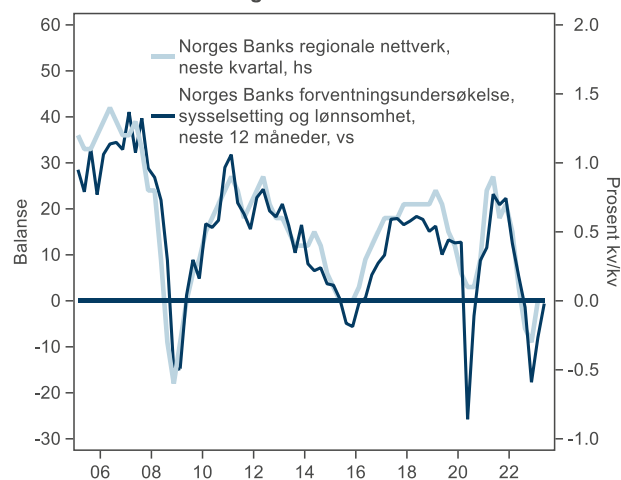
Norges Bank kutter ikke renten før i 2025

Aktiviteten i norsk økonomi har holdt seg bedre oppe enn ventet denne vinteren, og ledende indikatorer tyder på at resesjonsrisikoen er tonet mer ned. Samtidig ser vi nå tegn til at veksten kjøles ned, og trolig vil aktiviteten flate ut de nærmeste kvartalene. Prispresset er imidlertid fortsatt sterkt, og den svake norske kronen setter Norges Bank under press. Vi tror styringsrenten når en topp på 3,75 prosent til høsten, men ser ikke for oss noe rentekutt før i første kvartal 2025.

Resesjonsrisikoen er tonet ned...

Aktiviteten i norsk økonomi har vist seg bedre enn fryktet på forhånd. I første kvartal steg Fastlands-BNP med knappe 0,2 prosent kv/kv, og resesjonsrisikoen er tonet mer ned. Ledende indikatorer har tatt seg så vidt opp, og peker nå heller mot stagnasjon – fremfor teknisk resesjon – i norsk økonomi. Ifølge kontaktbedriftene i Norges Banks regionale nettverk, ventes det nå nullvekst i produksjonen det nærmeste kvartalet. I følge den separate Forventningsundersøkelsen fra Norges Bank, har forventningene til sysselsetting og lønnsomhet også tatt seg litt opp, sammenlignet med forventningene ved utgangen av fjoråret.

Økonomiske forventninger



Kilder: Norges Bank og Handelsbanken

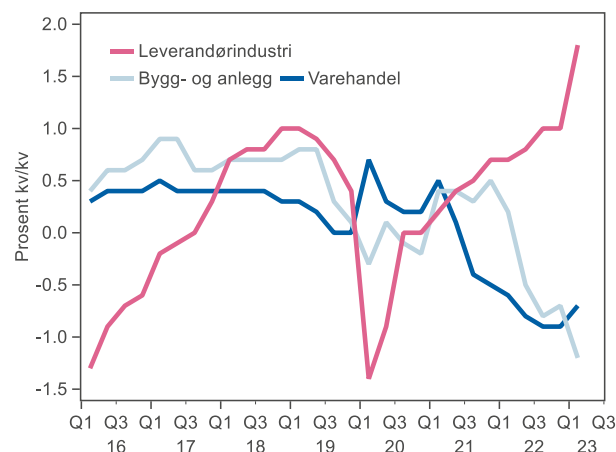
*Økonomien kjøles ned, men
resesjonsrisikoen er mer
dempet*

...men samtidig tegn til vekstbrems

Samtidig viser tilbakemeldingene fra bedriftene at det er både store regionale- og bransjevise forskjeller i utsiktene. Optimismen er størst i de sørlige og sørvestlige regionene av landet, noe som må ses i sammenheng med aktivitetsoppgangen innen olje- og energirelaterte næringer. I motsatt

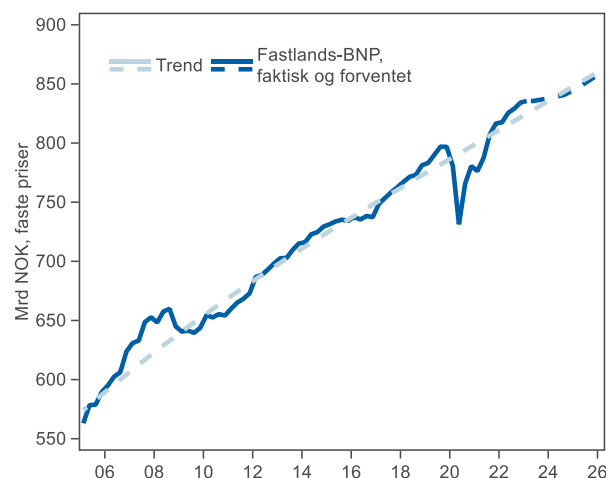
ende av skalaen finner vi region Innland og region Øst, som rammes hardere av den pågående nedturen innenfor særlig varehandel og bygg- og anlegg. Samlet sett er det likevel utsikter til at den økonomiske aktiviteten vil holde seg forholdsvis uendret den nærmeste tiden. Vi ser for oss en vekst i Fastlands-BNP i år på 1,2 prosent i år, etter vekst på 3,7 prosent i fjor, regnet som årsgjennomsnitt. Mer stagnerende aktivitet i tiden fremover vil imidlertid kunne sørge for en videre nedgang i BNP-veksten til neste år, til 0,5 prosent.

Regionalt nettverk: Forventet produksjonsvekst, neste kvartal



Kilde: Norges Bank

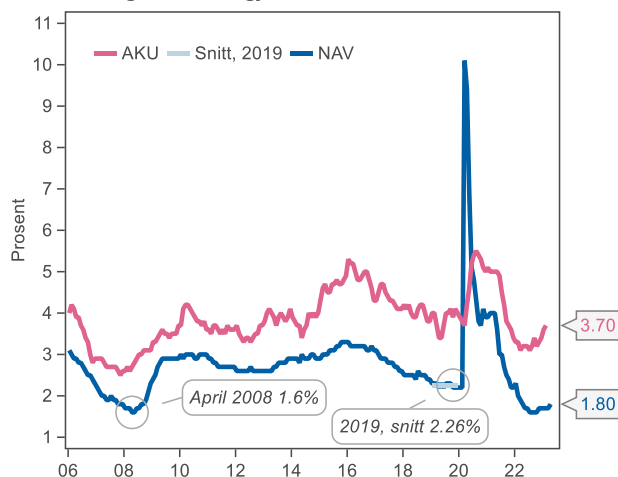
Fastlands-BNP



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Handelsbanken

Justert for normale sesongmessige svingninger, viser både arbeidskraftsundersøkelsen (AKU) og de registrerte tallene fra NAV at ledigheten har bunnet ut, og heller begynt å trekke svakt oppover. Antall ledige stillinger var i første kvartal oppe i et nytt, rekordhøyt nivå. Men den månedlige strømmen av nye stillinger viser heller at den underliggende etterspørselen etter arbeidskraft har fortsatt å dempe seg. De harde sysselsettingstallene har også vist mer tegn til utflating de siste månedene. Samtidig har yrkesdeltagelsen rundet toppen – et typisk syklisk fenomen når etterspørselen etter arbeidskraft dempes – og dette vil bidra til å dempe oppgangen i den faktiske arbeidsledigheten i tiden fremover. Vi ser for oss at den registrerte arbeidsledigheten, som nå utgjør 1,8 prosent av arbeidsstyrken (sesongjustert), vil ta seg gradvis opp til 2,4 prosent ved utgangen av prognoseperioden. Dette er litt høyere enn nivåene fra før pandemien, og reflekterer en situasjon hvor Norges Bank hever renten tilstrekkelig til at kapasitetspresset dempes til noe i underkant av et normalt nivå.

Arbeidsledighet, sesongjustert



Kilder: NAV og Statistisk sentralbyrå

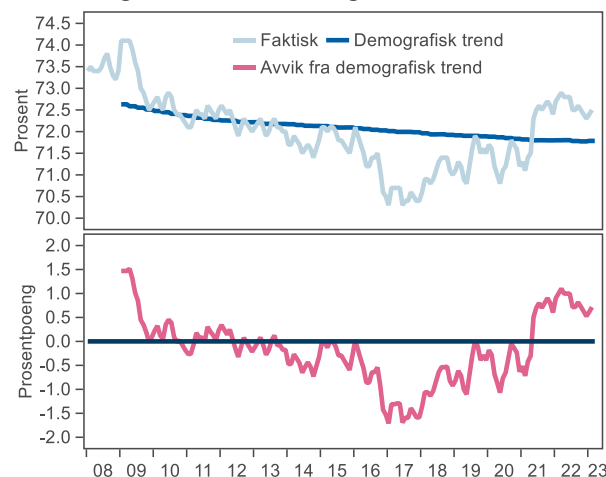
Sysselsetting og nye stillinger

Sesongjusterte månedstall



Kilder: NAV, Statistisk sentralbyrå og Handelsbanken

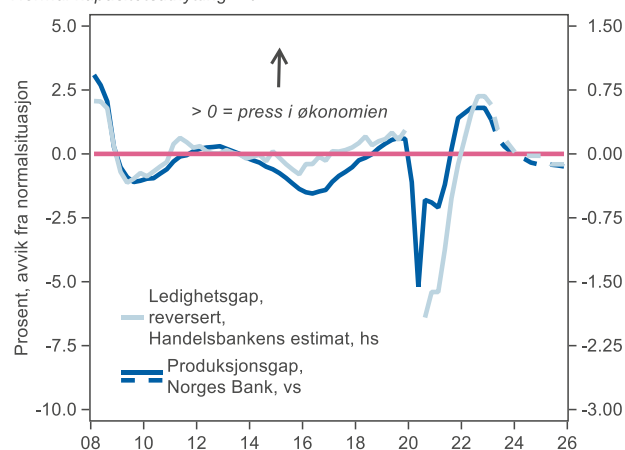
Yrkesdeltagelse, faktisk vs demografisk trend



Kilder: Macrobond og Handelsbanken

Arbeidsledighets- og produksjonsgap

Normal kapasitetsutnyttning = 0



Kilder: Macrobond og Handelsbanken

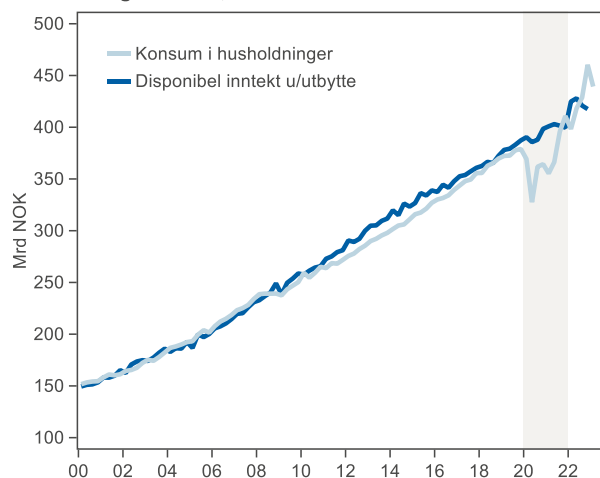
Arbeidsledigheten har begynt å stige så vidt fra bunnen

Forbruket vil trolig falle i tiden fremover

Husholdningenes samlede private forbruk har vært svært volatil de siste månedene, hovedsakelig som følge av store svingninger i bilkjøpene. Dette må ses i sammenheng med tilpasninger gjort i forbindelse med skatteskjerpelsene som ble påført elbiler fra januar. Ser vi gjennom disse svingningene, har det likevel vært en fortsatt robust utvikling i det private forbruket, forholdene tatt i betraktning. Ved utgangen av første kvartal var det private forbruket vel 2 prosent høyere enn før pandemien. Og kan dermed synes å ha vært «frikoblet» fra husholdningenes inntekter. Det høye forbruksnivået er forklart av at husholdningenes sparerate har vært negativ siden i fjor høst. Den store sparebufferen som husholdningene har hatt med seg siden

pandemien, har altså stått mye imot fallet i reallønningene og innstrammingene fra Norges Bank.

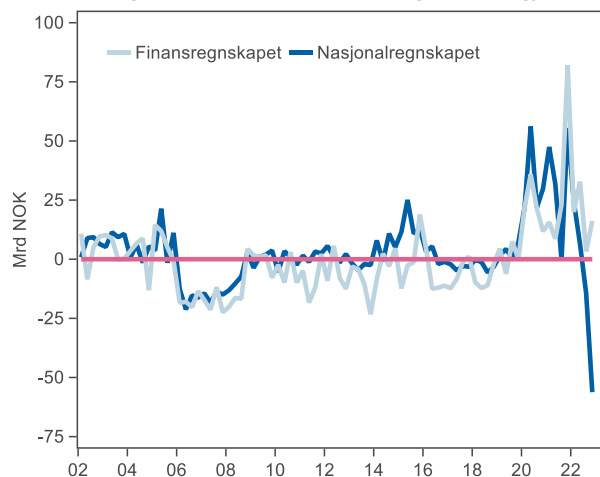
Inntekter og konsum, kvartalstall



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Handelsbanken

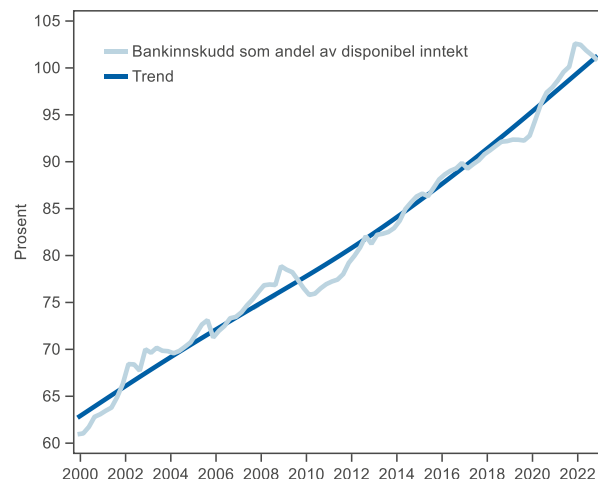
Det er imidlertid usikkerhet rundt størrelsen på den gjenværende sparebufferen. Ifølge nasjonalregnskapet så vi en markant nedbygging av husholdningenes finansielle nettoformue i fjor, mens finansregnskapet heller tyder på at formuen ble bygget videre opp. Men tallene viser samtidig at den mer likvide delen av sparebufferen – bankinnskuddene – nå er mer ned igjen mot det langsiktige trendnivået, regnet som andel av husholdningenes disponible inntekter.

