

An aerial photograph of a vast, snow-covered mountain range. A prominent ridge runs diagonally across the frame, with a winding road or path visible on its surface. The sky is filled with soft, white clouds. A vertical white line runs down the right side of the image, partially overlapping the 'DNB' logo.

DNB

DNB MARKETS

ØKONOMISKE UTSIKTER

JANUAR 2024

Internasjonale anslag

BNP. Prosentvis endring fra året før

Land/område	PPP-vekt	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Verden		3.4	3.0	2.9	3.1	3.0	3.1
Industriland	42.0	2.6	1.6	1.6	1.6	1.8	1.8
USA	15.7	2.1	2.5	1.8	1.7	2.2	2.3
Eurosonen	11.3	3.5	0.6	1.5	1.5	1.4	1.4
Japan	3.8	1.1	2.0	1.0	1.0	1.0	1.0
Storbritannia	2.3	4.1	0.3	1.0	1.6	1.8	2.1
Sør-Korea	1.7	2.6	1.3	2.5	2.0	2.0	2.0
Canada	1.4	3.4	1.1	1.0	2.0	2.0	2.0
Sveits	0.5	2.7	0.8	1.5	1.6	1.6	1.6
Sverige	0.4	3.0	-0.2	0.4	1.5	1.9	1.7
Fastland-Norge	0.3	3.8	1.0	0.6	1.4	1.8	1.9
Danmark	0.3	2.8	1.1	1.5	1.7	1.8	1.8
Fremvoksende økonomier	58.0	3.9	4.1	3.8	4.0	3.9	3.9
Kina	18.5	3.0	5.2	4.4	4.5	4.0	4.0
India	7.0	7.2	6.7	6.5	6.5	6.0	6.0
Russland	3.1	-1.2	3.0	1.5	1.0	1.0	2.0
Brasil	2.4	2.9	3.0	1.5	2.0	2.5	2.5
Øvrige fremvoksende	27.1	4.2	2.8	3.2	3.5	3.5	3.6
Asia eks. Kina og India	6.9	5.7	4.5	5.0	5.0	4.7	4.5
MENA og Sentral-Asia	7.5	5.3	2.0	3.0	3.5	3.5	3.5
Sør-Amerika eks. Brasil	5.0	3.9	2.0	1.5	2.5	2.5	2.5
Fremvoksende Europa	4.6	0.8	2.0	2.0	2.0	2.5	3.0
Afrika	3.1	3.9	3.0	3.5	3.5	4.0	4.0
Norges handelspartnere		3.2	0.7	1.2	1.5	1.6	1.6

Kilde: LSEG Datastream, DNB Markets

Konsumpriser. Prosentvis endring fra året før

Land/område	2022	2023	2024	2025	2026	2027
USA	8.0	4.1	2.3	2.4	2.7	2.9
Eurosonen	8.4	5.9	2.1	2.7	2.8	2.8
Japan	2.5	3.2	2.0	1.5	1.0	1.0
Storbritannia	9.1	7.4	2.4	2.4	2.7	2.9
Sør-Korea	5.1	3.6	2.5	2.0	2.0	2.0
Canada	6.8	3.9	2.5	2.5	2.5	2.5
Sveits	2.8	2.2	1.5	1.6	1.8	2.0
Sverige	8.4	8.6	3.1	1.3	2.1	2.3
Norge	5.8	5.5	4.2	3.3	2.9	2.3
Danmark	7.7	3.4	2.4	2.5	2.5	2.7
Kina	1.9	1.0	1.5	2.0	2.0	2.0
India	6.7	5.7	5.5	5.0	4.0	4.0
Russland	13.8	6.0	6.0	5.0	4.0	4.0
Brasil	9.3	4.6	4.0	3.5	3.0	3.0
Industriland	6.6	4.2	2.0	2.1	2.3	2.3

Kilde: LSEG Datastream, DNB Markets

Innholdsfortegnelse

Internasjonale anslag	2
Sammendrag	4
USA	10
Økonomiske konsekvenser av at Trump vinner valget	15
Eurosonen	16
Storbritannia	22
Sverige	25
Kina	30
Fremvoksende økonomier	36
Norge	39
Konjunktorene	39
Priser og lønninger	43
Budsjettpolitikken	46
Pengepolitikken	47
Rentemarkedet	49
USD-renter: Markedet tror på for mange kutt fra Fed	49
EUR-renter: Markedet tror på for hyppige kutt fra ECB	53
NOK-renter: Lange renter vil fortsatt styres av utenlandske	55
Valutamarkedet	58
EUR: Sterkere euro på vekstoppesving	58
USD: Presidentvalget utgjør en betydelig risikofaktor	61
NOK: Fortsatt utsikter til kronesvekkelse fremover	62
SEK: Helomvending for kronen etter sterk avslutning på året	64
GBP: Forsiktig svekkelse av pundet fremover	65
Kredittmarkedene	66
Aksjemarkedene	68
Energimarkedene	71
Oljemarked	71
Europeisk gassmarked	72
Norge anslagstabell	73
Rente- og valutaprognooser	74

Redaksjonen ble avsluttet 23. januar 2024

SAMMENDRAG

Myke landinger, forsiktige rentekutt

- Inflasjonsnedgangen vil trolig fortsette gjennom 2024, og gi sentralbankene anledning til å kutte rentene. Med vedvarende usikkerhet om hvorvidt nedgangen i inflasjonen blir av det varige slaget, venter vi en gradvis rentenedgang fra sommeren av, som stopper opp på et høyere nivå enn før pandemien. Det tilsier at lange renter ikke vil falle i året som kommer, men heller øke noe i vår.
- Med slik utvikling vil markedets risikoappetitt dempes og rentedifferansen mellom Norge og utlandet krympe. Det gir motvind for krona, og bidrar til at den anslåtte inflasjonsnedgangen blir tregere hjemme enn ute også fremover. Om ett år tror vi en euro igjen vil koste rundt 12 kroner.
- Vi venter myke landinger i vestlige økonomier, uten tilbakeslag i aktiviteten og markert ledighetsoppgang. En viktig driver er støtten husholdningene får fra flere kanter. Lønnsveksten forblir høyere enn vanlig, og i kombinasjon med lavere prisvekst gir det oppgang i både reallønn og disponible inntekter etter flere tunge år. Vi tror særlig at eurososens husholdninger vil gjøre et sterkere comeback enn konsensusforventninger tilsier, noe som kan løfte EURUSD videre opp mot 1,17.
- I Norge og Sverige, der gjelden er høy og rentegjennomslaget raskt, vil forsiktige forbrukere tyngre økonomien i første halvår. Når rentenedgangen starter, vil stimulansen virke tilsvarende raskt, og gi rom for et nytt oppsving i økonomien.
- Kinas myndigheter har latt den dype bolignedturen gå sin gang, og heller satt alle kluter til i kampen om å dominere i strategisk viktige næringer. Det gir bedre økonomisk vekst enn den fortsatt labre innenlandske etterspørselen skulle tilsi, men det er en åpenbar risiko for at en ny boble har oppstått, med oppbygging av stor overkapasitet, denne gangen innenfor vareproduksjon.
- Med våre anslag for en god økonomisk utvikling for de neste fire årene, kombinert med forventninger om høyere strukturell kostnadsvekst som følge av deglobalisering og klima- og energiomstillingen, anslår vi at inflasjonen øker igjen fra neste år. Vi anslår at den stabiliserer seg i overkant av sentralbankenes mål, nærmere tre enn to prosent.

Makro, rente- og valutaanalyse

Kjersti Haugland	+47 91 72 37 56
Oddmund Berg	+47 41 63 81 70
Ingvild Borgen	+47 48 11 52 00
Kelly K. Chen	+47 91 73 40 10
Eirik Larsen	+47 91 19 36 00
Knut A. Magnussen	+47 47 60 40 46
Magne Østnor	+47 90 74 79 02
Kyrre Aamdal	+47 90 66 11 12

Kredittanalyse

Ole André Kjennerud	+47 47 75 74 82
---------------------	-----------------

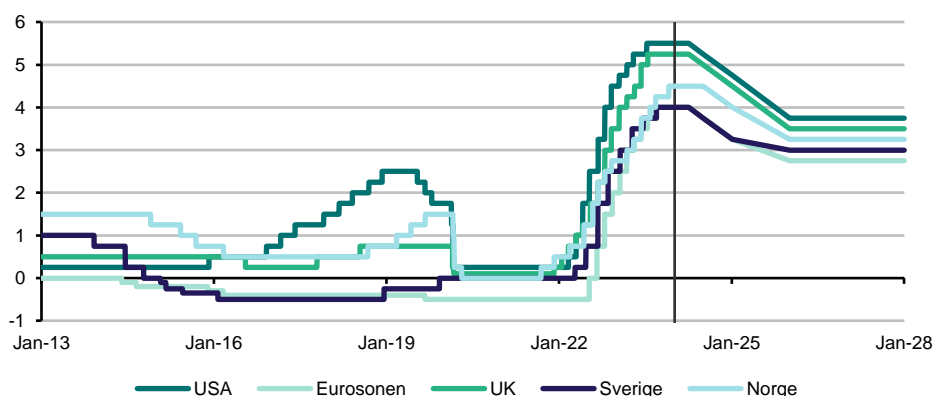
Aksjeanalyse

Paul Harper	+47 90 29 55 87
Morten Jensen	+47 91 58 03 26

Energimarkedsanalyse

Helge André Martinsen	+47 99 12 49 95
Tobias Ingebrigtsen	+47 48 42 58 01

Sentralbankenes styringsrenter. Faktisk og anslag. Prosent



Kjersti Haugland
Sjeføkonom
+47 91 72 37 56
Kjersti.Haugland@dnb.no

Økonomiske utsikter: Globalt overblikk

På terskelen av 2024: Lovende inflasjonstrend og utsikter til rentekutt

Rentene i inn- og utland er i starten av 2024 rundt sine høyeste nivåer på femten år. Det er et resultat av inflasjonsbølgen som skyllet inn over de vestlige økonomiene i 2021 og 2022, som igjen var en konsekvens av pandemi og storstilt krisehjelp. Bølgen viste seg å bli både høyere og drygere enn forventet, men gjennom fjoråret tiltok fallet i konsumprisveksten.

Underliggende inflasjon har falt nok til at bjellesauen Federal Reserve signaliserer planer om å lette trykket på bremsepedalen i løpet av året. Målet er å ikke påføre økonomien større kostnader, i form av svak aktivitet og høyere arbeidsledighet, enn nødvendig for å komme tilbake til en situasjon der inflasjonen er både lav og stabil.

Til nå har kostnadene av innstramningene vært svært beskjedne for verdens største økonomi. Den durer videre i god fart, godt hjulpet av lav gjeldsgrad blant private aktører og boligeiere med en svært høy andel fastrentekontrakter der veldig mange har låst inn pandemidens lave renter i opptil tretti år fremover. Ved inngangen til 2024 viser arbeidsmarkedet bare forsiktige tegn til nedkjøling. Lønnsveksten avtar, men er fortsatt klart høyere enn normalt.