Husholdningenes nettofinansinvesteringer, sesongjustert



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Handelsbanken

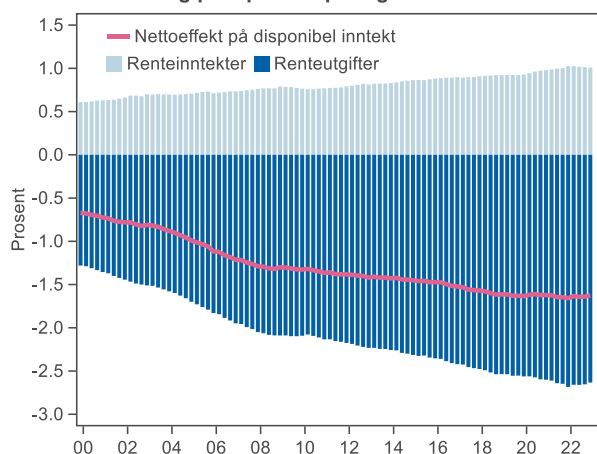
Husholdningers bankinnskudd



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Handelsbanken

Utviklingen kan tyde på at husholdningenes forbruk etter hvert vil måtte begrenses mer av den faktiske inntektsveksten fremover. Enigheten mellom LO og NHO tilsier en lønnsramme i år som ligger rett i overkant av inflasjonsanslaget fra TBU. Vi har noe høyere anslag for både KPI og nominelle lønninger, men resultatet for reallønnsveksten blir om lag det samme; vi antar en heller beskjeden oppgang på 0,2 prosent. Samtidig vil husholdningenes disponible realinntekter tynges av den videre renteoppgangen fra Norges Bank. Utsiktene for styringsrenten omtales nærmere mot slutten i denne artikkelen, men i korte trekk venter vi at Norges Bank vil fortsette å heve styringsrenten til en topp på 3,75 prosent i tredje kvartal i år. Det tilsier totalt fire renteøkninger i år (mars, mai, juni og september), noe som alene vil dempe husholdningenes disponible inntekter med om lag 1,5 prosent. Med dette i mente, tror vi fortsatt at det private konsumet vil ta seg noe ned i år. Vi antar at konsumet vil falle med vel 1 prosent i år, etterfulgt av en forholdsvis moderat oppgang på 1,6 prosent til neste år. De mer positive konsumutsiktene forbi dette året, drives for det første av at (1) reallønningene ventes å vokse raskere fra neste år, i tillegg til at (2) Norges Bank antas å nå rentetoppen denne høsten. Vi ser samtidig ikke for oss at det første rentekuttet vil komme før i første kvartal 2025.

Virkning på disponibel inntekt av en rentøkning på 1 prosentpoeng



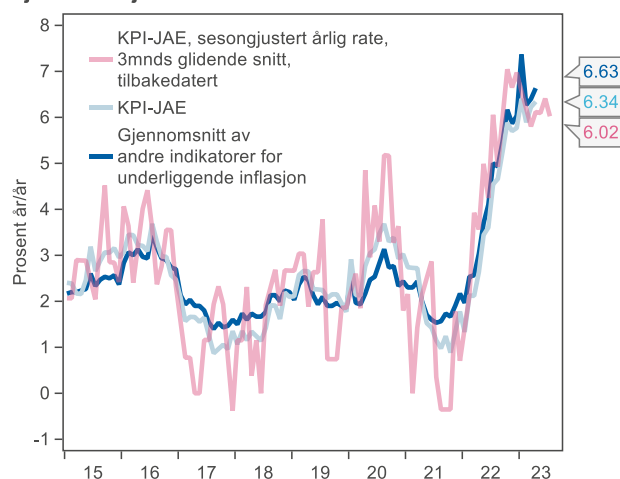
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Handelsbanken

*Husholdningenes disponible
realinntekter rammes av videre
renteoppgang*

Kjerneinflasjonen har bitt seg mer fast

Kjerneinflasjonen, uttrykt ved KPI-JAE, har de siste månedene beveget seg rett i overkant av 6 prosent. Øvrige indikatorer for underliggende inflasjon har også beveget seg mer sideveis, langs et noe høyere nivå. Selv om det er sterke basisvirkninger i sving de neste månedene – husk at kjerneprisveksten for alvor skjøt fart utover forsommeren i fjor – er det forhold som tyder på at årsveksten i KPI-JAE vil kunne holde seg rundt dagens nivåer også de neste månedene. Ifølge kontaktbedriftene i Norges Banks regionale nettverk, har kostnadsveksten tiltatt i første kvartal, og et klart flertall av bedriftene venter å foreta til dels store prisoppjusteringer gjennom hele første halvår i år. Trolig må vi da se mer utover mot høsten før årsveksten i kjerneprisene tar seg mer ned igjen.

Kjerneinflasjon



Kilder: Statistisk sentralbyrå, Norges Bank og Handelsbanken

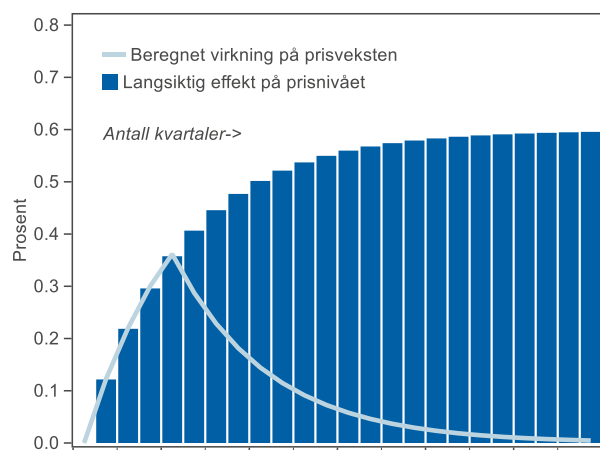
Svak krone og høy inflasjon

Utsiktene for den norske kronen dekkes i et eget kapittel i denne rapporten, men det er en kjensgjerning at den svake utviklingen hittil i år setter Norges Bank under mer press. Betydningen av den såkalte valutakurskanalen har da også blitt viet mer oppmerksomhet fra sentralbanken; se blant annet [sentralbanksjefens årstale](#).

Vi understreker igjen at Norges Bank ikke har noe bestemt mål for kronkursen. Men *endringer* i kronkursen, og spesielt endringer som bare fortsetter i en og samme retning, kan være en utfordring for målsetningen om prisstabilitet. Mekanismene er nokså intuitive, og er også illustrert i figuren under. Estimeringer vi har utført på norske data, viser at en kronesvekkelse på 1 prosent vil heve det langsiktige prisnivået for importerte konsumvarer med om lag 0,6 prosent. Omtrent halvparten av den totale prisøkningen inntreffer i løpet av det første året. Men selve *inflasjonsvirkningen* vil være på sitt sterkeste allerede etter fire kvartaler: Årsveksten i importprisene løftes med 0,3-0,4 prosentpoeng etter fire kvartaler. De samme varene utgjør rundt 30 prosent av den totale konsumprisindeksen. Det betyr at selve den direkte inflasjonsimpulsen – som følger av kronesvekkelsen – kan beregnes til å løfte konsumprisveksten med vel 0,1 prosentpoeng.² Det er i utgangspunktet ikke mye. Men bidraget blir mer signifikant i en situasjon hvor den importveide kronkursindeksen (I-44) har svekket seg med 7-8 prosent hittil i år.

² Våre beregninger synes å være godt i tråd med beregningene som tidligere er utført av Norges Bank, se [Staff Memo 3/2016](#).

Beregnet virkning på importerte priser av 1 prosent kronesvekkelse



Kilder: Statistisk sentralbyrå, Norges Bank og Handelsbanken

Videre vil en rekke andrerundeeffekter kunne bidra utover den umiddelbare inflasjonsimpulsen. Over tid har vi nemlig sett at prisveksten på norskproduserte konsumvarer har fulgt utviklingen i de importerte prisene nokså parallelt. Dette må nok ses i sammenheng med at en rekke norskproduserte varer konkurrerer i de samme markedene som importvarene. For det andre fordi også norskproduserte varer kan ha et til dels høyt importinnhold. Til slutt vil en svakere kronekurs kunne styrke lønnsvevnen i frontfaget, som igjen vil kunne legge føringer for generelt høyere lønnsvekst i norsk økonomi. Mer skjermede næringer vil da kunne forsøke å kompensere den økte lønnsveksten ved nettopp å skru opp prisene ytterligere. Med dette i mente, har Norges Bank advart om at pris- og lønnsveksten kan bli selvforsterkende. I verste fall kan den økte prisveksten føre til en ny svekkelse av valutakursen, dersom aktørene i valutamarkedet mister tilliten til pengepolitikken.

Prisvekst for konsumvarer i KPI-JAE

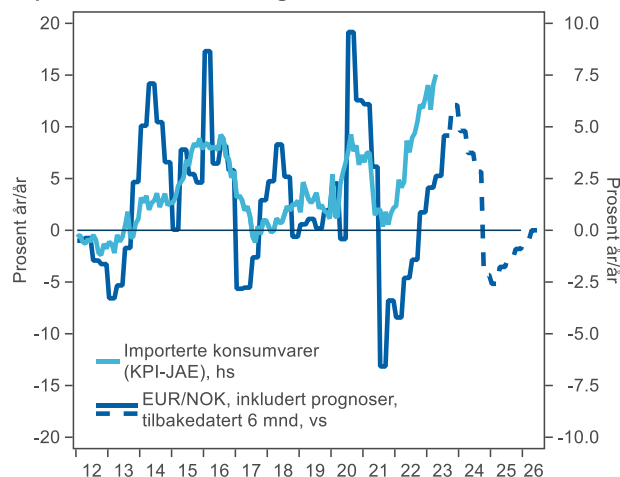


Kilde: Statistisk sentralbyrå

Prisveksten vil likevel kunne avta fremover

Den svake kronen bidrar til å forlenge perioden med høy inflasjon. Men ser vi litt lenger frem i tid, venter vi fortsatt en gradvis styrking av den norske kronen. Som illustrert i figuren under, vil det igjen kunne virke dempende på prisveksten i neste runde. Men trolig må vi ut i 2024 før effekten gjør seg gjeldende.

Importerte konsumvarer og kronekurs



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

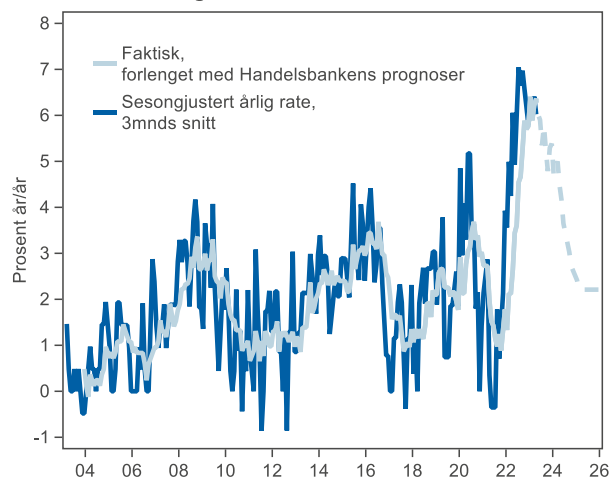
Videre har lønnsandelen i norsk økonomi falt. Dette som resultat av at bedriftene har veltet kostnadsøkningene over i utsalgsprisene, samtidig som lønningene har hengt etter. Prisveksten for norskproduserte varer og tjenester har altså økt langt mer enn hva lønnskostnadsveksten kan forklare. Med tilbudssideforstyrrelsene mer bak oss, legger vi imidlertid til grunn at prisveksten vil kunne avta, samtidig som lønnsandelen i norsk økonomi gradvis tar seg litt opp igjen. I sum vil dette kunne bidra til at kjerneinflasjonen gradvis begynner å nærme seg målet igjen.

Lønnskostnader per produsert enhet vs prisvekst norskproduserte varer og tjenester



Kilder: Macrobond og Handelsbanken

KPI-JAE, faktisk og forventet

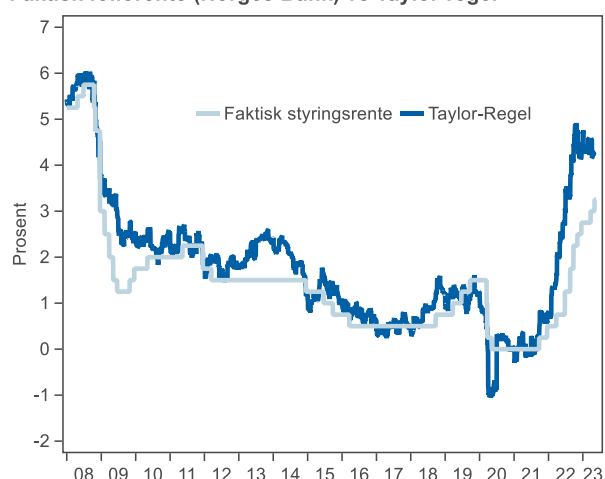


Kilder: Statistisk sentralbyrå og Handelsbanken

Renten kunne vært satt høyere

Ut ifra en enkel kryss-sjekk kunne vi nok likevel ha argumentert for en enda høyere rentetopp enn hva som er lagt til grunn. En enkel pengepolitisk regel,³ som over tid har vist seg å gi en brukbar pekepinn på den faktiske rentesettingen til Norges Bank, peker nemlig mer i retning av at styringsrenten kan heves til i overkant av 4 prosent. Men slik vi ser det, vil det kunne bli mer krevende for Norges Bank å bare fortsette å heve selve toppnivået for styringsrenten. Som beskrevet innledningsvis, er det tegn til at veksten i norsk økonomi bremser opp. Avveieingene i pengepolitikken vil potensielt kunne bli mer krevende fremover, i en situasjon hvor arbeidsledigheten nå har begynt å stige så vidt. Norges Bank har da også vist i sine prognoser at de tross alt er tålmodige med å få inflasjonen mer ned.

Faktisk foliorente (Norges Bank) vs Taylor-regel



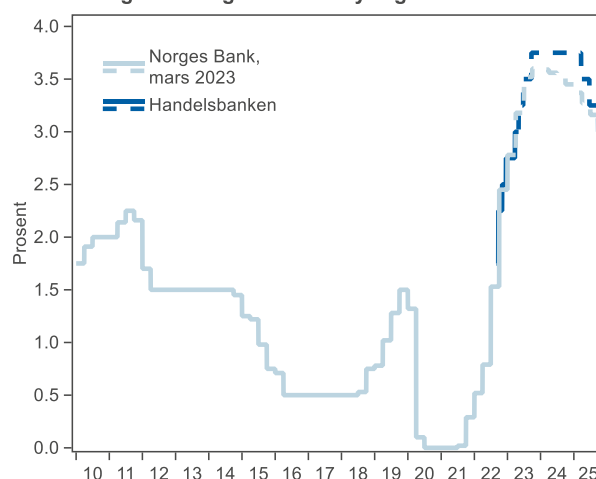
Kilder: Norges Bank og Handelsbanken

Krevende avveieinger i rentesettingen fremover

Trolig vil Norges Bank måtte fortsette å spille på forventningene fremover, ved å varsle en forholdsvis langvarig periode hvor renten vil bli liggende godt plassert i et innstrammende nivå. Samlet sett ser vi altså for oss at renten heves videre til 3,75 prosent denne høsten, noe markedet nå også priser. Risikoen er imidlertid godt tilstede for at Norges Bank heller tvinges helt opp til 4 prosent. Men vi tror uansett ikke at Norges Bank vil begynne å sette renten ned igjen før vi i første kvartal 2025, som er om lag ett år senere enn hva rentemarkedet antar i dag. Sammenlignet med Norges Banks renteprognoser, innebærer våre prognoser en noe høyere topp, samtidig som vi også ser for oss at den gradvise normaliseringen ned mot et mer normalt nivå vil inntreffe senere enn varslet av Norges Bank så langt. Men skulle prispresset bite seg mer fast enn hva vi nå anslår, samtidig som kronen igjen kommer under mer press, ser vi ikke bort ifra at Norges Bank må heve styringsrenten til en enda høyere topp enn lagt til grunn i våre nåværende prognoser. I så fall er det også en fare for at landingen i norsk økonomi ikke blir fullt så myk som vi nå antar.

Vi anslår fortsatt rentetoppen til 3,75 prosent. Men første kutt kommer ikke før i første kvartal 2025

Forventninger til Norges Banks styringsrente



Kilder: Norges Bank og Handelsbanken

Marius Gonsholt Hov

marius.gonsholt.hov@handelsbanken.no

³ Figuren viser en modifisert Taylor-regel, hvor hovedhensikten er at renten ventes å reagere på avvik mellom faktisk inflasjon

og inflasjonsmålet, samt avvik mellom faktisk og et mer normalt aktivitetsnivå i norsk økonomi.

Boligrekylene er utsatt

De norske boligprisene har så langt i år sett ut til å være totalt immune mot rentehevingene fra Norges Bank. Så langt i år har boligprisene steget sesongjustert med 2 prosent. Men den friske boligprisveksten vi har sett så langt i år vil trolig ikke vedvare. Ytterligere to rentehevinger fra Norges Bank vil sette en stopper for boligprisveksten, og vi tror på et prisfall mot sommeren. Styringsrenten må være på et høyt nivå lenge for å få kontroll på inflasjonen og vi ser ikke for oss noe kutt før i 2025. Som er konsekvens er den antatte boligrekylene også utsatt til 2025.

Frisk boligprisvekst så langt i år

Boligmarkedet har holdt seg overaskende godt hittil i år med en nominell prisvekst på hele 6,8 prosent. Justert for sesongmessige variasjoner, har oppgangen vært på 2 prosent. Endringene i boliglånsforskriften har gitt en midlertidig lettelse i bankenes utlånspraksis. Ifølge Norges Banks utlånsundersøkelse, har etterspørselen etter boliglån vært uendret det første kvartalet av året. I tillegg holder realøkonomien seg fortsatt sterkt: arbeidsledigheten er fortsatt lav på 1,8 prosent, mens lønnsveksten er høy. Det bidrar også til å holde aktiviteten i boligmarkedet oppe.

Boligpriser, månedsvekst (ses.just.) og årsvekst



Kilde: Macrobond

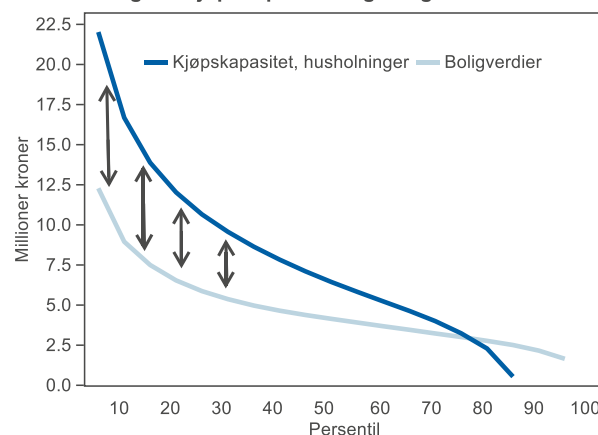
«Boost» av kapitalsterke husholdninger

Samtidig er det flere forhold som bidrar til å opprettholde presset i boligmarkedet. Prognosesenteret har estimert den såkalte kjøpskapasiteten til norske husholdninger. Beregningene er basert på likningsdata og betingelsene i boliglånsforskriften. Deretter sammenlignet med [boligmassen sin verdi](#) basert på omsetningsdata fra Grunnboken. Gapet mellom kjøpskapasitet og boligmassens verdi blir større dersom vi ser på rikere husholdninger og dyrere boliger, se figuren

under. Kjøpskapasiteten til husholdningene har blitt presset oppover i alle de år hvor boligverdiene har steget, og gjeld har blitt nedbetalt. Dette er kapital som ligger hos den eldre generasjonen. Nå er det ikke nødvendigvis sann at de eldre ønsker å låne opp hele kjøpskapasiteten for å kjøpe en ny bolig til seg selv. Men foreldregenerasjonen kan bruke de opparbeidede verdiene på andre måter. Nemlig ved å hjelpe barna sine med å komme inn på boligmarkedet.

Boligprisveksten blir opprettholdt av foreldrebanken

Husholdningens kjøpskapasitet* og boligverdier



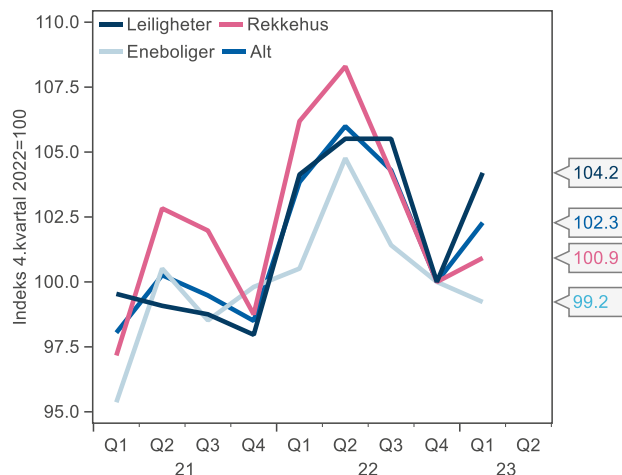
Kilde: Prognosesenteret

* Kjøpskapasitet basert på boliglånsforskrift: 5 ganger inntekt og 15 prosent egenkapital.

Hittil i år har boligprisene som nevnt økt overaskende sterkt, men markedet har også vært ganske så delt. Ifølge SSBs prisstatistikk for bruktboliger, har leiligheter økt mer i verdi enn eneboliger og rekkehus. Spesielt i Oslo ser vi den største forskjellen, hvor bruktboligprisene for leiligheter økte med 4,2 prosent fra 4.kvartal i fjor til 1.kvartal i år. Mens eneboligprisene falt med 0,8

prosent, samtidig som småhus var opp 0,9 prosent. Det kan være naturlig å se dette i sammenheng med at foreldrebanken har vært tatt i bruk, nettopp for å få de unge inn i et presset leilighetsmarked.

Bruktboligpriser, Oslo



Kilde: Macrobond

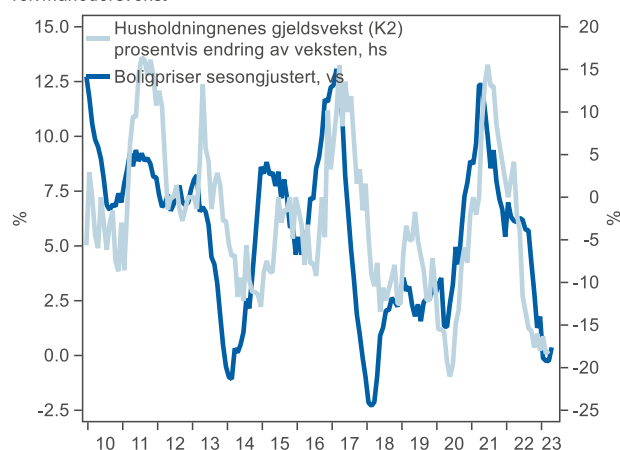
Men boligmarkedet er ikke fullstendig immunt

Til nå kan det se ut som det norske boligmarkedet har stått imot rentehevingene fra Norges Bank. Men dersom vår renteprognose slår til, noe som innebærer nye rentehevinger i både juni og september, kan vi heller ikke se bort ifra et nytt sesongjustert boligprisfall til sommeren og høsten. Det er nemlig en tett sammenheng mellom boligpriser og gjeldsvekst.

Norges Bank hever renten nettopp for å stramme inn i finansielle forhold slik at det til slutt skal ha effekt på realøkonomien. Når boliglånsrenta øker ytterligere, tror vi både tilbudet og etterspørselen etter boliglån vil avta. Boligprisene vil i så fall utvikle seg i samme retning. Vi tror fortsatt ikke på noe dramatisk prisfall. Men trolig vil prisene falle mer enn hva de normale sesongtrendene vil tilsi.

Norske boligpriser og husholdningenes gjeld

Tolv månedersvekst



Kilde: Macrobond

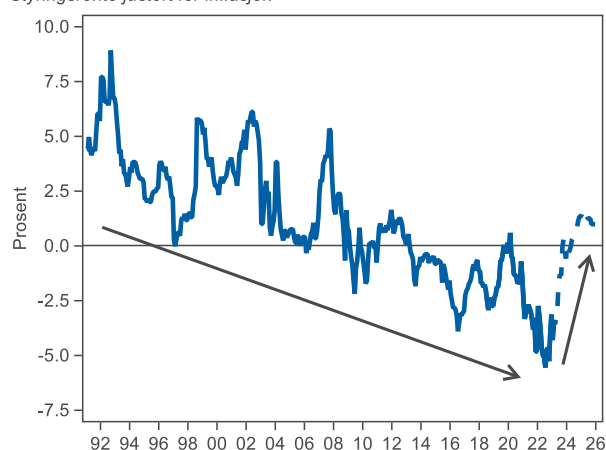
Realrenta rett opp

Realrentene har enten vært fallende eller negativ de siste 30 årene, dersom vi tar utgangspunkt i styringsrenta justert for konsumprisindeksen. Per i dag er det fremdeles tilfelle. Men fremover vil nok realrenten skyte fart. I våre prognoser vil Norges Bank holde styringsrenten på 3,75 prosent over en lang periode; vi ser ikke for oss noe kutt før i 1.kvartal 2025. Det innebærer en boliglånsrente rundt 5 prosent i samme tidsrom. I samme periode er pris- og lønnsveksten ventet å gradvis avta – noe som bidrar til å presse realrentene opp, se figuren under. Husholdningene blir dermed nødt til å planlegge privatøkonomien i enda større grad, og utfallet kan bli både kutt i konsum – som vi venter – men også noe mer forsiktig budgiving. Rekylen i boligmarkedet blir dermed utsatt, og vi tror heller på en flat boligprisutvikling neste år. Først i 2025 kan vi se for oss at boligprisene skal en god del opp igjen, i takt med at Norges Bank begynner å sette renten gradvis ned igjen.