De vesteuropeiske økonomiene bærer tydeligere preg av motvind. Ikke bare har husholdningenes renteutgifter steget. I Kontinental-Europa, Storbritannia og Sverige har nedgangen i kjøpekraft vært enda større enn i USA, som følge av den særeuropeiske gass- og strømprisoppgangen som fulgte i kjølvannet av Ukraina-krigen. Tysk økonomi fikk sterkest motbør, med produksjonsfall i energiintensive næringer. Nå merker industrigiganten også godt at global vareetterspørsel er laber og konkurransen fra kinesiske produsenter stadig sterkere.

Kinas myndigheter har nemlig latt den dype bolignedturen gå sin gang, og satt alle kluter til i kampen om å dominere i strategisk viktige næringer. Det har gitt bedre økonomisk vekst enn den fortsatt labre innenlandske etterspørselen skulle tilsi. Verdens nest største økonomi har, tross stadig flere handelshindringer og svekket utenlandsk investeringsvilje, overrasket med sine gjennombrudd i halvlederproduksjon og sin økende dominans i det globale elbilmarkedet. Fremskrittene er imidlertid drevet frem av kraftige insentiver med høye økonomiske kostnader. Det er en åpenbar risiko for oppbygging av stor overkapasitet, blant annet i bilindustrien, ikke minst fordi vi tror at handelsforholdet til vestlige økonomier vil fortsette å forverre seg.

Både Storbritannias og eurosoneens økonomi stagnerte i fjor, først og fremst som følge av tilbakeholdne forbrukere. Tysk økonomi gjorde det dårligst av sine kollegaer i valutaunionen, med et moderat fall. Nøkkelen til å forstå hvorfor ligger i arbeidsmarkedene. Mens tysk arbeidsledighet har steget som følge av industrinedturen, og trolig bidratt til økt forsiktighet blant forbrukerne, har ledigheten i de andre store, og mindre industritunge, eurosoneøkonomiene holdt seg svært lav. Lav belåningsgrad og tradisjon for fastrentebinding i både Tyskland og de store eurosoneøkonomiene har imidlertid bidratt positivt, ved å skjerme husholdningene fra en real rentekalddusj.

En slik kalddusj har derimot svenske og norske husholdninger fått. De ligger i verdenstoppen i rangeringer av gjeldsbyrder, og velger gjerne flytende renter på sine boliglån. Høyere strømsøtte og høyere lønnsvekst har ført til at norske husholdninger har strammet betydelig mindre til enn svenske. Svensk økonomi falt gjennom fjoråret, mens den norske slapp unna med tilnærmet stagnasjon, noe som også forklarer en større ledighetsoppgang i Sverige.

2024: Husholdningene får medvind av inflasjonsfall, lav ledighet og rentekutt

Vi venter at inflasjonsnedgangen fortsetter i 2024, om enn i en avtakende fart. I USA, eurosone og Sverige anslår vi at inflasjonen vil være ganske nær sentralbankenes mål (2 prosent) ved utgangen av året. Her hjemme anslår vi at den så vidt bikker under 4 prosent på samme tid, noe som i stor grad skyldes direkte og indirekte effekter av kronesvekkelsen, sistnevnte via bedret lønnsomhet i industrien som gir rom for høyere ramme for lønnsveksten i de koordinerte oppgjørene.

Kostnadene av den pengepolitiske innstramningen har vært svært beskjedne for USA, mens vesteuropeiske økonomier bærer tydeligere preg av motvind.

Kina setter alle kluter til i kampen om å dominere i strategisk viktige næringer. På kort sikt er det positivt for den økonomiske veksten, men det er en risiko for oppbygging av stor overkapasitet, blant annet i bilindustrien.

Europeiske forbrukere har vært tilbakeholdne, som følge av et stort fall i kjøpekraften.

Norske og svenske husholdninger har fått rentekalddusj, men nordmenn har fått støtte av høyere strømsøtte og høyere lønnsvekst.

Inflasjonsnedgang også i 2024, men mer moderat, og Norge vil fortsette å henge etter.

Vi anslår myke landinger, uten økonomiske tilbakeslag og markert oppgang i arbeidsledigheten. En viktig årsak til det er støtten vestlige husholdninger får fra flere kanter. Lønnsveksten vil forbli høyere enn normalt, og i kombinasjon med mye lavere prisvekst enn i de foregående to årene gir det oppgang i både reallønn og disponible inntekter etter flere tunge år. Rett nok vil rentekostnader som andel av disponibel inntekt, stige gradvis videre i landene med mye bruk av fastrenter, men neppe så mye at det hindrer en klar oppgang i kjøpekraften fra året før. Rentekuttene vil dessuten kunne bidra til økt optimisme blant både bedrifter og husholdninger, etter flere år med stor usikkerhet om hvilket nivå sentralbankrentene ville ende opp på.

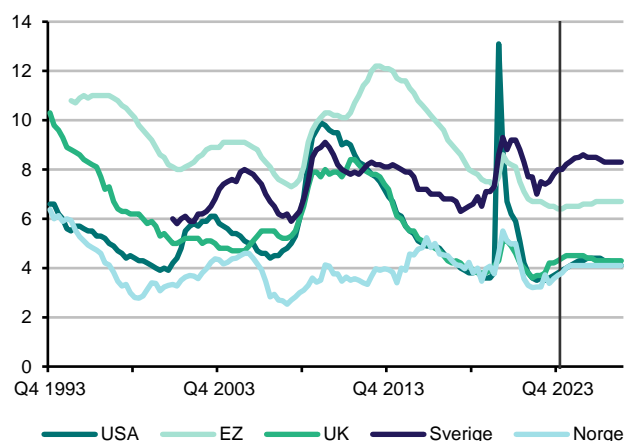
Myke landinger uten markert oppgang i arbeidsledigheten, mye takket være et oppsving i husholdningenes kjøpekraft

Reallønn. Faktisk (2022) og DNB Markets' anslag. å/å



Kilde: LSEG Datastream, DNB Markets

Arbeidsledighet. Faktisk og anslag. Prosent



Kilde: LSEG Datastream, DNB Markets

Vi anslår god forbruksvekst både i USA og eurosonen i 2024. I Storbritannia, Norge og Sverige, der gjelden er høyere og rentegjennomslaget raskere, vil forbrukerne trolig vise seg fra en forsiktig side gjennom første halvår. Når rentenedgangen starter, vil stimulansen virke tilsvarende raskt, slik at vi ser et oppsving i forbruket igjen.

Bank of England vil trolig starte rentekuttene først, i mai i år, etterfulgt av Federal Reserve (Fed), ECB og Riksbanken i juni. Vi venter at alle vil gå gradvis og systematisk frem, med kutt på annethvert rentemøte, til det ønskede nivået er nådd.

Rentekutt fra de store sentralbankene i sommer, mens Norges Bank venter til september av hensyn til kronkursen

Norges Bank vil måtte være særlig påpasselig med å begrense reduksjonen i rentedifferansen mot utlandet, etter erfaringene fra i fjor vinter. Da sakket Norges Bank, i motsetning til andre sentralbanker, rentehevingstempoet. Resultatet var at kronesvekkelsen skjøt fart. Tempoet måtte skruses opp, og Norges Bank, som var først ute blant vestlige sentralbanker med å heve renten høsten 2021, ble også trolig den siste til å heve den, i desember i fjor.

Rentene stabiliserer seg på et høyere nivå enn før pandemien.

Den myke landingen, i kombinasjon med kostnads- og aktivitetsdrivende strukturendringer knyttet til klima- og energiomstillingen, økt proteksjonisme og deglobalisering, vil øke usikkerheten om hvorvidt nedgangen i inflasjonen blir av det varige slaget. Derfor vil sentralbankrentene trolig stabilisere seg på et høyere nivå enn vi var vant til før pandemien.

Vi anslår at Fed stanser på 3,75 prosent, Bank of England på 3,50 prosent, Norges Bank på 3,25 prosent, Riksbanken på 3,00 prosent og ECBs på 2,75 prosent.

Nedgangen i Feds styringsrente anslås å stoppe opp på 3,75 prosent, Bank of Englands rente på 3,50 prosent, Norges Banks rente på 3,25 prosent, Riksbankens rente på 3,00 og ECBs innskuddsrente på 2,75 prosent.

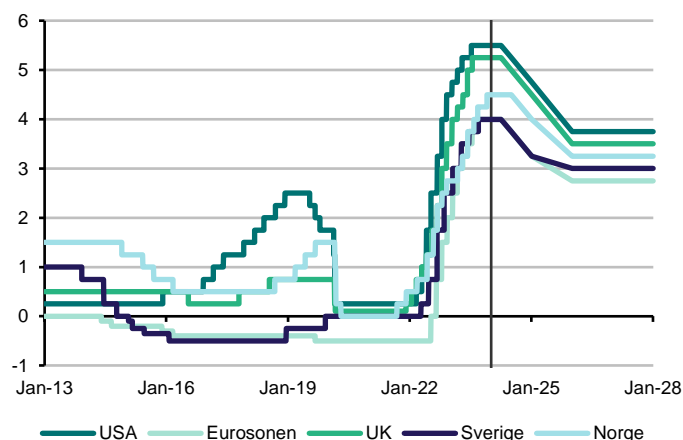
Markedet: Oppgang i lange renter, kronefall og eurostyrking

Markedsprisingen gjenspeiler i skrivende stund en forventning om en gunstig cocktail: Myke økonomiske landinger, iallfall i USA, og et markert rentefall.

Vi tror også på myke landinger, og er gjennomgående mer optimistiske enn konsensus i våre vekstprognoser. Vi mener derimot ikke at dette kan kombineres med et så tidlig og markant rentefall som markedet priser inn, gitt sentralbankenes rettmessige frykt for å mislykkes med jobben om å stabilisere inflasjonen på 2 prosent. Får vi rett i våre styringsrenteprognoser ligger det ikke an til en nedgang i lange renter i året som kommer. Tvert imot kan vi vente en midlertidig oppgang i løpet av våren, når markedet vil prise inn en mer gradvis og forsiktig rentekuttstrategi.