Realrentene skyter fart, og legger en demper for boligprisvekst neste år

Realrente, faktisk og prognoser

Styringsrente justert for inflasjon



Kilde: Macrobond, Norges Bank, SSB og Handelsbanken

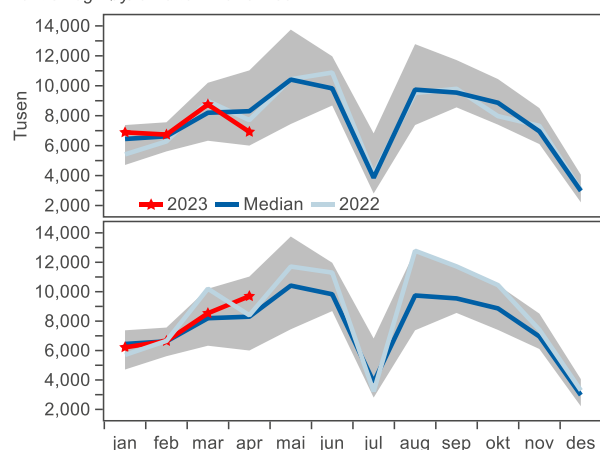
Aktiviteten er i ferd med å avta...

Det har vært en høy aktivitet i boligmarkedet på starten av året. De tre første månedene har vært preget av et høyt omsetningsvolum. Samtidig har det blitt lagt ut få boliger til salgs, sammenlignet med samme måned tidligere år.

De som satt på gjerdet i fjor høst, for å se an om boligprisene skulle falle enda litt mer, fikk brått dårlig tid når boligprisene begynte å stige allerede ved inngangen til året. Samtidig ser vi nå at balansen mellom omsetningsvolum og antall boliger som blir lagt ut for salg er i ferd med å snu. Som vist i figuren under, var antall boligtransaksjoner i april lavere enn medianen samme måned tidligere år.

Boligtransaksjoner (øvest) og antall boliger lagt ut (under)

Faktisk og høy/lav etter finanskrisen



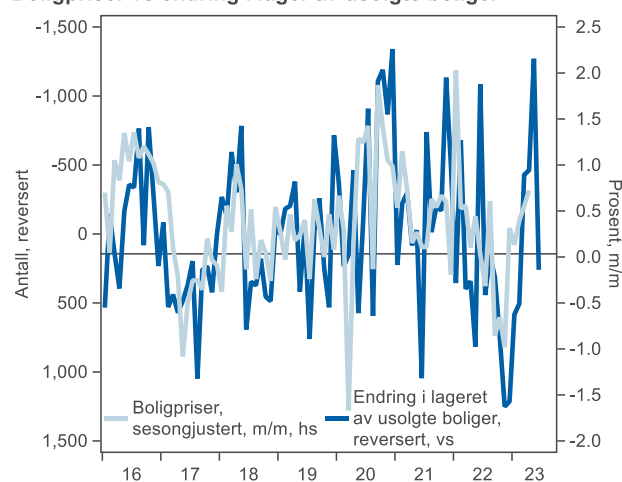
Kilde: Macrobond

I tillegg steg tilførselen av nye boliger i april til over det som er normalt, når vi sammenligner med samme måned i tidligere år. Det betyr at balansen mellom tilbud og etterspørsel har snudd. Nå er det nemlig flere boliger som blir lagt ut på markedet sammenlignet med antall omsetninger i markedet. I neste runde kan det tilsi at lageret av usolgte boliger begynner å stige igjen.

...bygger opp til økt antall usolgte boliger

Som vist i figuren under, er det et tett sammenheng mellom endringen i antall usolgte boliger og boligpriser. Antall usolgte boliger kan dermed være en god indikator for å kunne si noe om boligprisutviklingen de aller nærmeste måned. I april økte antall usolgte boliger, som er resultat av noe lavere omsetningsvolum. Det underbygger vår forventning om boligprisfall til sommeren.⁴

Boligpriser vs endring i lager av usolgte boliger



Kilde: Macrobond

Antall usolgte boliger på markedet er imidlertid ikke en god indikator for å kunne forklare boligprisene på lengre sikt.⁵ Da er det heller renteutvikling, inntektsvekst, tilbudssiden og demografi som utgjør de sentrale forklaringsfaktorene.

Igangsettinger faller videre...

Igangsettingene av nye boliger får svi, både grunnet fall i salget av nye boliger, i tillegg til høye byggekostnader. Salget av nye boliger falt med 35 prosent i april, sammenlignet med samme måned i fjor. Samtidig er 12 måneders rullerende salg hele 20 prosent lavere enn igangsatte boenheter. Vanligvis tar det et halvt år før igangsatte boenheter følger etter salget av nye boliger, men som figuren

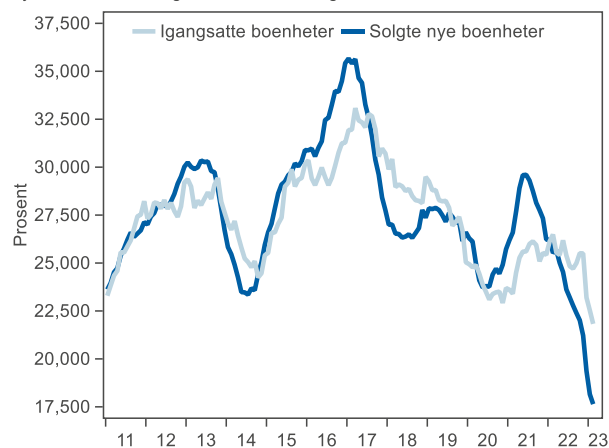
⁴ I prinsippet kan påsken kan ha spilt en rolle, men tallene er justert for sesongmessige variasjoner over tid.

⁵ [Norges Bank: Finansiell stabilitet 2023 – 1.halvår](#)

på neste side viser, har det tatt noe mer tid denne gangen. Vi tror salget av nye boliger forblir på et lavere nivå en stund, helt til noe av den usikkerheten vi står i demper seg. For en husholdning kan det føles risikofyllt å kjøpe en bolig som er ferdig om 2 år. Det er uvanlig stor usikkerhet om renteutviklingen, i tillegg til at det er usikkert hvor mye man får for sin eksisterende bolig om 1-2 år. Nyboligprisene har også steget mer enn bruktboligprisene. Da ser man heller mot bruktboligmarkedet, hvor det rett og slett er billigere.

Bruktboligpriser vs aktiviteten i nyboligmarkedet

Nye boenheter beregnet som 12 mnds glidende snitt



Kilder: Macrobond, Prognosesenteret og Boligprodusentene

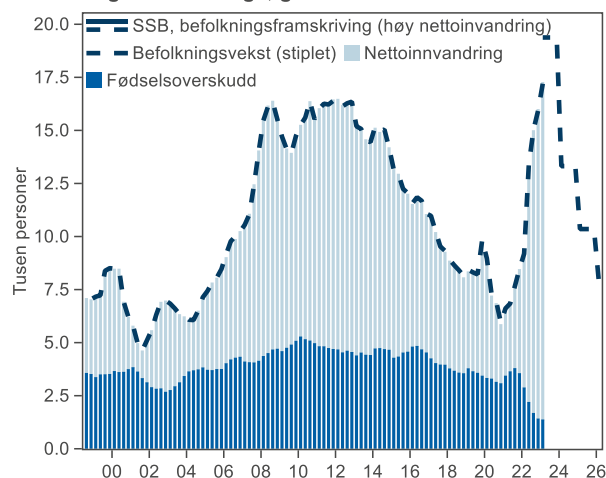
Det kan ta litt tid før salget av nye boliger tar seg opp igjen og pilene peker heller videre ned for igangsettingen av nye boliger fremover. I neste runde vil det få effekt på tilbudssiden, men det skjer ikke før om 1-2 år når disse boligene kommer ut på markedet.

...fører til opptur i boligprisene på sikt

Sterk befolkningsvekst øker boligbehovet i Norge. Ifølge SSBs befolkningsframskrivelser, er befolkningsveksten ventet å være svært høy helt mot slutten av 2026. På sikt kan det bli en problematisk knapp tilbudsside i en tid hvor boligbehovet er stort. Vi tror tilbudssidebegrensinger vil bidra til å presse boligprisene opp i 2025, i en situasjon hvor vi også venter at Norges Bank vil begynne å sette renten gradvis ned igjen. Dersom Norges Bank ender opp med å kutte styringsrenten tidligere enn det vi venter, så kan boligprisveksten bli enda sterkere enn det vi legger til grunn.

	2023	2024	2025
Boligpriser			
<i>Snitt år/år</i>	-0,7	0,2	4,7
Lønninger	5,4	4,3	3,3
Styringsrente*	3,75	3,75	3

Befolkningsvekst i Norge, glattet over 4 kvartaler



Kilde: Macrobond

Oppsummering: rekylen er utsatt. Vi venter altså at Norges Bank hever renten videre til 3,75 prosent denne høsten, og noe rentekutt kommer neppe før i 2025. Det innebærer en forholdsvis lang periode hvor boliglånsrenten blir liggende rundt 5 prosent år. Dermed vil også den forestående rekylen i boligmarkedet kunne bli utsatt, til tross for en knapp tilbudsside. Vi tror fortsatt på boligprisfall denne sommeren og tidlig høst, etterfulgt av en flat utvikling i 2024. Når det er sagt tror vi fortsatt på et nytt oppsving på sikt. Men det blir først fra 2025.

*Vi tror ikke på sterk
boligprisvekst før i 2025*

Faktisk og forventet boligprisutvikling

Indeks, februar 2023 = 100



Kilder: Macrobond og Handelsbanken

Sara Midtgaard
sara.midtgaard@handelsbanken.no

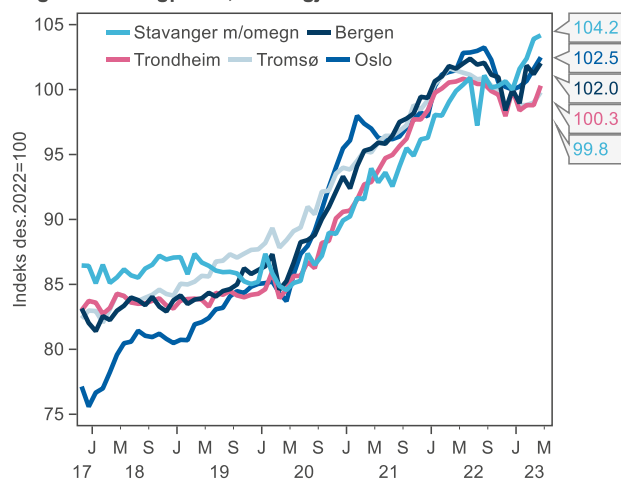
En av storbyene slipper unna boligprisfall

Styringsrenten skal videre opp og det kommer til å prege boligprisene i alle de store norske byene. Samtidig ser vi ett unntak, nemlig Stavanger. Her tror vi boligprisene vil stige med 3,3 prosent i år, regnet som årsgjennomsnitt. Dette på bakgrunn av høy lokal aktivitet, hvor ny oppgang i oljeinvesteringene bidrar til å presse opp lønningene og å opprettholde en lav arbeidsledighet. Men neste år tror vi boligprisene vil flate ut for alle byene. Ser vi lengre utover i horisonten, tror vi boligprisene i Oslo vil stikke av fra de resterende norske byene. Boligmangelen i Oslo kan bli kritisk om ikke boligbyggingen tar seg opp.

Boligprisfall for alle byer unntatt Stavanger

Boligprisene i Stavanger har økt overlegent sammenlignet med de andre byene hittil i år. Siden desember har boligprisene i Stavanger økt sesongjustert med hele 4 prosent, som er det dobbelte av hva de nasjonale boligprisene har vist. I våre boligmarkedsanalyser har vi over lengre tid ventet at Stavanger ville skille seg ut fra resten, og den spådommen har stått seg godt hittil. Også videre fremover i år tror vi at Stavanger vil skille seg ut.

Regionale boligpriser, sesongjustert

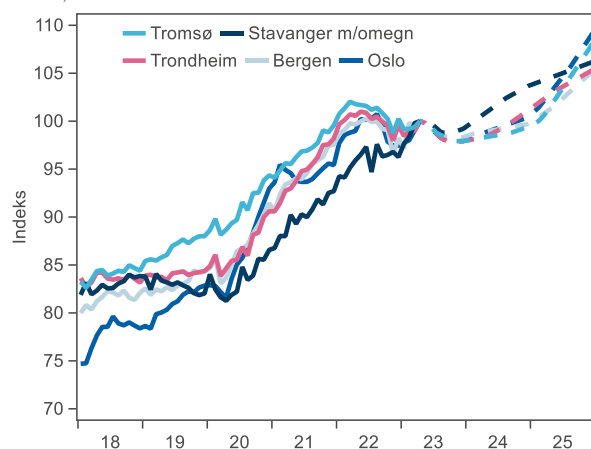


Kilde: Macrobond

I Stavanger tror vi boligprisene vil stige med 3,3 prosent i år, regnet som årsgjennomsnitt. Økte oljeinvesteringer vil føre til økt lokal aktivitet i regionen, og innebærer høy lønnsvekst og fortsatt lav arbeidsledighet. Selv om vi tror på videre rentehevinger fra Norges Bank, tror vi oljeinvesteringene vil fortsette å dominere boligmarkedet i Stavanger. [I forrige eiendomsrapport](#) gikk vi i dybden på oljeinvesteringens effekt på boligprisene i Stavanger, og anslagene denne gangen er i første rekke en oppjustering av allerede etablerte antagelser.