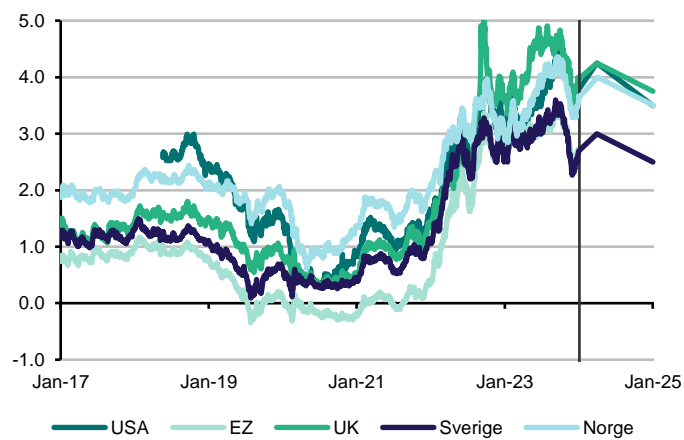
En myk landing og et markert rentefall lar seg ikke kombinere, etter vårt syn. Lange renter ventes å stige til våren, som følge av at markedet priser inn en noe senere, men også saktere, renteoppgang. Det kan gi motvind for risikosensitive aktiva, inkludert den norske krona.

Sentralbankenes styringsrenter. Faktisk og anslag. Prosent



Kilde: LSEG Datastream, DNB Markets

10-års swaprenter. Faktisk og anslag. Prosent



Kilde: LSEG Datastream, DNB Markets

2024 kan derfor bli et skuffelsens år for risikosensitive aktiva. Det inkluderer den norske krona, som gjorde et sterkt comeback mot slutten av fjoråret, som følge av et globalt rentefall i kombinasjon med Norges Banks overraskende renteheving og tiltakende risikoappetitt. Med en reprising av markedsrentene ute, slik vi venter, vil risikoappetitten trolig dempes og rentedifferansen mot utlandet krympe igjen. Det vil gi motvind for krona. Når året er omme, tror vi en euro igjen vil koste nærmere 12 kroner.

Euroen vil, etter vårt syn, bli vinneren i valutamarkedene i året i 2024. Om vi får rett, vil eurosonens økonomi vokse langt mer enn konsensusanslagene antyder, noe som vil løfte rentedifferansen mot USA. Vi anslår derfor at EURUSD noteres rundt 1,17 på ett års sikt.

2025 - 2027: Gjenstridig inflasjon

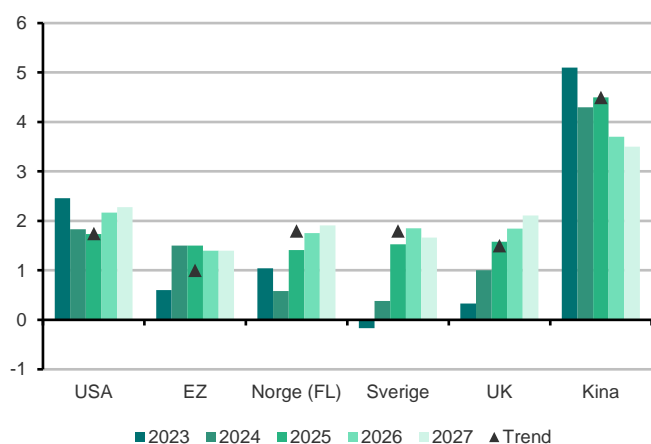
Vi anslår at den økonomiske veksten i vestlige land vil holde seg godt oppe også i årene som kommer. Med lavere renter ligger det an til et tydelig forbruksoppsving for Norge og Sverige, landene som på grunn av høy husholdningsgjeld tynges mest av renteoppgangen i innværende år. Arbeidsmarkedene i Vesten vil generelt forbli stramme nok til å sikre god reallønnsvekst, noe som legger et solid grunnlag for forbruksvekst til tross for at rentene blir liggende på et høyere nivå enn før pandemien.

Storpolitiske forhold gir god grunn til å vente vekst i både offentlige og private bedriftsinvesteringer i årene som kommer. Vi ser ikke at forholdet mellom Russland og Vesten kan bedres, selv i et scenario der krigen i Ukraina tar slutt. Den militære opprustningen vil derfor etter alle solemerker fortsette. Vi ser heller ikke noen ende på rivaliseringen mellom USA og Kina. Kinas raske teknologiske fremskritt, ikke minst innenfor halvlederindustrien, vil nok heller bidra til at spenningen tiltar. Vi legger til grunn at Vesten, med USA i spissen, fortsetter å bygge opp handelshindringer og subsidier myntet på å stagge Kina og fremme egen strategisk viktig industri. Det vil berede grunnen for at vestlige bedrifter i stadig større grad velger å satse på produksjonsfasiliteter i hjemlandet eller geografisk, alternativt politisk, nære land. I den fremvoksende delen av verdensøkonomien venter vi en videre nedgang i Kinas andel av grensekryssende investeringer, mens land i Øst-Europa og Sør-Amerika trolig vil oppleve vil oppleve økt investeringsinteresse fra utlandet.

Det er utsikter til god økonomisk vekst i Vesten også de påfølgende tre årene.

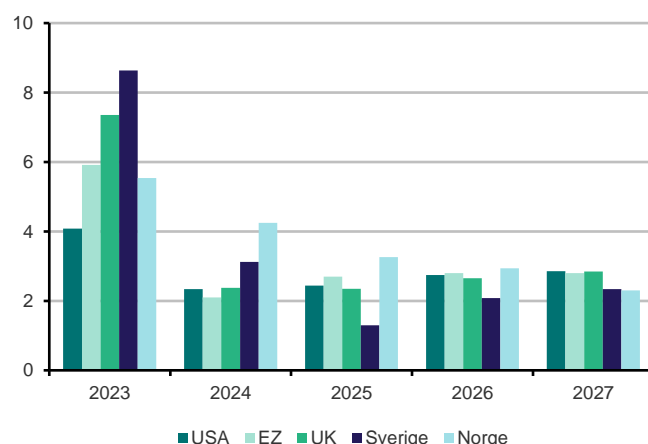
Forbruksveksten vil støttes av stramme arbeidsmarkeder, mens investeringene løftes av tre strukturelle trender: deglobalisering, klima- og energiomstilling og behovet for militær opprustning.

BNP-anslag. Prosent å/å



Kilde: LSEG Datastream, DNB Markets

Inflasjonsanslag. Prosent å/å



Kilde: LSEG Datastream, DNB Markets

Sist, men ikke minst: For å nå ambisiøse klimamål må det investeres stort og raskt i produksjon av fornybar energi, mer energieffektive bygg og renere produksjonsprosesser. For å få dette til trapper myndighetene, særlig i Europa, stadig opp krav og standarder og CO2-avgifter. USA har hovedsakelig tatt i bruk subsidier som virkemiddel, med klare proteksjonistiske elementer, myntet på å øke antall arbeidsplasser.

Hensikten bak investeringene nevnt over er å bremse global oppvarming og minimere eksponeringen mot brå skift i geopolitiske rammevilkår og andre typer handelsforstyrrelser. Hensyn til produktivitet og kostnadsminimering må i mange tilfeller vike. De nevnte investeringsløftene vil derfor ikke bare bidra til arbeidsplasser og aktivitet, men også til økt underliggende kostnadsvekst. Investeringer i automatisering, digitalisering og kunstig intelligens vil dempe, men neppe hindre, en slik effekt.

De samme trendene gir utsikter til høyere underliggende kostnadsvekst. Vi anslår at inflasjonen på to-tre års sikt stabiliserer seg nærmere tre enn to prosent.

Med våre anslag for en god økonomisk utvikling med ganske stramme arbeidsmarkeder, kombinert med høyere strukturell kostnadsvekst, anslår vi derfor at inflasjonen i vestlige land tar seg opp igjen fra neste år. I våre prognoser blir den liggende i overkant av sentralbankenes mål de neste tre årene, nærmere 3 enn 2 prosent.

Prognoser er usikre. Her er noen av risikofaktorene vi har drøftet i prosessen

Blant utallige kjente og ukjente faktorer som kan gi en annen utvikling i økonomi, inflasjon, renter og valuta enn vi anslår, vil vi trekke frem disse:

- **Raskere inflasjonsnedgang kan gi tidligere rentekutt, svakere økonomi kan gi raskere og større kutt.** De toneangivende sentralbankene har ingen klar plan for rentesettingen i øyeblikket, og signaliserer at den løpende utviklingen i den underliggende inflasjonen, og

faktorer som påvirker den, vil bli avgjørende for rentesettingen. Om inflasjonsnedgangen de nærmeste månedene blir mer markert enn vi anslår, kan rentekuttene komme tidligere. Så lenge den økonomiske utviklingen er god, tror vi imidlertid ikke at kuttene vil komme på løpende bånd eller i store skritt. Dersom det skjer, vil risikoen for en ny inflasjonsdønning øke. Dersom en raskere inflasjonsnedgang derimot skjer hånd i hånd med en svakere økonomisk utvikling enn vi anslår, med en tilhørende svak utvikling i arbeidsmarkedet og lønnsvekst, ligger det an til både hyppigere og større rentekutt enn vi anslår.

- **Usikkerhet om størrelse og timing på kostnadsimpulsene fra deglobalisering og klimaomstilling.** Vi anslår at strukturelle skift i handel, investeringsretninger- og behov, vil løfte både aktivitets- og kostnadsvekst i vestlige økonomier. Det vil bidra til høyere nominelle og reelle renter, relativt til det vi har sett de siste femten årene. Vi har imidlertid ingen gode holdepunkter for å anslå verken hvor store disse effektene blir, eller i hvilket tempo de slår inn. Etter vårt syn er risikoen rundt størrelsen på utslaget balansert: Den underliggende kostnadsveksten, og dermed også rentenivået på 2-3 års sikt, kan både bli høyere og lavere enn vi anslår. Vi tror derimot at det kan være en større risiko for at vi har lagt inn effektene for tidlig i våre anslag, enn at vi har lagt dem inn for sent.
- **Usikkerhet om markedsutslag av presidentvalget i USA.** Både retning og størrelse på markedsutslag knyttet til ulike utfall av valget framstår som svært uforutsigbart. Vi har, basert på meningsmålinger, lagt til grunn at Trump blir valgt til president. Forrige gang det skjedde, ga det store og langvarige markedsutslag, i form av både rente- og aksjeoppgang. Vi legger ikke til grunn tilsvarende utslag nå, først og fremst fordi det nok i større grad er priset inn en Trump-seier i markedet, men også fordi de store skattekuttene som skapte begeistring allerede er tatt. Ved et valgnederlag for Trump er det en risiko for at det oppstår turbulens, i samme kategori som stormingen av Capitol Hill for fire år siden, som også kan gi utslag.
- **Risiko for deflatorisk sjokk med opphav i Kina.** I analysene våre peker vi på myndighetenes storstilte subsidier til kinesisk industri som årsak til at økonomien og global råvareetterspørsel holder seg bedre oppe enn vi tidligere har ventet. Vi frykter imidlertid at en ny boble er under oppseiling, og spør om det er etterspørsel nok til å absorbere det voldsomme løftet i produksjonen av varer, ikke minst biler. Kinesiske forbrukere forblir tross alt sparsommelige, og amerikanske handelsbarrierer er høye og økende. Også Europa truer nå med straffetoll for å hindre at deres egne bilprodusenter blir totalt utradert. Tradisjonen tro tar slike tiltak tid å gjennomføre, og i mellomtiden er det en risiko for at kinesiske eksportpriser blir dumpet for å få avsetning på varene. Det kan i så fall føre til lavere inflasjon i Vesten enn vi anslår.
- **Oljeprisfall kan gi lavere inflasjon og bedre økonomisk utvikling, og vise versa.** I våre prognoser anslår vi en moderat oppgang i oljeprisen gjennom året. Oppsiderisikoen er knyttet til tilbudssideforstyrrelser, som for eksempel en eskalering av Midtøsten-konflikten. Vi ser imidlertid en større risiko for at oljeprisen kan falle tilbake til 50 dollar fatet, som følge av en endring i OPECs strategi. I så tilfelle vil inflasjonen falle mer, og gi ekstra støtte til forbruksveksten i Vesten. Kombinasjonen av lavere energipriser og høyere økonomisk vekst vil trolig føre til at renteutsiktene i en slik situasjon ikke blir vesentlig endret relativt til våre prognoser. Her hjemme vil utslaget på kronekursen av et slikt scenario bli viktig for renteutslaget. Et stort fall i oljeprisen vil isolert sett bidra til en svakere krone, men samtidig vil den godartede årsaken til oljeprisfallet kunne føre til at markedsaktørene blir mer risikovillige. I så fall kan i alle fall deler av kronesvekkelsen motvirkes.
- **Nye forstyrrelser i verdenshandelen kan oppstå.** Den største kjente risikoen er en krig i Taiwan-stredet, som utløser sanksjoner fra Vesten. Med Kinas fortsatt dominerende rolle i verdenshandelen vil forstyrrelsene kunne bli svært store, og trolig innebære blant annet en markert oppgang i inflasjonen.