Regionale boligprisindekser, faktisk og anslått utvikling

Indeks, februar 2023 = 100



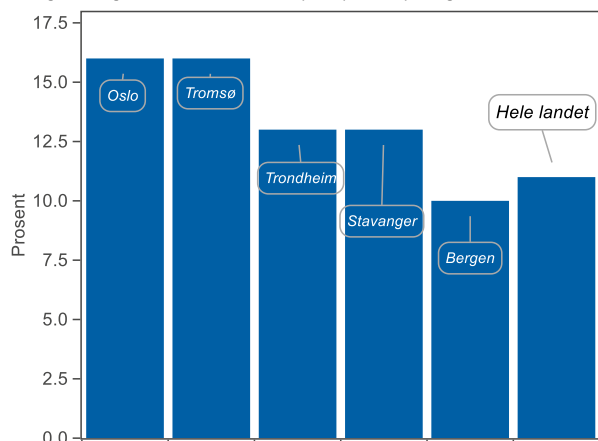
Kilder: Macrobond og Handelsbanken

Utflating neste år, men ikke i Tromsø

På den andre siden av skalaen har vi Tromsø, hvor vi venter det største boligprisfallet i år på 2,1 prosent. På lik linje med Oslo, er også Tromsø en av de mest rentesensitive byene, se figuren neste side. I tillegg er sammenhengen mellom inntektsvekst og boligprisvekst noe svakere i Tromsø, sammenlignet med resten av landet. Dermed vil ikke høy lønnsvekst dempe boligprisfallet i Tromsø i like stor grad som det gjør for de resterende norske byene. Som tidligere nevnt, kan vi se lenge etter noe rentekutt fra Norges Bank. Neste år venter vi en utflating av boligprisene i de resterende norske byene, men vi tror boligprisfallet i Tromsø vil kunne fortsette inn i neste år.

Regionale boligprisrespons

Beregnet langtidseffekt av rentekutt på 1 prosentpoeng

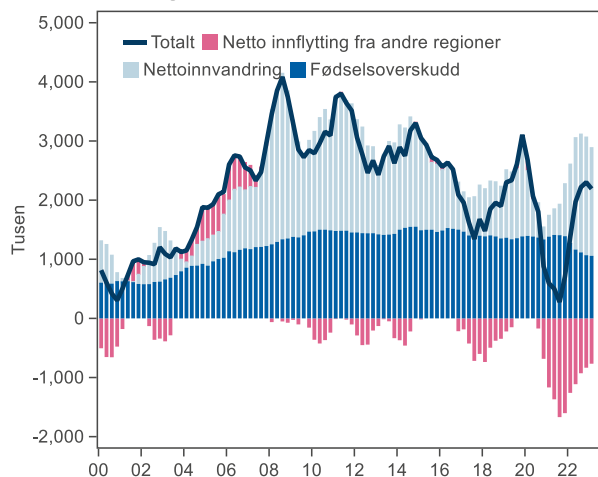


Kilder: Macrobond og Handelsbanken

Oslo skyter fart fra 2025

Dersom vi ser lenger utover i prognosehorisonten, helt til 2025, tror vi boligprisene i Oslo vil stikke av med seieren. Da vil fjorårets lave boligbygging virkelig kunne slå inn i prisene. Det tar som regel 1-2 år før et igangsatt byggeprosjekt er ferdigstilt på markedet. I 2022 var det igangsatt 1724 nye boliger i Oslo, og ifølge SSB sine befolkningsframskrivelser, er det ventet en befolkningsvekst i Oslo på 14 976 personer i 2023 og 9607 personer i 2024.

Oslo: Befolkningsvekst



Kilde: Macrobond

For å kunne si noe om det fremtidige boligbehovet i Oslo, må vi estimere hvor mange boliger det er behov for gitt befolkningsveksten. I snitt bor det om lag 1,95 personer i en privathusholdning i Oslo. Samtidig er en stor andel av befolkningsveksten drevet av innvandring, hvor det ofte bor flere personer per privathusholdning. [Ifølge SSB, bor innvandrere i husholdninger med mellom 2,5 og 2,6](#)

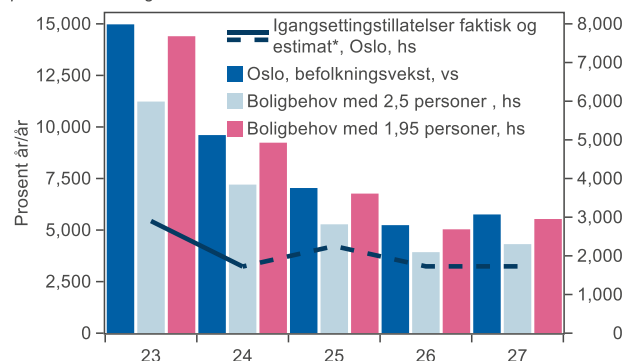
[personer.](#) Dersom vi har et estimat på 2,5 personer per nye husholdninger i Oslo for 2024 og 2025, betyr det at det estimerte boligbehovet i Oslo de neste 3 årene ligger mellom 5 990 og 3840 boliger per år. Om ikke boligbyggingen tar seg mer opp den kommende tiden, noe vi ikke tror, vil bolig mangelen kunne bli kritisk. I neste runde ventes det å presse opp boligprisene i hovedstaden.

Vil bli kritisk bolig mangel i Oslo de kommende årene om ikke boligbyggingen tar seg opp

Fremskrevet befolkningsvekst og igangsettingstilatelser

Høy innvandring (MMH)

Husholdningsvekst basert på 2,5 og 2,95 personer i snitt per privathusholdning



* Igangsettingstilatelser fremsynet 2 år. Prognoser basert på uendret igangsettingstilatelser de neste 2 år, basert på IG fra 2022.

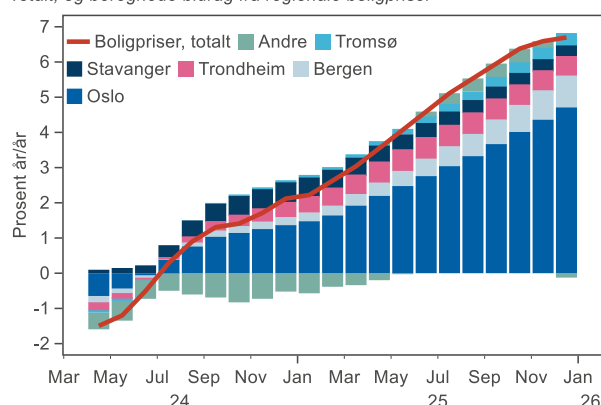
Kilder: Macrobond, SSB og Handelsbanken

I første rekke påvirker høy innvandring leiemarkedet. Det siste året har leieprisene økt betydelig i alle de store norske byene, men det stopper trolig ikke her. Tilbudet av leieleiligheter er knapp, mens etterspørselen tar seg videre opp. Vi tror det vil prege leieprisveksten en de kommende årene og at det i neste runde kan trekke opp investeringer i sekundær bolig. Dermed vil det også sette press på bruktboligprisene.

Oslo er som nevnt også av de mest rentesensitive byene i Norge. I 2025 venter vi tre rentekutt fra Norges Bank, som vil bidra til å fyre ytterligere opp under det eksisterende boligprispresset som kan komme i Oslo på sikt.

Faktisk og anslått boligprisutvikling, inkludert bidrag

Totalt, og beregnede bidrag fra regionale boligpriser*



Kilder: Macrobond og Handelsbanken

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

For å oppsummere: Høy boliglånsrente over en lengre periode ventes å prege boligmarkedet i hele landet, med unntak av Stavanger, hvor vi tror boligprisene vil øke med 3,3 prosent i år. Neste år tror vi på en relativt flat utvikling for alle byene. Men i 2025 tror vi på en rekyl for Oslo. Her venter vi en boligprisvekst på 5,5 prosent i slutten av

prognoseperioden. Det kommer av begrensingene på tilbudssiden i en tid hvor befolkningsveksten tar seg godt opp, boligbehovet øker, samtidig som Norges Bank gradvis setter renten ned igjen. Om ikke boligbyggingen i Oslo tar seg opp de kommende årene, kan boligmangelen bli kritisk i hovedstaden.

Boligpriser*	2023	2024	2025
Norge	-0,7 %	0,2 %	4,7 %
Oslo	-0,4 %	0,8 %	5,5 %
Bergen	-0,3 %	0,3 %	3,4 %
Trondheim	-1,4 %	0,6 %	4,3 %
Stavanger	3,3 %	2,6 %	3,2 %
Tromsø	-2,1 %	-0,3 %	5,0 %

*Årsvekst

Sara Midtgaard

sara.midtgaard@handelsbanken.no

Korreksjonen i næringseiendom så vidt begynt

Finansieringskostnaden til norske eiendomsselskaper har økt betydelig de siste to årene. Dersom vi inkluderer *spreader*⁶ som norske eiendomsselskap står ovenfor, har den totale finansieringskostnaden økt med mellom 3,5-4 prosentpoeng. Men avkastningskravet har i samme periode økt med kun 0,7 prosentpoeng. Vi tror avkastningskravet skal videre opp til 4,75 prosent for de mest lukrative kontorlokalene i Oslo. Høy leieprisvekst har berget noe av verdifallet så langt. Men fremover tror vi leieprisveksten vil avta. Det innebærer et verdifall i salgsprisen for næringseiendom på 25 prosent, regnet fra topp til bunn.

Eiendomsselskaper betaler i dyre dommer

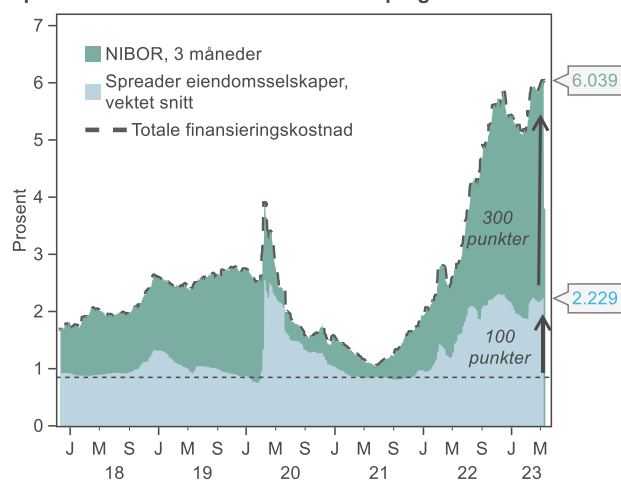
Rentene har tatt seg betydelig opp de siste to årene. 10-års swaprente har økt med over 2,5 prosentpoeng, og 3-måneders NIBOR har økt med mer enn 3 prosentpoeng. Det kan ta tid før sentralbankene får kontroll på inflasjonen, og vi ser for oss kun gradvis nedgang i lange renter. Vi har en prognose på 10-års swaprente på 3,3 prosent ved utgangen av 2025.

Men det stopper ikke der. Marginpåslag for eiendomsselskaper har økt en hel del. Marginpåslag for norske eiendomsselskaper lå på nærmere 100 basispunkter gjennom hele 2021 og i tiden før pandemien. Nå har bildet endret seg, og siden starten av 2022 har marginpåslagene tatt seg opp og ligger nå på 200 punkter. Det betyr at eiendomsselskapenes finansieringskostnad har økt med 3,5-4 prosentpoeng de siste to årene.

Marginpåslagene er heller ikke ventet å komme ned med det første; risikoen ligger heller på oppsiden, slik vi ser det. Vi er nå i en periode hvor eiendomsselskapene har fått nedgradering, med negative utsikter. Dermed vil det være dyrt for eiendomsselskaper å få refinansiert de neste to årene.

*Eiendomsforetakenes
finansieringskostnader har økt
med 3,5-4,0 prosentpoeng på 2
år*

Spreader for norske eiendomsselskaper og 3 måneder NIBOR



Kilde: Macrobond

Tilgangen på kreditt kan også bli en utfordring. I Norges Banks siste utlånsundersøkelse, rapporterer bankene at de venter noe strammere kredittpraksis ovenfor næringseiendomsforetak. Obligasjonsmarkedet er en viktig finansieringskilde for næringseiendom, både i Norge og i Sverige. En x-faktor er refinansieringsbehovet i Sverige, og om det vil ha en effekt i det norske markedet.

Avkastningskravet videre opp

Avkastningskravet på de mest lukrative kontorlokalene i Oslo har blitt oppjustert fra 3,75 prosent til 4 prosent. Fra «bunnen» for to år siden har avkastningskravet økt 0,7 prosentpoeng. Endringen er kun marginal sammenlignet med den totale økningen i finansieringskostnadene. Samtidig tror vi ikke at avkastningskravet skal opp like mye som de totale finansieringskostnadene. I forrige Eiendomsrapport ventet vi et avkastningskrav for de mer lukrative kontorlokalene i Oslo på 4,5 prosent. Vi har nå oppjustert denne prognosen til 4,75 prosent.