USA

På vei mot myk landing

Farten i amerikansk økonomi holdt seg godt oppe i fjor, tross renteoppgangen. Vi venter en viss nedkjøling i år, men ikke noen markert oppgang i ledigheten. Inflasjonen har avtatt betydelig, og ventes å falle videre i 2024. Vi tror derfor at Federal Reserve (Fed) vil senke styringsrenten gradvis fra juni i år, noe som vil bidra til hindre et mer markert tilbakeslag.

Myk landing er fortsatt vårt hovedsyn

Utviklingen det siste halvåret har styrket oss i troen på at amerikansk økonomi står foran en myk landing. Det er tre hovedgrunner til det. For det første var aktiviteten i økonomien sterkere enn ventet i andre halvår av 2023. For det andre har inflasjonen avtatt videre, til en mer normal underliggende takt. For det tredje ser Fed ut til å ha stoppet innstrammingene i tide, og sentralbanken indikerer at den snart er rede til å senke rentene igjen.

Den solide BNP-veksten viser at økonomien har tålt renteoppgangen bedre enn fryktet. Spesielt har det private forbruket utviklet seg sterkt, til tross for lavere inntekstvekst. Husholdningene har fortsatt å benytte seg av oppsparte midler fra pandemien. Bedriftene har heller ikke blitt så hardt rammet av høyere renter. Det skyldes blant annet at kredittpåslag har holdt seg lave og at kapitaltilgangen har vært god. Bankenes innstramming har kun vært moderat og ikke gitt bråstopp i investeringene.

Inflasjonen har avtatt uten at ledigheten har økt. Grunnen er antakelig at presset i arbeidsmarkedet har avtatt, noe som gjenspeiles i færre ledige stillinger og færre frivillige oppsigelser. Fed har lenge argumentert for at kan være mulig å få til en nedkjøling av arbeidsmarkedet uten at ledigheten stiger. Nå virker det mer sannsynlig at sentralbanken har greid å finne den riktige doseringen på innstrammingen.

Høy fart i andre halvår 2023 løfter veksten i 2024. Vi har derfor høyere anslag for inneværende år nå enn i vår foregående rapport, men det skyldes stort sett et større overheng fra fjoråret. Våre nye prognoser innebærer en BNP-vekst på 1,8 prosent i år og omtrent samme fart neste år. Vi venter fortsatt at inflasjonen faller mer på kort sikt,

Makroøkonomiske nøkkeltall

	2023	2024	2025	2026	2027
Privat forbruk	2.1	1.7	1.6	1.8	1.8
Offentlig forbruk	4.0	2.4	1.5	1.5	1.5
Boliginvesteringer	-10.8	1.4	4.1	5.0	5.0
Næringsinvesteringer	4.1	0.9	2.5	4.3	5.0
Eksport	2.4	1.7	2.3	2.8	3.0
Import	-1.6	1.8	2.5	2.8	3.0
BNP	2.5	1.8	1.7	2.2	2.3
Arbeidsledighet (prosent)	3.7	4.1	4.4	4.4	4.2
KPI	4.1	2.3	2.4	2.7	2.9
Kjerne-PCE	4.1	2.2	2.1	2.7	2.8
Lønn	4.5	3.9	3.9	4.1	4.2

Kilde: LSEG Datastream, DNB Markets

Knut A. Magnussen
knut.magnussen@dnb.no
+47 47 60 40 46

og bereder grunnen for betydelig rentenedgang. På litt lenger sikt tror vi imidlertid at de-globalisering, økte kostnader ved energiomstilling og et vedvarende sterkt arbeidsmarked vil presse inflasjonen noe oppover igjen. Det vil etter vårt syn bety at Fed ikke vil sette renten helt ned til 2,5 prosent, et nivå sentralbanken ser på som nøytralt.

Husholdningene hindrer resesjon – men mobiliteten svekkes

Så lenge husholdningenes etterspørsel holder seg oppe, er det vanskelig å se for seg et tilbakeslag i amerikansk økonomi. Det private forbruket utgjør tross alt rundt 70 prosent av etterspørselen i økonomien. En resesjon utløses gjerne av en uventet hendelse, som gir økt frykt, høyere sparing og nedgang i konsumet. Husholdningene fremstår nå som svært hardføre, noe som demper risikoen for et tilbakeslag.

Renteoppgangen har hatt liten effekt på husholdningenes finanser. Gjeldsbetjeningskostnadene har steget lite og ligger fortsatt på kun rundt 10 prosent av inntektene. Den beskjedne oppgangen skyldes at de aller fleste husholdninger har fast rente på boliglånet, og at gjeldsnivået er lavt. Dessuten er rentebindingen lang, gjerne 15 eller 30 år. Mange benyttet dessuten anledningen til å refinansiere lånet på en meget lav fastrente under pandemien. Husholdningene var dermed godt beskyttet da renten begynte å stige markert i 2022. I gjennomsnitt er fastrenten fortsatt i underkant av 4 prosent, selv om renten på nye lån med 30-års løpetid ligger på 6,8 prosent.

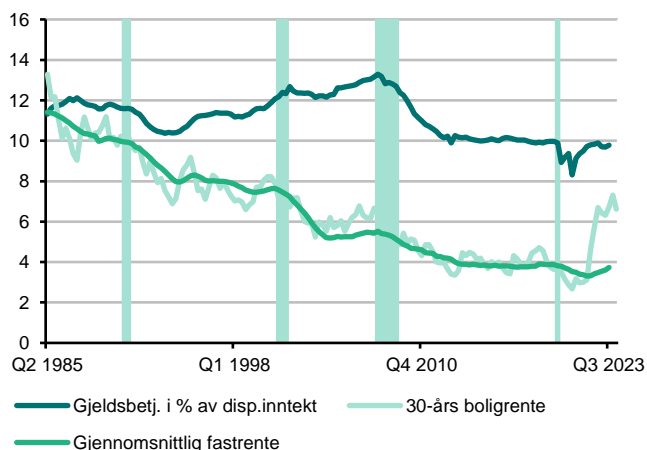
Den eneste haken ved denne situasjonen er at boliglånene er knyttet til boligen. Det betyr at de som ønsker eller tvinges til å flytte, må refinansiere lånet til en mye høyere rente. Det fremstår i dagens marked som svært ugunstig og hemmer dermed mobiliteten i bolig- og arbeidsmarkedet. Mindre tilgang på ledige jobber fremover kan likevel tvinge flere til å flytte. Det vil også bety at størrelsen på renteeffektene vil øke.

Husholdningene har i etterkant av pandemien tært mye på oppsparte midler. Sparingen økte kraftig under pandemien, både som følge av restriksjonene og store overføringer fra myndighetene. Den ekstraordinære sparingen nådde en topp på i overkant 2000 mrd. dollar. Våre beregninger (se figur under) tyder på at det nå er lite igjen av denne sparingen. Størrelsen anslås til mellom 0 og 700 mrd. dollar avhengig av hvilken trend som legges til grunn. Det passer godt med San Fransisco Fed sine anslag på rundt 300 mrd. for november i fjor.

Lite gjenværende overskuddssparing betyr at forbruket fremover primært vil bli drevet av husholdningenes disponible inntekter. Dermed er vi tilbake til en normaltilstand. Det er vanligvis høy korrelasjon mellom inntekt og forbruk.

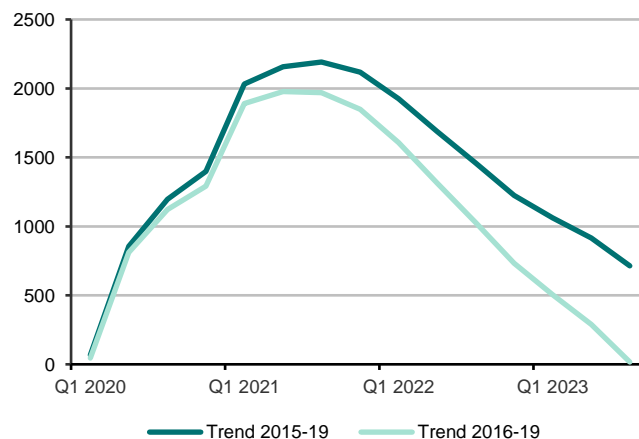
Husholdningene har stort sett fastrente med lang løpetid. Det demper effektene av renteoppgangen betydelig.

Gjeldsbetjeningskostnad, boliglånsrente (%) og resesjoner



Kilde: LSEG Datastream, DNB Markets

Husholdningenes overskuddssparing, mrd. USD



Kilde: LSEG Datastream, DNB Markets

Oppgang i husholdningenes inntekter tilsier brukbar forbruksvekst

Den viktigste inntektskomponenten er reallønningene. Etter to år med høy inflasjon og reallønnsfall i 2021 og 2022, ga fjoråret oppgang i kjøpekraften. I tillegg bidro god vekst i sysselsettingen til at lønnsinntektene steg med i overkant av 6 prosent. Samlet sett var inntekstveksten (reelt) solid i fjor, noe som bidro til å løfte både konsum og sparing. I 2024 ser vi for oss at reallønningene vil vokse mer enn i 2023, men at jobbveksten vil avta. Samlet sett tror vi likevel at inntektene stiger nok til å holde forbruksveksten godt oppe også i år, til tross for at veksten i både rente- og utleieinntekter antakelig vil dabbe en del av.

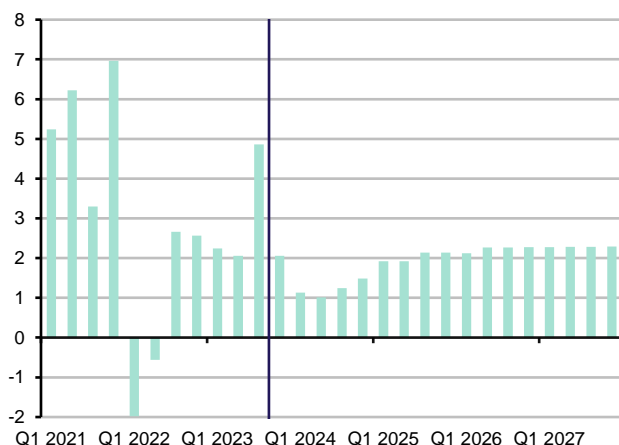
God inntektsvekst i 2023, noe svakere i 2024

Bedriftenes investeringer vil trolig svekkes en del i år

Så langt er det ingen klare tegn til oppbremsing i investeringene. Flere forhold virker positivt, spesielt myndighetenes satsing på infrastruktur og på oppbygging av fornybar industri. Subsidiene i Inflation Reduction Act (IRA) gir sterke incentiver til både amerikanske og utenlandske selskaper om å investere i USA. Tross renteoppgangen har de finansielle forholdene dessuten bedret seg i det siste. Lange renter har avtatt, og aksjemarkedet har steget. I tillegg har kredittpåslagene holdt seg lave. På den negative siden har bankene strammet en del inn på sine lånevilkår til næringslivet. Siden utsiktene for økonomien er usikre og mange forventer lavere økonomisk vekst, synes vi det er rimelig å legge til grunn en svak investeringsutvikling i år, men en betydelig bedring neste år gitt at rentene kommer ned.

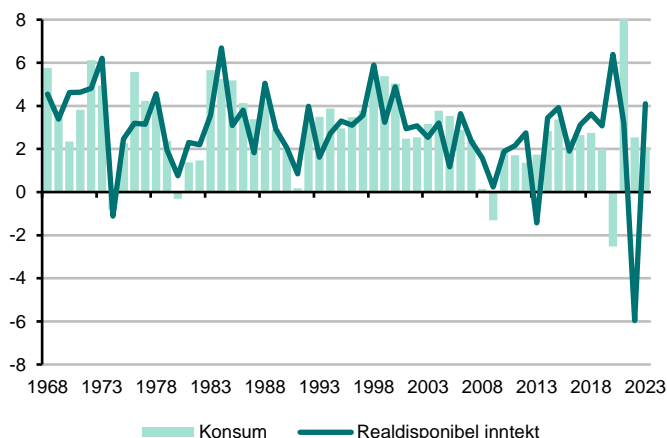
Investeringsdriverne er blandet: Offentlig politikk trekker opp, mens bankenes innstramming og svakere utsikter trekker ned

BNP, prosent k/k, annualisert



Kilde: LSEG Datastream, DNB Markets

Konsum og inntekt, prosent å/å



Kilde: LSEG Datastream, DNB Markets

Lite slakk og svak produktivitet vil løfte inflasjonen på sikt

Med en BNP-vekst på 1,7-1,8 prosent neste to årene, vil arbeidsledigheten sannsynligvis kun øke svært moderat. Vi anslår en gradvis oppgang mot 4,5 prosent mot slutten av 2025, og deretter en nedgang igjen ettersom veksten i økonomien ventes å tilta ytterligere. Det har vært en god sammenheng mellom presset i arbeidsmarkedet, målt ved de som sier opp jobben frivillig («quits») og lønnsveksten, målt ved Employment Cost Index (ECI), se figur nedenfor. Denne sammenhengen tilsier at lønnsveksten vil falle noe mer. Vi venter derfor at veksten i lønningene vil avta videre i år, men den vil trolig ta seg noe opp igjen over tid.

Med en lønnsvekst på rundt 4 prosent, slik vi anslår fremover, må produktivetsveksten opp til rundt 2 prosent for å holde inflasjonen nede rundt inflasjonsmålet på 2 prosent. Produktiviteten ser ut til å være på klar vei opp, og har på de siste målingene ligget rundt 2 prosent. Vi tror imidlertid dette skyldes ettervirkninger av pandemien, og ikke effekter av kunstig intelligens eller andre strukturelle endringer. På litt sikt tror vi produktiviteten avtar til rundt 1,5 prosent, som sammen med lønnsveksten vil innebære noe inflasjonspress.

Inflasjonsnedgang gir rom for rentekutt

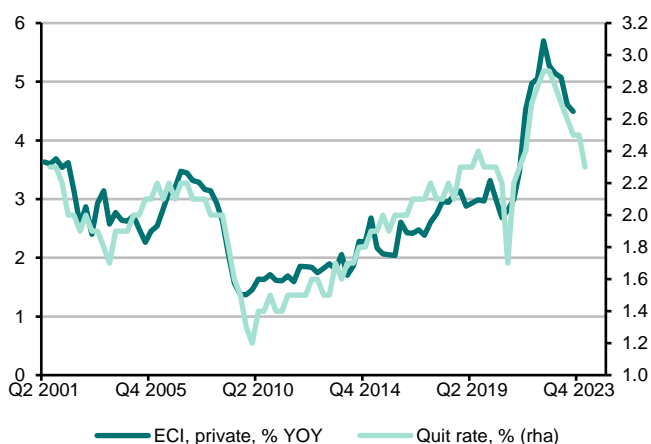
Inflasjonstakten, målt ved årsveksten i KPI, nådde en topp på 9,1 prosent i juni 2022. Deretter avtok den markert til 3,0 prosent i juni i år. Utover høsten har inflasjonen holdt seg over 3 prosent, men veksten på månedsbasis har vært lav mot slutten av året. Vi forventer at inflasjonen faller videre ned mot 2-prosentmålet, før den gradvis trekker noe oppover igjen.

Kjerneinflasjonen, som utelater mat- og energivarer, falt også gjennom høsten, fra 4,8 prosent i juni til 3,9 prosent i desember. Fremover forventer vi at lavere vekst i husleiene vil presse inflasjonen videre ned. Andre deler av tjenesteinflasjonen vil kunne falle mer. Dette gjelder både for transport- og helsetjenester, der lavere lønnsvekst trolig vil dempe prisstigningen.

I oktober og november steg PCE-inflasjonen, Feds foretrukne inflasjonsindikator, mindre enn KPI-inflasjonen på månedsbasis. Dermed kom årsveksten helt ned i 2,6 prosent i november, mens kjerneinflasjonen falt til 3,2 prosent. Flere indikatorer peker i retning av ytterligere nedgang. Produsentprisene viser nå en årlig prisvekst på 2,0 prosent, mens 6-måneders veksten for kjerne-PCE viser en årstakt på 1,9 prosent i november.

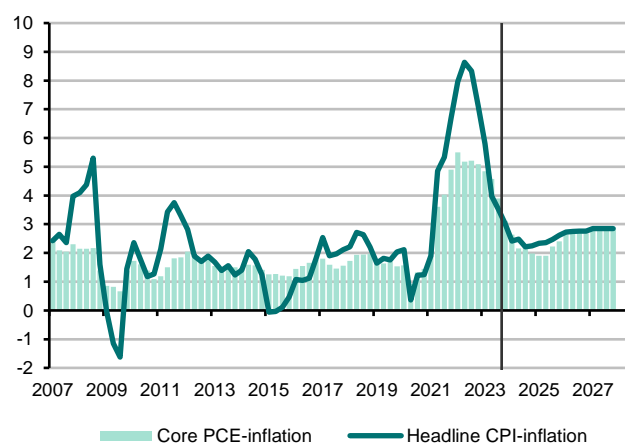
Fed reviderte ned sine anslag på PCE-inflasjonen med hele 0,5 prosentpoeng fra september til desember. Det viser at sentralbanken ble tydelig overrasket over nedgangen. Det var nok også den viktigste grunnen til at det mot slutten av 2023 kom signaler om at renten vil kunne settes ned i 2024. Medianmedlemmet i rentekomiteén så i desember for seg tre rentenedsettelsler á 25bp. i år, mens markedet både da og nå priser inn seks kutt.

Lønnsvekst og frivillige oppsigelser



Kilde: LSEG Datastream, DNB Markets

Inflasjon. Prosent å/å



Kilde: LSEG Datastream, DNB Markets

Fed vil trolig kutte gradvis

Fed hevet styringsrenten til 5,25-5,50 prosent i juli i fjor. Det betyr at renten ligger langt over nivået Fed anser som nøytralt (2,5 prosent). Siden inflasjonen har kommet langt ned, og nærmer seg inflasjonsmålet, er det derfor rimelig å vente rentenedgang fremover. Gitt at økonomien fortsetter å utvikle seg solid, og det ikke kommer klare tegn på resesjon, tror vi likevel Fed drøyer til juni med første rentekutt. Siden Fed kom bakpå da inflasjonen skjøt fart, er det grunn til å tro at sentralbanken drøyer litt ekstra før renten settes ned igjen.

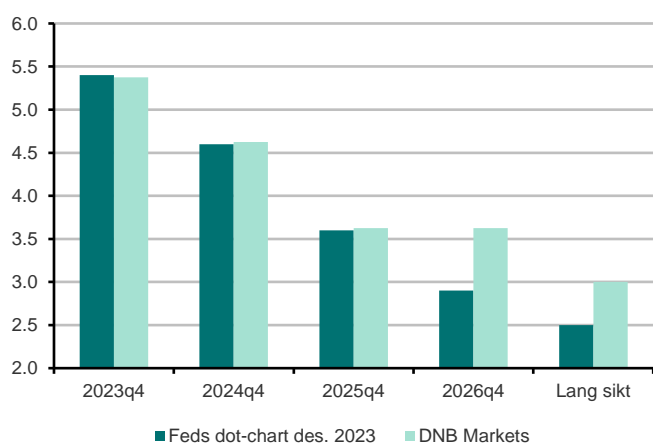
Vi tror også at rentenedsettelsene vil komme gradvis, i form av kutt á 25bp. på annet hvert rentemøte, i tråd med det Fed har indikert gjennom sitt «dot-chart». I desember viste figuren tre rentekutt i år, fire neste år og deretter tre i 2026. Vi tror Fed vil følge denne guidingen både i 2024, med kutt i juni, september og i desember, og i 2025 med kutt i mars, juni, september og i desember. I slutten av neste år har renten da kommet ned til 3,75 prosent.