⁶ Forskjellen mellom en referanserente, i dette tilfellet 3-måneders NIBOR, og finansieringskostnaden som foretakene står ovenfor.

*Vi venter økt avkastningskrav
for de mest lukrative
kontorlokalene i Oslo på 4,75
prosent*

Regionale forskjeller

Avkastningskravet for de mest attraktive kontorlokalene er oppjustert i alle de store norske byene. I Bergen og Trondheim ligger avkastningskravet på 4,5 prosent, mens i Stavanger er kravet på 4,75 prosent.

Avkastningskrav for prime, store norske byer

Prime yield og 10-år swaprente

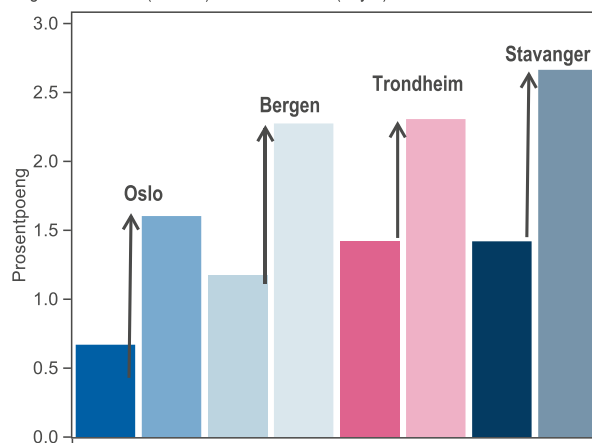


Kilder: Akershus Eiendom og Macrobond

Rentemarkedet har vært svært volatilt de siste månedene, men holdt seg på høye nivåer. Yield-gapet for de store norske byene ligger et godt stykke unner snittet siden finanskrisen, se figur til høyre. I Oslo ligger yield-gapet på 0,7 prosentpoeng, mens snittet siden finanskrisen er på 1,6 prosentpoeng. Det betyr at det fortsatt er gode 0,9 prosentpoeng før avkastningskravet i Oslo er tilbake på det historiske snittet.

Differanse mellom avkastningskrav og 10-års swap-rente

Dagens differanse (venstre) vs historisk snitt (høyre)



Kilder: Akershus Eiendom og Macrobond

Som vist i figuren over, er yield-gapet i Stavanger lengst unna snittet av de store norske byene. For Oslo sin del, kan noe av årsaken til gapet være eksepsjonell høy leieprisvekst det siste året som har gjort noe med forventet avkastning de kommende årene. Det kan ha bidratt til å holde avkastningskravet på et lavt nivå, i tillegg til lave transaksjonsvolum.

Oslo skiller seg noe ut med en eksepsjonell høy leieprisvekst det siste året. I Bergen har leieprisene utviklet seg flatt helt siden desember 2020 og i Trondheim har leieprisene kun økt marginalt. Kontormarkedet i både Bergen og Trondheim har dermed ikke fått samme løft i leieprisforventinger slik som i Oslo.

Vi tror yield-gapet i Stavanger forblir lavere de neste 2-3 årene sammenlignet med snittet de siste 10 årene. Sysselsettingsveksten og dermed forventet leieprisvekst har vært laber de siste årene etter oljeprisfallet i 2014. Det gjør noe med forventet inntjening. Fremover derimot, er det i Stavanger hvor det fortsatt er ventet høy økonomisk aktivitet grunnet oljeinvesteringene. Det kan bidra til å holde sysselsettingsveksten innen kontorjobber oppe og dermed forventet leieprisvekst. I Stavanger er allerede avkastningskravet høyere enn i de resterende norske byene, og har dermed noe mer å gå på når renten stiger.

Vi tror avkastningskravet for de mer lukrative kontorlokalene skal mer opp i alle de store norske byene: opp til 5,5 prosent i Bergen og Trondheim, mens i Stavanger venter vi at avkastningskravet skal videre opp til 5,25 prosent. Det betyr at

avkastningskravet i Trondheim og Bergen overgår Stavanger på sikt.

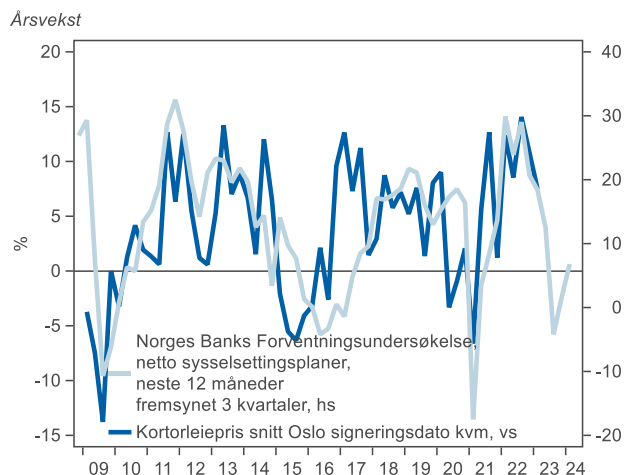
*Vi tror avkastningskravet i
Trondheim og Bergen overgår
Stavanger*

Sterk leieprisvekst i Oslo, enn så lenge...

Leieprisene har steget betydelig i Oslo det siste året og det har bidratt til å dempe en god del av fallet i salgsprisene. Som vi har presisert tidligere, er det en tett sammenheng mellom sysselsettingsvekst og leieprisvekst innen kontorlokaler i Oslo. Norsk økonomi har vist seg å være motstandsdyktig så langt, og veksten i sysselsettingen gjennom foråret fortsatte inn i 1.kvartal med en vekst på 0,5 prosent. Etterspørselen etter kontorareal avhenger i stor grad av sysselsettingsplaner. Bedriftene i Norges Banks forventningsundersøkelse har blitt noe mindre pessimistisk om vekstutsiktene og sysselsettingsplanene er nærmest uendret. Det vil si at de ikke planlegger å ansette så mange flere, men heller ikke å si opp ansatte. Samtidig er det et etterslep fra tidspunktet sysselsettingsplaner blir lagt, før vi ser det i snittleieprisene. Som vist i figuren på neste side, er det nærliggende å tro at veksten i snittleieprisene i Oslo skal nærme seg null mot slutten av 2023, om vi tar utgangspunkt i Arealstatistikk sin snittleieprisserie.

*Vi venter en svak vekst i
leieprisene i Oslo i 2024 og
2025*

Leiepriser og netto sysselsettingsplaner

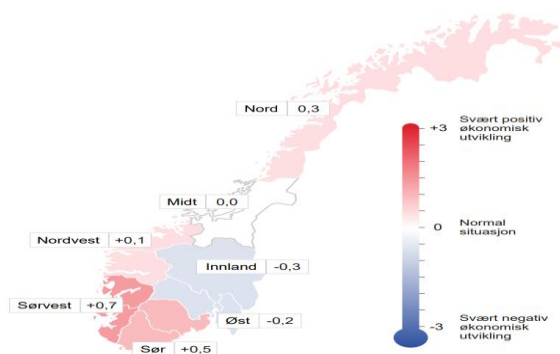


Kilder: Macrobond og Arealstatistikk

Ifølge tall fra Arealstatistikk, har snittleieprisen i Oslo falt 2 kvartaler på rad. Denne serien er preget av sammensetningseffekter og blir dermed ekstra volatil. I Akershus Eiendom sin leieprisserie, har leieprisene i Oslo forsettet å stige videre i 1.kvartal. Deres leieprisserie er en ekspertmening om leieprisutviklingen for et ganske så begrenset segment. Det er spesielt Vika/Aker brygge (CBD) som har hatt den sterkeste leieprisveksten siden pandemien. Samtidig ser vi også at det er CBD som har hatt størst svingninger i leieprisnivået de siste 20 årene. Sammenhengen mellom sysselsetting og leiepriser er sterkest i de mest sentrale områdene, sammenlignet med randsonen.

Stavanger trekker det lengre strået

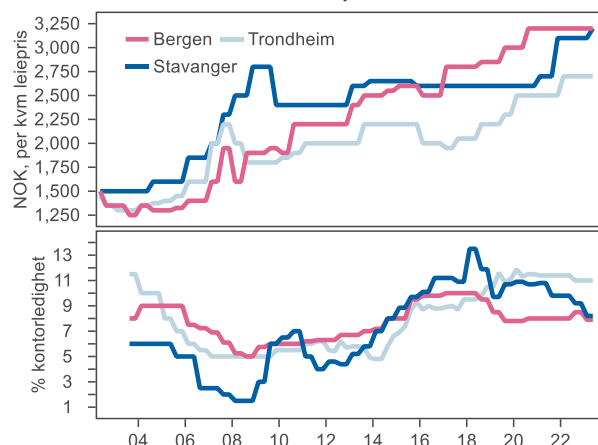
Stavanger er en by vi tror vil skille seg ut det neste året. Her venter vi en fortsatt høy sysselsettingsvekst som et resultat av et nytt oppsving i petroleumsinvesteringene. Ifølge Norges Banks rapport fra regionalt nettverk, er det i Sørvest og Sør Norge hvor den økonomiske aktiviteten ventes å være høyest, se figuren under.



Kontorledigheten i Stavanger har falt helt siden starten av 2021 fra 10,8 til 8,2 prosent, se figur under. Nå er ledigheten i Stavanger lavere enn i Trondheim, og nesten på samme nivå som i Bergen. Leieprisene i Stavanger har det siste året kun økt med 3,2 prosent – som er lang fra den friske leieprisveksten som vi har sett i Oslo. Det gir også rom for høy leieprisvekst i tiden som kommer – gitt at sysselsettingsveksten, også innen kontor, tar seg videre opp.

Leiepris og kontorledighet

Mest lukrative kontorlokaler i norske byer



Kilder: Macrobond og Akershus Eiendom

Svak krone blir en støttemper

For de eksisterende leiene, vil svak krone og derav høyere inflasjonsjustering virke som en støttemper. Det gir en god kontantstrøm for de eksisterende leiekontraktene som allerede er i markedet.

Oslo-markedet faller, men mest i randsonen

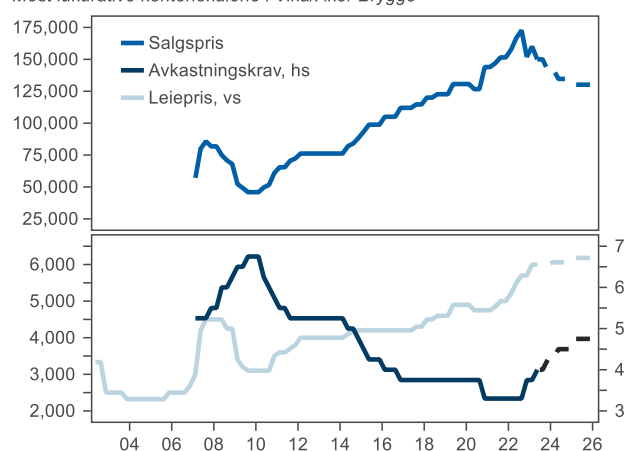
Fra toppen har salgsprisen for kontor falt i Oslo, men mest for kontoreiendommer med lange leiekontrakter. Ifølge Akershus Eiendom, har kontoreiendom som er fullt utleid med lange kontrakter, falt med 13 prosent. Mens kontorer med korte kontrakter har falt med 7,5 prosent. I randsonen faller verdiene mest, og kontorer med lange leiekontrakter er ned 18 prosent fra toppen.

Avkastningskravet for mer lukrative kontorlokaler i randsonen av Oslo økte fra 4,25 prosent til 4,75 prosent i 3.kvartal i fjor. Randsonen fikk heller ikke samme drahjelp fra leieprisene slik som CBD.

For å oppsummere: Vi venter, slik som før, at salgsprisen for de mest lukrative kontorlokalene i Oslo vil falle med 25 prosent fra toppen. Det kommer hovedsakelig av økt finansieringskostnad for eiendomsselskapene bidrar til å presse opp avkastningskravet. Vi har oppjustert vår prognose for avkastningskravet fra 4,5 prosent til 4,75 prosent.

Salgspris, avkastningskrav og leiepris, prognoser

Mest lukrative kontorlokaler i Vika/Aker Brygge



Kilder: Macrobond, Akershus Eiendom og Handelsbanken

Vi venter fall i salgsprisene i de mest lukrative kontorlokalene i Oslo på 25 prosent fra toppen

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

*4-kvartalsvekst, Akershus Eiendom

Sara Midtgaard
sara.midtgaard@handelsbanken.no

Nær rentetoppen og utflating av lange renter

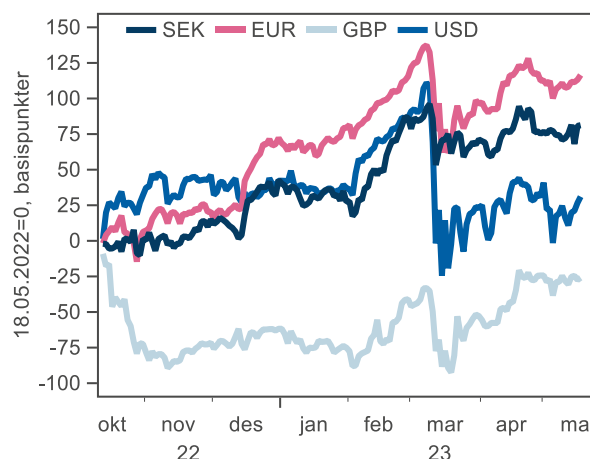
De nært forestående toppene i internasjonale styringsrenter tilsier at også langsiktige markedsrenter er på nippet til å nå toppen. I USA peker forventningene til utviklingen i styringsrenten bratt ned inntil utløpet av 2024. Normaliseringen av den norske styringsrenten er ventet å starte ved inngangen av 2024 når vi skuer til markedsprisingen. Vår forventning til at den norske styringsrenten vil ligge på 3,75 prosent fra 3. kvartal i år og ut hele neste år, innebærer at det korte rentenivået vil ligge over det lange i prognosehorisonten.