En slik forsiktig nedgang vil være i tråd med det et sentralt medlem av Feds rentekomiteé (FOMC), Christopher Waller, nylig tok til orde for. Ved å gå gradvis frem demper Fed risikoen for at inflasjonen skal skyte fart igjen. Samtidig kan hastigheten i kuttene økes dersom det

kommer klare tegn til at økonomien er i ferd med å svekkes. Et slikt scenario tror vi betinger at økonomien bremser markert opp og at arbeidsledigheten begynner å øke. Da kan rentekuttene komme raskere, for eksempel med kutt på hvert rentemøte eller i større porsjoner.

Vi tror ikke Fed vil kutte styringsrenten helt ned til 2,5 prosent, som fortsatt er sentralbankens indikasjon på et nøytralt rentenivå. Snarere venter vi at renten holdes på 3,75 prosent i 2026/27. Det skyldes at vi da venter tegn til at arbeidsmarkedet strammer seg til og at inflasjonen begynner å ta seg noe opp igjen. Dersom Donald Trump blir president fra 2025, slik målingene nå indikerer, vil han antakelig begrense innvandringen til USA. Det tilsier at det kan bli vanskeligere for næringslivet å få tak i arbeidskraft, noe som styrker vår tro på at Fed vil beholde en innstrammende pengepolitikk.

FOMC «dot-chart» og DNB Markets' prognoser. Prosent



Kilde: LSEG Datastream, FOMC, DNB Markets

Fed Funds (prosent), og resesjoner



Kilde: LSEG Datastream, DNB Markets

Normalrenten kan etter hvert bli justert oppover

Feds syn på størrelsen på nøytralrenten er forankret i beregningene foretatt av president i New York Fed, John Williams, og hans kollegaer. Oppdaterte beregninger av denne modellen (se <https://www.newyorkfed.org/research/policy/rstar>) viser at det reelle, nøytrale rentenivået ligger rundt 1 prosent. Det tilsier at anslaget for den nøytrale nominelle renten kan bli justert opp til 3 prosent etter hvert. Beregningene viser dessuten at det er en klar oppgang i trendveksten i økonomien i det siste, tidligere en viktig driver for den nøytrale renten. Svekkede statsfinanser i USA (og Europa) tilsier dessuten redusert global sparing og dermed høyere normale renter. Dersom Fed justerer sitt syn på den nøytrale renten oppover etter hvert, vil det støtte opp om vårt syn på at renten ikke vil senkes så mye fremover.

Usikkerhet ved prognosebanen: Donald Trump vs Joe Biden

Det er betydelig usikkerhet knyttet til prognosene. Siden meningsmålingene nå tyder på at Trump vil vinne presidentvalget og dermed ta over som president fra 2025, legger vi det til grunn for våre prognoser. Et slikt utfall styrker oss i troen på at arbeidsmarkedet vil holde seg relativt stramt, og dermed legge et press oppover på lønnsvekst og inflasjon. Dette skyldes at han vil føre en strengere innvandringspolitikk enn Biden har gjort. Trump vil dessuten føre en mer proteksjonistisk politikk og forsøke å reversere dagens stimulans av grønne investeringer. Vi tror ikke dette får stor makroøkonomisk betydning. Grønne investeringer vil trolig bli erstattet av brune, gitt Trumps annonserte satsing på bilindustrien. Økt proteksjonisme vil kunne øke innenlandsk etterspørsel, men svekke eksporten. Dersom Biden skulle greie å bli gjenvalgt, kan den viktigste forskjellen bli stramheten i arbeidsmarkedet.

Økonomiske konsekvenser av at Trump vinner valget

Det virker ikke å være noen tvil om at Trump vil vinne republikanernes nominasjonskamp, som nylig startet. Til det ligger Ron DeSantis og Nikki Haley, de eneste gjenværende konkurrentene, for langt bak på målingene. Det eneste som trolig kan hindre Trump er om høyesterett gir sin støtte til eksklusjonen av ham i valgene i Colorado og Maine. Vi har liten tro på at det vil skje, siden det er et flertall konservative dommere i høyesterett, hvorav tre ble utnevnt av Trump.

Meningsmålingene peker nå klart i retning av at Trump vil vinne mot Biden. Ledelsen er riktig nok ikke veldig stor på de nasjonale målingene (drøyt 2 prosentpoeng), men tendensen har gått i favør Trump de siste månedene. Presidentvalget avgjøres som regel i et knippe vippestater, som Pennsylvania, Wisconsin, Michigan, Georgia og Arizona. Målingene tyder så langt på at Trump leder i et flertall av vippestatene, selv om marginene varierer en del.

Om Biden skal greie å bli gjenvalgt, må han snu trenden på målingene og antakelig bedre sin «approval rating» betydelig. Til det kan han håpe på hjelp fra økonomien. Inflasjonen er på klar vei nedover og Fed har begynt å hinte om rentekutt. Markedet priser nå inn en rekke kutt allerede fra mars i år. Om det slår til, og arbeidsledigheten samtidig holder seg lav, vil Biden kunne få mer vind i valgeilet. På den annen side blir også andre saker viktige valgkampen.

La oss anta at Trump vinner, slik målingene indikerer. Hvilken kursendring kommer da for den økonomiske politikken? Hans program Agenda47 tyder på at det blir (mye) mer av det han gjorde i sin forrige periode, dvs. mer satsing på innenlandsk industri, på fossil energi og fossile biler, ny utmelding av Paris-avtalen, gjenoppbygging av strategiske oljelagre, samt en enda tøffere politikk mot Kina.

Trump's kanskje viktigste økonomiske grep vil være å sette tollsatsene opp enda mer. Ikke på import fra Kina, men han vil ha høyere satser på import fra andre land som har høyere toll på amerikanske produkter enn det USA har, slik at satsene jevnes ut. Et godt eksempel er biler, der EU har en tollsats på 10 prosent på biler fra USA, mens USA kun belaster biler fra EU med 2,5 prosent toll. Ifølge Trump vil en slik politikkenring både gi millioner av nye jobber, øke BNP og industriproduksjonen, samt bidra til en betydelig økning i offentlige inntekter. Agenda47 sier derimot ingen ting om mulige negative konsekvenser av redusert global handel, som også vil kunne ramme USA.

Trump lanserer også andre tiltak for å bedre de offentlige finansene. Han vil for eksempel kreve at Europa kompenserer USA fordi landet har bidratt mye mer til støtte av Ukraina enn det europeerne har. Hvordan han kan presse Europa til å betale er ikke presisert, men man kan jo tenke seg at han vil true med amerikansk utmelding av NATO. I tillegg vil Trump forsøke å hente inn det han mener bevilges for mye gjennom de årlige budsjettene, slik at overskytende ikke blir «sløst» bort. En slik endring krever imidlertid støtte i Kongressen, og avhenger dermed av om republikanerne oppnår flertall i begge kamre.

En økning i offentlig inntekter vil isolert sett kunne gi mindre budsjettunderskudd, og dermed lavere offentlig gjeld fremover. Det fordrer imidlertid at Trump ikke kompenserer innsparinger og økte tollinntekter med økte utgifter på andre områder, eller med skattelett. Det er ikke helt enkelt å få oversikt over hvordan tiltakene i Agenda47 samlet sett vil slå ut i de offentlige finansene. Trump vil for eksempel «bygge opp» igjen militæret, noe som åpenbart kan bli en kostbar affære. Han hinter også om at innstrammingene kan gi grunnlag for skattelett, men slike endringer må også godkjennes av Kongressen.

Ellers er det ingen tvil om at Trump ønsker å stramme inn på innvandringen, både den legale og også den illegale, i den grad han greier å sette i verk effektive tiltak. Mindre innvandring betyr også mindre tilgang på arbeidskraft, som har vært mangelvarer etter pandemien. En slik politikkenring kan dermed kunne føre til en innstramming av arbeidsmarkedet, med økende lønnsvekst og inflasjon som resultat. Det vil dermed også kunne bidra til en høyere rente fra Fed enn det som ellers hadde vært tilfelle.

EUROSONEN

Bedring i kjøpekraft gir bedre vekst

Vi beholder vårt positive syn på vekstutsiktene i eurosonen. Det skyldes at den viktigste driveren, privat konsum, ligger an til å ta seg opp nå som husholdningenes kjøpekraft er i betydelig bedring. Med beskjeden gjeldsgrad og mye bruk av lang fastrentebinding blant husholdningene, er det mindre risiko for at renteoppgangen det siste halvannet året vil knekke et oppsving i forbruket.

Vi tror på oppsving i år, etter stagnasjon i 2023

Eurosonens økonomi har stagnert det siste året, men vi er positive til utsiktene fremover. Grunnen til det er at stagnasjonen først og fremst skyldes en uvanlig svak utvikling i forbruket, som skyldes det kraftige fallet i husholdningenes kjøpekraft gjennom 2022 og første del av 2023. Nå som inflasjonen har kommet betydelig ned samtidig som lønnsveksten har steget til rekordhøye nivåer, venter vi at forbruket vil bedre seg igjen, slik at BNP-veksten løftes til 1,5 prosent år.

Negativiteten rundt eurosonens utsikter er overdrevet

Flere faktorer blir trukket frem for å forklare den svake utviklingen i eurosonen det siste året. Det kraftige fallet i tysk industriproduksjon er én, svakere eksporttetterspørsel fra land som Kina er en annen. Den europeiske sentralbankenes (ECBs) kraftige rentehevinger det siste halvannet året er en tredje. At Europa taper terreng mot USA og Kina i subsidiekappløpet i utbygging av fornybar energi er en fjerde. At disse faktorene blir sett på som viktige i å forklare stagnasjonen det siste året er viktig for å forstå hvorfor konsensusforventningen til veksten fremover også er svak. Ifølge Bloomberg er konsensusanslaget for BNP-veksten i eurosonen for 2024 på 0,5 prosent, ett helt prosentpoeng lavere enn vårt anslag.

Vår oppfatning er at nøkkelen til de økonomiske utsiktene primært ligger hos eurosonens forbrukere. En enkel regresjonsanalyse på kvartalsvis vekst i privat konsum og BNP i eurosonen siden 2000, og ekskluderer av et par spesielle kvartaler under pandemien og under finanskrisen, indikerer at 1 prosent vekst i privat konsum gir 0,75 prosent vekst i BNP i et gitt kvartal, alt annet like. Med andre ord: påvirkningen fra privat konsum er svært sterk.

Makroøkonomiske nøkkeltall. Eurosonen. Prosent å/å

	2023	2024	2025	2026	2027
Privat forbruk	0.4	1.8	1.7	1.6	1.6
Offentlig forbruk	0.1	1.0	0.4	0.0	0.0
Brutto investeringer	1.6	0.8	2.1	2.9	2.9
Eksport	1.2	1.0	2.2	2.0	2.0
Import	-0.4	0.9	2.3	2.4	2.4
BNP	0.6	1.5	1.5	1.4	1.4
Arbeidsledighet (prosent)	6.4	6.5	6.6	6.7	6.7
KPI	5.9	2.1	2.7	2.8	2.8
Kjerne-KPI	5.2	2.5	2.6	2.5	2.5
Lønn	5.3	4.5	4.2	4.0	3.9

Kilde: LSEG Datastream, DNB Markets

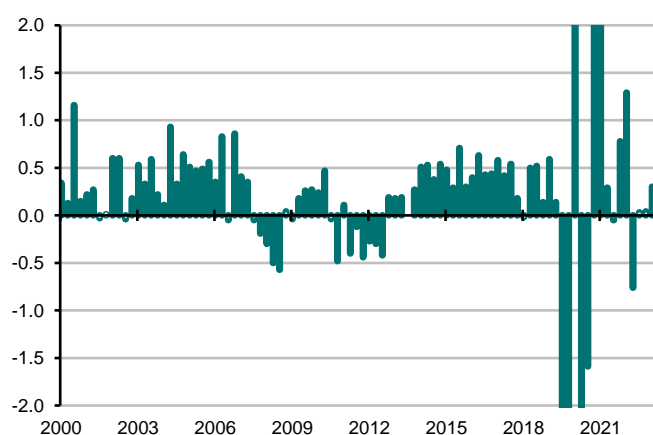
Vi beholder vårt positive syn på vekstutsiktene i eurosonen, fordi vi mener husholdningenes kjøpekraft er den mest sentrale driveren bak stagnasjonen det siste året, og denne er nå i bedring

Veksten i privat konsum siste år har vært svakere enn noen gang tidligere utenom i perioder med resesjon. I konsensusforventningen om vedvarende svak BNP-vekst ligger dermed en forventning om at denne unormalt svake veksten i privat konsum skal vedvare

Ingvild Borgen
ingvild.borgen.gjerde@dnb.no
+47 48 11 52 00

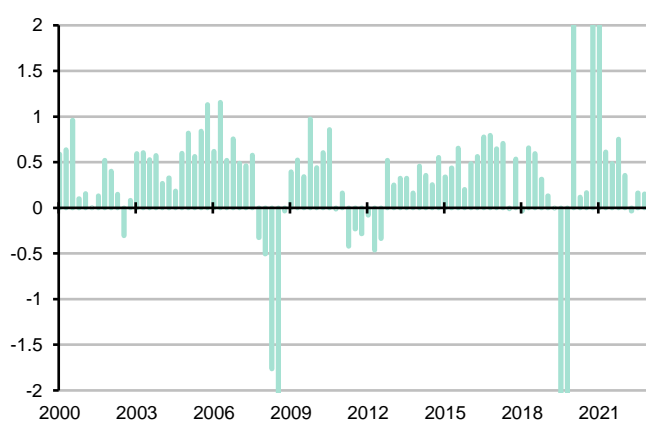
Det siste året har privat konsum i gjennomsnitt falt med 0,1 prosent fra et kvartal til et annet. En så svak utvikling har vi tidligere kun sett i perioder med resesjon. Normalveksten, det vil si i perioden før finanskrisen og mellom eurokrisen og pandemien, har vært på rundt 0,4 prosent. Gjennomsnittlig vekst i BNP har i de samme periodene vært på samme nivå. I den svake konsensusforventingen til BNP-veksten for 2024 ligger en forventning om at privat konsum skal fortsette å vokse svært svakt i forhold til det som har vært normalt i eurosonen historisk. Vi mener at dette er for pessimistisk, ettersom den viktigste driveren av privat konsum, husholdningenes realdisponible inntekter, nå er på vei opp.

EZ: Privat konsum, prosent k/k



Kilde: LSEG Datastream, DNB Markets

EZ: BNP eks Irland, prosent k/k



Kilde: LSEG Datastream, DNB Markets

Fra kraftig fall til oppsving i husholdningenes inntekter

Som følge av den kraftige økningen i inflasjonen siden 2021 har husholdningenes realinntekter falt i store deler av verden. Nedgangen var ekstra stor i Europa, på grunn av den markante oppgangen i energiprisene i kjølvannet av Russlands invasjon av Ukraina i starten av 2022. Fordi kjøpekraftskrisen har vært mer prekær i eurosonen enn de fleste andre steder, er det grunn til å tro på en kraftigere gjeninnhentingseffekt nå som kjøpekraften bedrer seg.

Lønnsveksten, som i tredje kvartal steg til rekordhøye 4,7 prosent år/år, skal falle veldig mye, veldig fort for ikke å gi et kraftig løft i reallønnsveksten nå som inflasjonen er på vei ned. Vi mener det er rimelig å legge til grunn at inntektsveksten skal forbli sterkere enn inflasjonen i en stund fremover, blant annet fordi strukturelle faktorer¹ trolig bidrar til et relativt stramt arbeidsmarked. Gitt den historisk sterke sammenhengen mellom realinntekter og privat konsum, har vi derfor vanskelig for å tro at ikke veksten i privat konsum skal bedre seg betydelig i året som kommer sammenlignet med utviklingen det siste året.

Med rekordhøy lønnsvekst og et fortsatt stramt arbeidsmarked i året som kommer, kombinert med videre fall i inflasjonen, vil reallønnsveksten ta seg videre opp

Videre svakhet i tysk industri vil være negativt, men ikke sentralt for utsiktene fremover

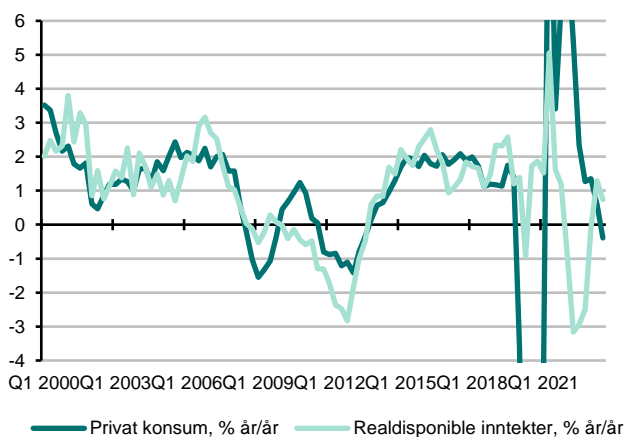
Rundt vårt relativt optimistiske syn ligger risikoen mest på nedsiden.

Varig, redusert tilgang på energi, kombinert med svakere eksportetterspørsel og mindre statlig støtte til produksjon av elektriske biler enn i for eksempel Kina kan eksempelvis bidra til en videre forverring av situasjonen i tysk industri.

Sporene av en slik utvikling på den økonomiske veksten vil neppe være synligst via lavere nettoeksport. Svakere eksportvekst har oftest en begrenset innvirkning på BNP-veksten i eurosonen, ettersom importen som regel også faller med lavere eksport. Nettoeksport har vært en lite viktig bidragsyter til samlet BNP-vekst de siste årene, og uten et brått og kraftig negativt ytterligere omslag vil det neppe endre seg de neste tre årene.

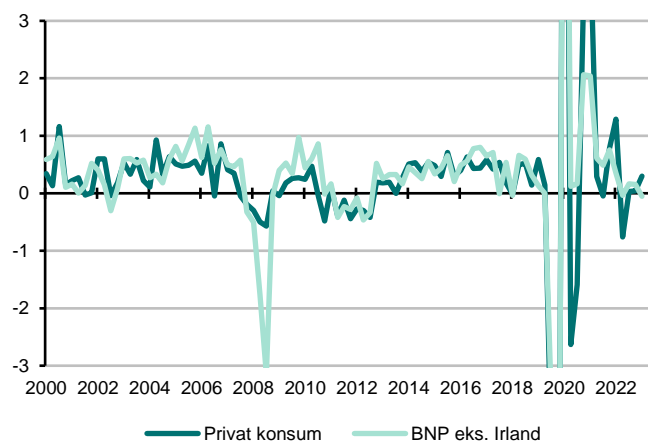
¹ Les mer om dette temaet i for eksempel [denne rapporten](#) (Eurozone Update: Euro recovery)

EZ: Husholdninger, forbruk og inntekt



Kilde: LSEG Datastream, DNB Markets

EZ: Privat konsum og BNP, prosent k/k



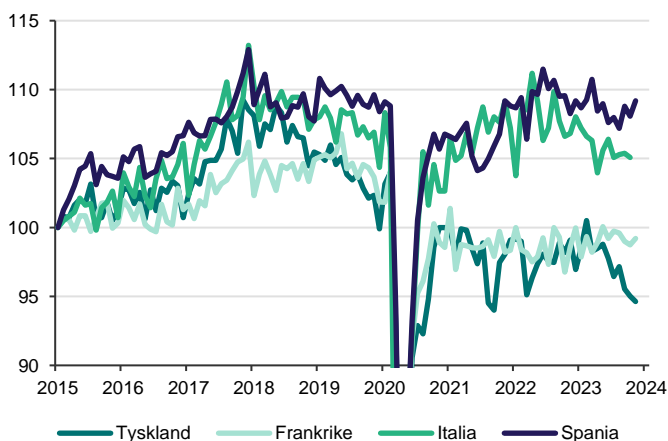
Kilde: LSEG Datastream, DNB Markets

En svakere utvikling i industrien vil imidlertid kunne påvirke utsiktene via påvirkningen på arbeidsmarkedet, og dermed på innenlandsk etterspørsel. Om folk mister, eller frykter å miste, jobben, vil det hemme både kjøpekraft og sparevilje. Dette har til en viss grad skjedd i industritunge Tyskland det siste året, der arbeidsledigheten har steget fra 5,0 prosent til 5,9 prosent siden våren 2022. I den samme perioden har arbeidsledigheten i de andre store eurolandene falt. Det ser vi spor av i privat forbruk, som i Tyskland har vært langt svakere enn i resten av eurosonen.

Videre svakhet i tysk industri påvirker utsiktene negativt først og fremst i den grad det påvirker forbrukerne via videre oppgang i arbeidsledigheten

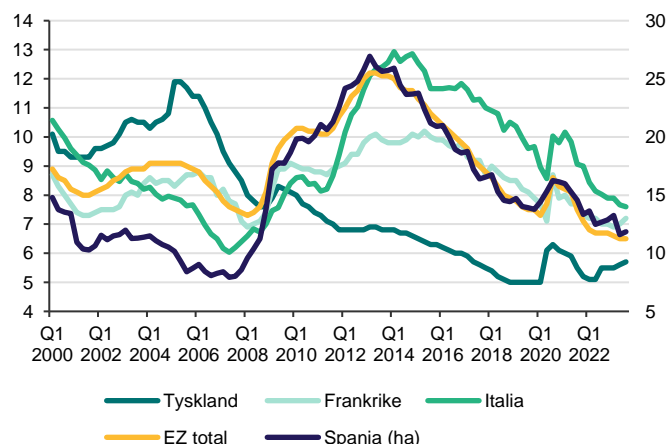
Slik situasjonen er nå mener vi at de negative effektene av industrinedturen, via økt arbeidsledighet, ikke blir store nok til å veie opp for den positive effekten av en generell bedring i husholdningenes realinntekter på tvers av eurosonen. Vi venter dessuten at aktiviteten i tysk industri ikke skal fortsette å falle like kraftig fremover som den har gjort det siste halvannet året. Innkjøpsjefsindeksen (PMI) for tysk industri har bedret seg kontinuerlig det siste halvåret, og antyder at aktivitetsfallet er blitt langt mer moderat.