Langsiktige markedsrenter nær toppen

Vi tror sentralbankene er nær, eller allerede ved, sine respektive styringsrentetopper. Vi holder imidlertid fast ved vårt høyere-for-lengre syn på styringsrenter. Selv om det er litt lys i enden av tunnelen, venter vi at styringsrentene holdes restriktive i en lengre periode for å dempe inflasjonen fullt ut. Samtidig som rentene har blitt satt raskt opp for å stoppe inflasjonen har kredittforholdene strammet seg raskt til. Bankproblemer har gitt opphav til nye nedsiderisikoer i økonomien. Vårt hovedscenario for utviklingen i styringsrentene er at det vil komme rentekutt først i 2024, med start i USA etter at en relativt mild resesjon har festet seg. De nært forestående toppene i styringsrentene tilsier at også langsiktige markedsrenter er på nippet til å nå toppen. Men vi spår kun gradvise nedgang i lange renter, på grunn av relativt moderate sentralbankkutt i 2024–25 samt vårt syn på at nøytrale renter er på vei opp igjen, om enn fra lave nivåer.

Selv om det er litt lys i enden av tunnelen, venter vi at styringsrentene holdes restriktive i en lengre periode for å dempe inflasjonen fullt ut

Ettårs OIS-renter

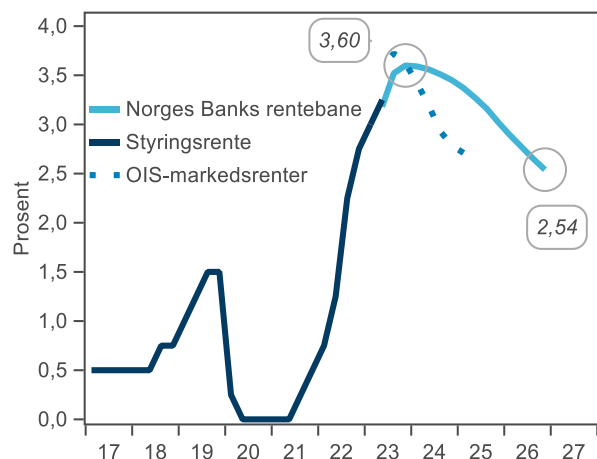


Kilder: Macrobond og Bloomberg

Normalisering av norsk styringsrente

I USA peker forventningene til utviklingen i styringsrenten bratt ned inntil utløpet av 2024, til 3 prosent. Forventninger om en normalisering av styringsrenten i denne perioden er dermed om lag 2 prosentpoeng lavere effektiv styringsrente sammenlignet med dagens nivå rundt 5,08 prosent. 3 prosent-nivået danner også et bunnpunkt til forventningene til den amerikanske styringsrenten på mellomlang sikt. I Norge settes gjerne styringsrenten med et visst tidsetterslep fra internasjonale renter. Normaliseringen av den norske styringsrenten er ventet å starte ved inngangen av 2024 med en nedgang på om lag 1 prosentpoeng til 2,70 prosent om lang ett år senere, ifølge markedsprisingen. Nivået på europeiske styringsrenter er ventet å ligge tilsvarende norske på mellomlang sikt, mens svenske styringsrenter er priset til noe lavere nivåer.

Norges Banks rentebane vs markedet

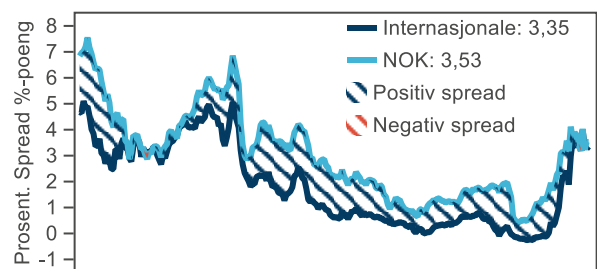


Kilder: Macrobond og Bloomberg

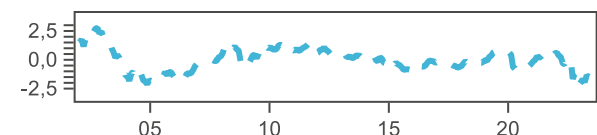
Mulige forklaringer til lav rentedifferanse

Differensen mellom norske og internasjonale renter er nå på det laveste siden 2005 målt ved ettårs renter om ett år. Målt mot tilsvarende amerikansk rente startet fallet i tremåneders Nibor for fullt i kjølvannet av oljeprisfallet i 2014 og har kun ved et par korte unntak ligget under den amerikanske motparten. Mot den felleseuropeiske valutaen er rentedifferansen nå nede i 0,4 prosentpoeng sammenlignet med et gjennomsnitt på 1,3 prosentpoeng siden 2006. En mulig forklaring på inngangen i rentedifferansen er at vekstpotensialet i norsk økonomi er ventet å være lavere i perioden foran oss, eller sagt på en annen måte: mer likt våre største handelspartnere.

Norske, internasjonale 1-års swaprenter om 1 år



Rentedifferanse, normalisert: -1,48



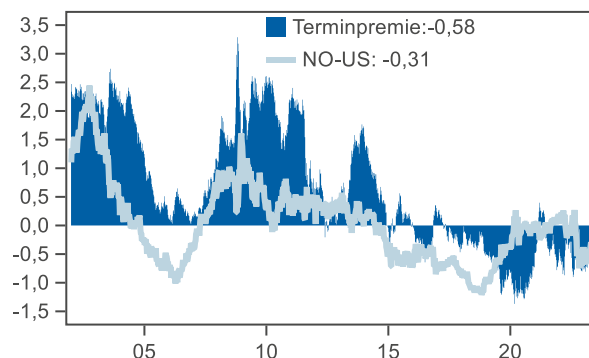
Kilder: Macrobond og Bloomberg

En alternativ forklaring til at terminstrukturen til norske renter har blitt mer sammenfallende med våre største handelspartnere kan ha sin forklaring i risikosentimentet i finansmarkedene. I grafen under ser vi en positiv sammenheng mellom utviklingen i estimert terminpremie for amerikansk tiårig

statsrente og nivåforskjellen mellom effektiv rente på amerikansk og norsk tiårig statsobligasjonsrente. Negative løpetidspremier i rentemarkedene kan signalisere forventninger til brems i økonomien og for en liten og åpen norsk økonomi (se også omtale i valutakapittelet) kan dette ha påvirket norske renteutsikter negativt.

Terminpremie, amerikansk 10-årig statsrente. Prosent

Rentespread, NOK 10-årig statsrente vs USD 10-årig statsrente: -0,31 prosentpoeng



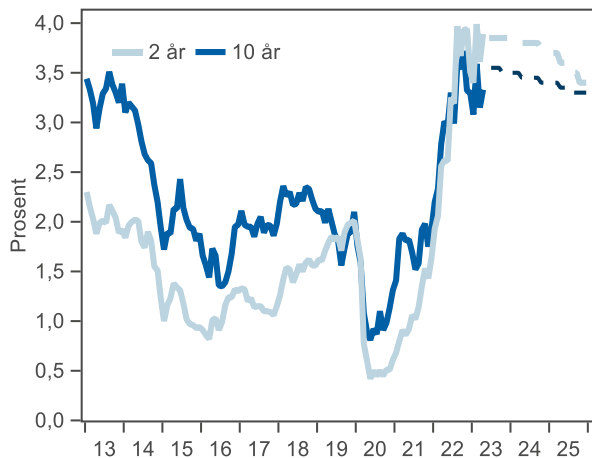
Kilder: Macrobond og Bloomberg

Skulle derimot positive risikopremier vende tilbake, kan også norske renter på nytt bevege seg over de amerikanske og dermed representere en oppsiderisiko for norske renter i et lengre perspektiv.

Lange norske swaprenter nær toppen

Våre forventninger til den norske styringsrenten innebærer 0,50 prosentpoeng videre opp fra dagens nivå, til 3,75 prosent. Vi venter en tilsvarende rentetopp for den europeiske og svenske styringsrenten. I motsetning til våre forventninger om rentekutt fra våre handelspartnere fra 1. kvartal neste år ser vi for oss at den norske styringsrenten vil ligge uendret på 3,75 ut hele neste år. Avledet av denne utviklingen venter vi at rentedifferansen mot utlandet vil ta seg opp, men også at korte norske pengemarkedsrenter og swaprenter vil kunne ligge betydelig over prisnivået på mer langsiktige avtaler. i det norske swaprentemarkedet. At rentedifferansen mot internasjonale renter er ventet å øke innebærer også at vi venter at krona vil kunne styrke seg noe i prognosehorisonten (se eget kapittel).

Norske swaprenter



Kilder: Macrobond, Bloomberg og Handelsbanken

Mot slutten av prognosehorisonten ser vi for oss at kortere swaprenter vil ta seg ned mot anslaget vi har på lengre løpetider. Det innebærer en flatere kurve enn det vi observerer i dag. Dagens helning med lavere renter på lengre horisont er et uttrykk for usikkerhet rundt det konjunktuelle bildet. Vår forventning er at vi får en global økonomisk snuoperasjon neste år, etterfulgt av en oppgang i 2025.

Nils Kristian Knudsen
nils.knudsen@handelsbanken.no

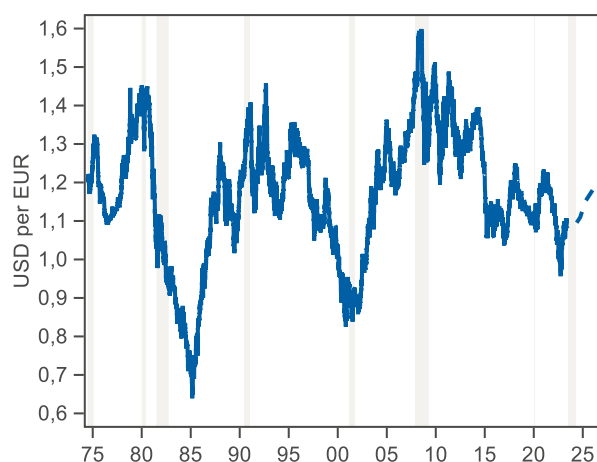
Svak krone inntil global økonomi tar seg opp

En mild resesjon i amerikansk økonomi vil på kort sikt trolig favorisere den amerikanske dollaren. I 2024 venter vi at den globale økonomien stabiliserer seg og etter hvert tar seg opp. I relative rentetermer vil euroen kunne styrke seg understøttet av økt risikoappetitt i markedene. For den norske kronen er den negative endringen i bytteforholdet til våre handelspartnere bare en del av forklaringen bak nedgangen. Som gjennomsnitt vil EUR/NOK ligge rundt 11,60 de neste kvartalene. Vår forventning er at utviklingen for kronen er symmetrisk rundt forventningen om en mild tilbakegang i amerikansk økonomi.

Sterk amerikansk dollar på kort sikt

Vi venter at den amerikanske dollaren mot den felleseuropeiske valutaen vil gå på en forholdsvis stram line i 2023. Euroen vil på sin side hente støtte fra videre rentehevinger fra ESB i juni og juli mens Fed da vil være på hold. Denne utviklingen er derimot allerede priset i markedene og om noe vil vår forventning om at Fed avstår fra å levere rentekuttene som for tiden er priset i markedene gi støtte til den amerikanske dollaren. Ettersom vi ser for oss en mild resesjon i amerikansk økonomi og at lavere prisingsmakt og fortjenestemarginer kan skade utsiktene i aksjemarkedene vil dette trolig favorisere den amerikanske dollaren. Vi ser for oss at EUR/USD vil svinge rundt 1,08-nivået frem mot årsskiftet. I 2024-25 venter vi at tidevannet snur når den globale økonomien stabiliserer seg og deretter begynner å ta seg opp igjen. I relative rentetermer vil euroen da kunne styrke seg understøttet av økt risikoappetitt i markedene.

USD svekkes i 2024-25



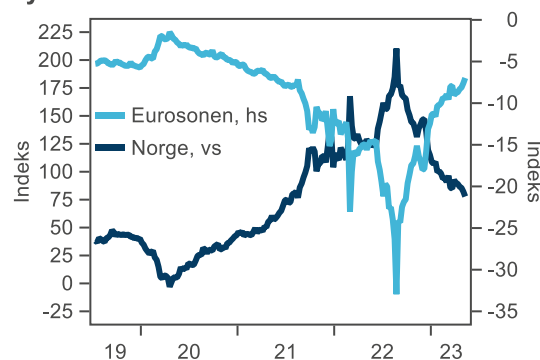
Kilder: Macrobond og Bloomberg

*Vår forventning til valutaparet
EUR/USD de neste 3-6
månedene er 1,08*

Endring i bytteforhold for NOK mot EUR

Bunnpunktet for petroleumsprisene i slutten av april 2020 markerte starten på en lengre og sammenhengende periode med stigende priser. Mot slutten av 2021 økte gassandelen av den stadig større norske eksportverdien til å utgjøre nesten 60 prosent, fra knappe 20 prosent sammenlignet med starten av 2020. Frem til petroleumsprisene begynte å falle i slutten av august i fjor var gjennomsnittsverdien av den norske krona mot euroen rundt 10 siden starten av året. Den parallelle nedgangen i petroleumsprisene og kronekursen må imidlertid ikke ses på som kun to variable størrelser med sterk korrelasjon. Riktignok innebærer lavere petroleumspriser at den daglige etterspørselen etter norske kroner for betaling av oljeskatter minker. Kanskje viktigere er bidraget fra lavere energipriser til de store økonomiene som er nettoimportører av energi. Blant G-10 valutaene har den europeiske fellesvalutaen (realvalutakursen) vært blant de som har styrket seg mest siden oppturen i aksjemarkedene begynte i midten av oktober i fjor, mens den norske kronen har falt mest. Den kanadiske dollaren (CAD) har også utviklet seg svakt i samme periode. Utviklingen i CAD er mer avhengig av det konjunkturelle bildet i USA, men blir også i mange investorers øyne sett på som en råvarevaluta i likhet med den norske krona.

Euronen, Norge: Ledende indikatorer, bytteforhold

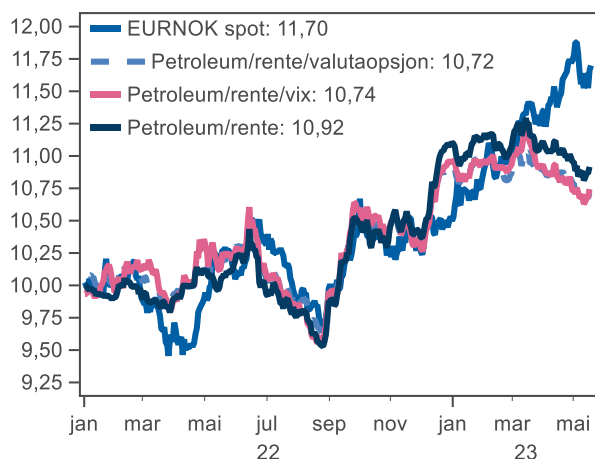


Kilder: Macrobond og Bloomberg

Uforklarlige sjokk for kronekursen

Enkle modeller for å sette oss i stand til å forklare hva som ligger bak retningen på valutakursen er i mange sammenhenger svært nyttig. Samtidig skal det understrekes at både drivere (temaer i valutamarkedene) og vekten disse tillegges er i konstant endring. I modellen vist under bruker vi petroleumspriser som er ment å fange opp den løpende etterspørselen etter norske kroner i valutamarkedet. Men, som nevnt i forrige avsnitt kan også utviklingen i petroleumspriser for markedsaktørene gi signaler om styrken på den globale konjunktoren (utviklingen i råvarepriser gir vanligvis tidlige signaler) som igjen påvirker sentimentet i markedene. En etterspørselsdrevet oppgang i råvareprisene har vanligvis gitt en positiv effekt på kronekursen. Dagens markeder er derimot preget av kutt i tilbudssiden i oljemarkedet (OPEC+) for å demme opp for en svak utvikling i etterspørselen. I mars/april i fjor var krona betydelig sterkere enn modellen kunne forklare, mens kursavviket i dag er enda større. En fellesnevner for avvikene er at markedsaktørene i begge disse periodene har hatt et sterkt fokus på Norges Banks valutatransaksjoner på vegne av staten. Bakteppet i dag er dermed at mange aktører er av den oppfatning at Norges Banks valutakjøp overgår de daglige salgene fra private aktører. Skulle derimot petroleumsprisene stige igjen kan vi på nytt få en situasjon som ligner på den vi hadde mars/april i fjor hvor krona var på den sterke siden av hva modellen forklarte. Vår forventning er at krona vil hente seg delvis inn igjen, og at krona ved årsslutt vil ha styrket seg til 11,30 mot den felleseuropeiske valutaen.

EUR/NOK: Modell ved bruk av regresjon



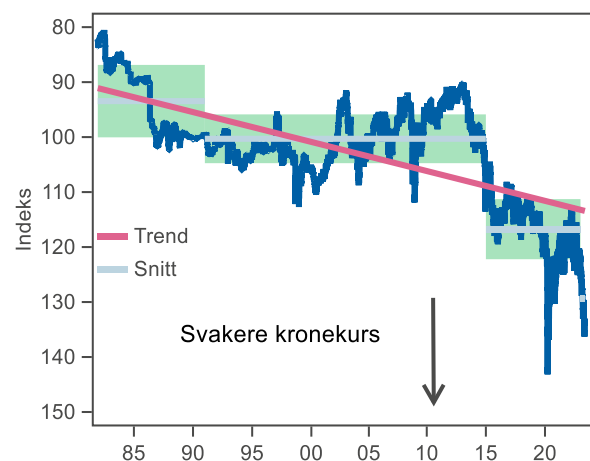
Kilder: Macrobond og Bloomberg

Svak trend for kronekursen

Legger vi en lengre horisont til grunn for utviklingen i kronekursen ser vi at trenden er i retning av en svakere kronekurs. Mellom 2005 og 2013 var krona

inne i en sterk periode; i manges øyne grunnet de sterke impulsene inn i norsk økonomi fra investeringene på sokkelen. Svekkelsen av kronekursen vi nå er vitne til er så langt i samme størrelsesorden som oljeprisfallet i 2014. Man kan ikke utelukke av fallet skyldes nok en re-prising av petroleumssektoren. De store svingningene i petroleumsprisene det siste året som følge av krigen i Ukraina har på den annen side avdekket at våre handelspartnere vil være mer avhengig av produksjonen på den norske sokkelen enn tidligere.

Norge: industriens effektive valutakurs (KKI)



Kilder: Macrobond og Bloomberg

Valutamarkedet og Norges Bank

Skulle kronekursen falle videre til nivåer som er vanskelig å forklare fra fundamentale forhold – og som setter inflasjonsmålet i fare - vil Norges Bank før eller siden måtte agere. Enten via en heving av styringsrenten utover det som er forenlig med en jevn utvikling i realøkonomien eller valutatransaksjoner for å styrke kronekursen. Tap av arbeidsplasser eller en nedgang i valutaresservene er i første omgang konsekvensen. På lengre sikt kan en slik situasjon føre til at tilliten til norsk krone på nytt blir svekket. Egenskaper til den norske kronen som en volatil valuta med høy likviditetspremie kan dermed bli ytterligere forsterket. For enkelte aktører i valutamarkedet innebærer dette potensielle gevinster som kan bli kostbart for mange andre aktører. Skulle det bli en mild resesjon i amerikansk økonomi, slik vi venter, vil det trolig bli en del motvind for norsk krone de neste kvartalene. I snitt tror vi likevel krone vil være rundt 11,60 mot euroen. Vår forventning er at utviklingen for kronen er symmetrisk rundt forventningen om en mild tilbakegang i amerikansk økonomi.

Nils Kristian Knudsen
nils.knudsen@handelsbanken.no

Handelsbankens prognoser

Makroprognoser

	2022	2023	2024	2025
BNP, Fastlands-Norge	3.7	1.2	0.5	1.2
Husholdningenes konsum	6.9	-1.1	1.6	2.2
Sysselsetting	3.9	0.8	0.0	0.5
Arbeidsledighet*	1.8	2.0	2.3	2.4
Årslønnsvekst	4.3	5.4	4.3	3.3
KPI	5.8	5.2	3.2	2.0
KPI-JAE	3.9	5.7	3.7	2.2
Boligpriser**	5.0	-0.7	0.2	4.7

* Prosent av arbeidsstyrken (NAV)

** Årsgjennomsnitt

Kilde: Handelsbanken Capital Markets

Renteprognoser

	19. mai. 2023	2. kv. 2023	3. kv. 2023	Slutt 2023	Slutt 2024	Slutt 2025
Norges Banks folio	3.25	3.50	3.75	3.75	3.75	3.00
3 mnd NIBOR	3.80	3.85	4.10	4.10	4.10	3.35
10 år norsk stat	3.33	3.40	3.40	3.35	3.25	3.15
10års norsk swap	3.54	3.55	3.55	3.50	3.40	3.30

Kilde: Handelsbanken Capital Markets

Valutaprognoser

	19. mai. 2023	2. kv. 2023	3. kv. 2023	Slutt 2023	Slutt 2024	Slutt 2025
EUR/NOK	11.70	11.60	11.60	11.30	10.90	10.90
EUR/USD	1.08	1.08	1.08	1.08	1.13	1.17
USD/NOK	10.83	10.74	10.74	10.46	9.65	9.32
CHF/NOK	12.01	11.84	11.84	11.53	10.90	10.90
USD/JPY	138.37	132.00	130.00	128.00	124.00	124.00
JPY/NOK	7.83	8.14	8.26	8.17	7.78	7.51
EUR/SEK	11.37	11.20	11.20	11.20	10.70	10.20
SEK/NOK	1.03	1.04	1.04	1.01	1.02	1.07
GBP/NOK	13.47	13.03	12.89	12.28	12.11	12.39

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 statistikk tjenester og annen informasjon som SHB anser som pålitelig. SHB har ikke uavhengig verifisert slik informasjon.

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

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

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

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

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

Vær oppmerksom på følgende viktige opplysningserklæringer vedrørende analyse:

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

Fra tid til annen kan SHB og/eller dets tilknyttede selskaper tilby investeringsbank tjenester og andre tjenester, inkludert forretningsbank tjenester 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. Bankens 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 verdipapirandel for personer i nær familie, osv. I tillegg finnes det restriksjoner for kommunikasjon mellom analytikere og det gjeldende selskapet. I henhold til bankens etiske retningslinjer for Handelsbanken Group må styret og alle ansatte følge høye etiske standarder når de utfører arbeidet sitt i banken, samt andre oppgaver. Hvis du vil se mer informasjon om bankens etiske retningslinjer, kan du gå til bankens hjemmeside på www.handelsbanken.com og klikke på Om banken – Bærekraft i banken – Bærekraft – Policydokumenter og -retningslinjer – Policydokumenter – Policy for etiske standarder i Handelsbanken Group. Handelsbanken har nulltoleranse for bestikkelser og korrupsjon. Dette er vedtatt i bankens konsernpolicy for bestikkelser og korrupsjon. Forbudet mot bestikkelser inkluderer også anmodning, organisering og mottakelse av bestikkelser ment for ansattes familie, venner, samarbeidspartnere og bekjente. Hvis du vil se mer informasjon om bankens policy mot korrupsjon, kan du gå til bankens hjemmeside på www.handelsbanken.com og klikke på Om banken – Bærekraft i banken – Bærekraft – Policydokumenter og -retningslinjer – Policydokumenter – Policy mot korrupsjon i Handelsbanken Group.

Ved distribusjon i Storbritannia

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

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

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

Ved distribusjon i USA

Viktige tredjeparts-analyseerklæringer:

SHB-analyse er ikke «globalt merket» analyse. Alle mottakere av SHB-analyse må være oppmerksomme på at i USA blir SHB-analyse distribuert av Handelsbanken Markets Securities, Inc. (HMSI), som er tilsluttet SHB. HMSI produserer ikke analyse og ansetter ikke analytikere. SHB-analyse, SHB-analytikere og de ansatte i SHB er ikke underlagt FINRAs regler for analyse som er ment for å forebygge interessekonflikter ved blant annet å forby visse former for kompensasjonspraksis, begrense handel utført av analytikere og begrense kommunikasjonen med selskapene som er omtalt i analyserapporten. SHB har ingen tilknytning til eller forretnings- eller kontraktmessige forhold til HMSI som vil påvirke innholdet i SHB-analyserapporter. SHB tar alle beslutninger om analyseinnholdet

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

Macro Research

Macro Research

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

Debt Capital Markets

Björn Ordell	Head of Debt Capital Markets	+46 8 701 28 04
Charlotte Wilson	Head of Debt Capital Markets Sweden	+46 8 701 22 45
Anders Holmlund	Head of Corporate Bonds	+46 8 463 34 56

Sales

Fixed Income Sales/Syndication

Thomas Grandin	+46 8 463 45 83
----------------	-----------------

FX Sales

Martin Persson	+46 8 463 45 14
----------------	-----------------

Risk advisory and cash management

the Netherlands

Kristiaan Buter	+31 20 412 76 94
-----------------	------------------

Sweden

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

Finland

Mika Rämänen	+358 10 444 62 20
--------------	-------------------

UK

Chris Yoxall	+44 207 578 86 20
--------------	-------------------

Norway

Petter Fjellheim	+47 22 82 30 29
------------------	-----------------

Svenska Handelsbanken AB (publ)

Stockholm

Blasieholmstorg 11
SE-106 70 Stockholm
Tel. +46 8 701 10 00
Fax. +46 8 611 11 80

Copenhagen

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

Helsinki

Itämerenkatu 11-13
FI-00180 Helsinki
Tel. +358 10 444 11
Fax. +358 10 444 2578

Oslo

Tjuvholmen allé 11
Postboks 1249 Vika
NO-0110 Oslo
Tel. +47 22 39 70 00
Fax. +47 22 39 71 60

London

Handelsbanken Plc
3 Thomas More Square
London GB-E1W 1WY
Tel. +44 207 578 8000
Fax. +44 207 578 8300

New York

Handelsbanken Markets
Securities, Inc.
900 Third Avenue,
New York, NY 10022-4792
Tel. +1 212 326 5153
Fax. +1 212 326 2730
FINRA, SIPC