EZ: Industriproduksjon. Indeks, jan 2015 = 100



Kilde: LSEG Datastream, DNB Markets

EZ: Arbeidsledighet, prosent



Kilde: LSEG Datastream, DNB Markets

For å oppsummere mener vi dermed 1) at det ikke er grunn til å tro på like svak utvikling i tysk industri fremover som det har vært det siste halvannet året, og 2) at de negative effektene av dette på samlet økonomiske aktivitet, via økt arbeidsledighet, uansett ikke vil være store nok til å veie opp for den positive effekten av en generell bedring i husholdningenes realinntekter på

Den mest sentrale risikofaktoren for utsiktene fremover er en svakere gjeninnhenting i disponible inntekter som følge av større rentebelastning for husholdningene...

tvers av eurosonen. Dette forblir sånn vi ser der dermed en risikofaktor på nedsiden, men ikke sentralt for utsiktene fremover i vårt hovedscenario.

Negativ renteeffekt på husholdningenes disponible inntekter er viktigste risikofaktor

Den mest sentrale risikofaktoren for vekstutsiktene er, slik vi ser det, er de økte gjeldsbetjeningskostandene i kjølvannet av ECBs kraftige rentehevinger det siste halvannet året. ECB har hevet innskuddsrenten sin fra -0,5 prosent sommeren 2022 til 4,0 prosent nå.

Fordi det er så vanlig å binde boligrentene i lang tid av gangen har effektive boliglånsrenter i eurosonen steget relativt lite det siste halvannet året, og langt mindre enn ECBs rentehevinger skulle tilsi. I Tyskland og Frankrike, som til sammen utgjør 50 prosent av eurosonens BNP, er andelen boliggjeld med flytende rente svært lav. Ifølge tall fra Morningstar for starten av 2022 var andelen i Tyskland rundt 10 prosent, mens den var nær null i Frankrike. I Italia og Spania, som utgjør ytterligere 25 prosent av eurosonens BNP, var andelen boliggjeld med flytende renter noe høyere, på rett i underkant av 30 prosent. Men i disse landene, som i Tyskland og Frankrike, hadde godt over 50 prosent av boliggjelden faste renter med bindingstid på ti år eller mer.

Effektive renter an til å stige kun moderat i tiden fremover, spesielt nå som lange markedsrenter har kommet ned. Dessuten har husholdningene i eurosonen en moderat gjeldsgrad. Blant de fire store eurolandene er det kun i Frankrike at boliggjeld utgjør mer enn 100 prosent av disponible inntekter. Det gir grunn til å tro at den negative effekten av økte renter på husholdningenes disponible inntekter ikke vil være stor nok til å viske ut effekten av økte reallønninger.

Utsiktene til gradvis høyere gjeldsbetjeningskostnader fremover bidrar til at vi anslår litt svakere vekst i privat konsum enn bedringen i reallønnsveksten isolert sett tilsier, men også justert for dette er vi betydelig mer optimistiske på eurosonens forbrukere enn konsensus.

Vi venter at inflasjonen vil falle ned mot 2 prosent i løpet av neste halvår

Vår forventning om en bedring i BNP-veksten i eurosonen fremover hviler altså i stor grad på forventningen om at reallønningene skal bedre seg betydelig videre i året som kommer, via et videre fall i inflasjonen.

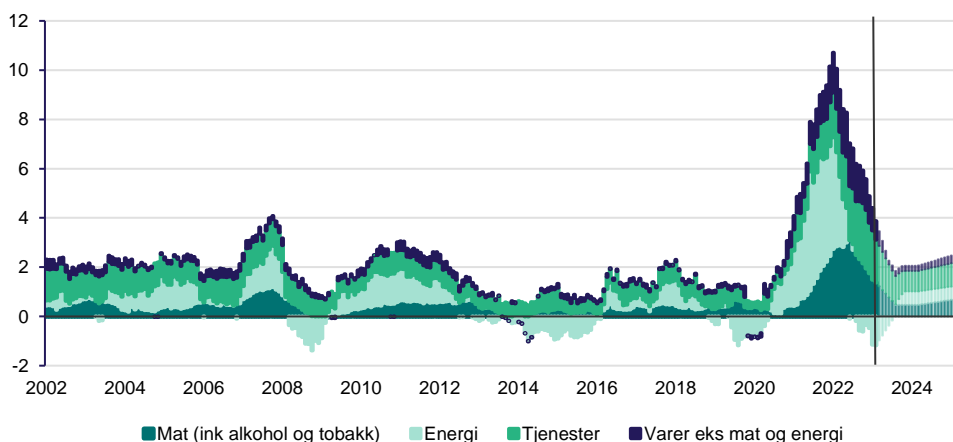
Det siste halvåret har inflasjonstakten på både energi, mat og andre varer falt betydelig, og det venter vi at den skal fortsette med, helt til inflasjonen innenfor alle disse gruppene blir mer i tråd med hva den har pleid å være historisk. Tjenesteinflasjonen har kun falt de siste månedene, men også her er det naturlig å legge til grunn videre fall i tiden fremover. Selv om vi legger til grunn at inflasjonstakten på både mat, tjenester, og varer utenom mat og energi vi være betydelig høyere i tiden fremover enn det har vært det siste tiåret, vil dette likevel innebære at årsveksten i konsumprisene faller ned til 2 prosent mot slutten av 2024.

Lengre frem i tid venter vi fortsatt at strukturelle forhold knyttet til energiomstilling og deglobalisering vil bidra til høyere kostnadspress og dermed noe høyere prisvekst i eurosonen enn det vi har vært vant med de siste tiårene. Effekten av dette vil trolig komme gradvis, og bidra til at inflasjonen etter hvert stiger litt over 2 prosent, opp mot rundt 2,5 prosent år/år i 2025 og 2026, snarere enn å forhindre at inflasjonen faller ned mot 2 prosent nå på kort sikt.

Om inflasjonen skal bli betydelig høyere enn det vi legger til grunn må det mest sannsynlig være en konsekvens av betydelig sterkere press i økonomien enn det vi har lagt til grunn, eller nye runder med sterk oppgang i gass- eller oljepriser, som følge av tilbudssidesjokk. Det kan føre til mindre gjeninnhenting i husholdningenes kjøpekraft enn vi nå legger til grunn. På den annen side ser vi en klar risiko for at oljeprisene kan falle markert tilbake, som følge av en endring i OPECs strategi (se kapittel om oljemarkedet). Det vil kunne bidra til et større inflasjonsfall, og sterkere forbruksvekst.

...men at husholdningene i eurosonen generelt virker å være lite sensitive mot økte renter gjør dette mindre relevant

Tilbudssidesjokk i enten gass- eller oljemarkedet er, slik vi ser det, den viktigste risikoen for inflasjonsutsiktene i eurosonen i årene som kommer

EZ: Bidrag til totalinflasjon, faktisk og prognoser. Prosentpoeng

Kilde: LSEG Datastream, DNB Markets

Bedre investeringsvekst på sikt og normalisering av forbruket vil holde veksten solid

I 2025 og 2026 ser vi for oss at BNP-veksten skal holde seg rundt 1,5 prosent år/år, til tross for null eller negativt bidrag fra nettoeksport, og nullvekst i offentlig forbruk. Vi tror strukturelle faktorer vil bidra til knapphet på arbeidskraft, slik at arbeidsledigheten ikke stiger nevneverdig i årene som kommer. Det gjør det rimelig å legge til grunn at veksten i privat konsum vil være relativt solid også i 2025 og 2026, i tråd med hva den har pleid å være i 'normale' perioder, det vil si perioder utenom resesjon.

De siste to årene har private investeringer i eurosonen vokst langt svakere enn i årene før pandemien. Vi tror at det økonomiske oppsvinget, samt myndigheters og bedrifters målsetninger for energiomstilling, opprustning av forsvar og plassering av produksjonsfasiliteter nær hjemmemarkedet, vil løfte frem noe sterkere investeringsvekst i eurosonen på litt sikt.

ECBs innskuddsrente kuttes fra sommeren, mot 2,75 prosent

Selv om vi beholder vårt positive syn på vekstutsiktene i eurosonen i årene som kommer, tror vi ECB kan komme til å kutte renten for første gang i juni, et kvartal tidligere enn vi trodde i forrige rapport. Grunnen til endringen er at inflasjonsutsiktene i eurosonen er litt lavere nå enn tidligere. Dette skyldes både at inflasjonen den siste tiden har falt kraftigere enn vi hadde ventet, men også en endring i synet på timingen på inflasjonseffektene av energiomstilling og deglobalisering. Tidligere tenkte vi at disse ville forhindre inflasjonen fra å falle ned til 2 prosent. Nå ser vi at de mer sannsynlig vil gjøre at inflasjonen stiger utover 2 prosent på litt sikt.

Vi tror ECB vil kutte renten med 0,25 prosentpoeng på hvert hovedmøte til og med juni 2025, når de da vil ha en innskuddsrente på 2,75 prosent. Kombinert med synet vårt på inflasjon vil det gi en svakt positiv realrente i eurosonen i årene som kommer. Det er lavere enn i både USA og Norge, men fortsatt høyere enn den negative realrenten som har vært normalen i eurosonen de siste tiårene.

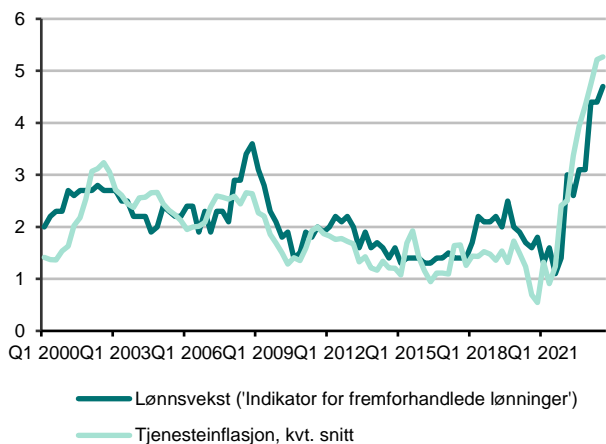
Grunnen til at vi ikke deler markedsaktørenes nåværende oppfatning om at første rentekutt fra ECB kan komme så tidlig som i mars i år er delvis at vi har et mer positivt syn på vekstutsiktene i eurosonen enn det som virker å være konsensus. I tillegg tror vi ECB vektlegger underliggende inflasjon, og ikke minst lønnsvekst, mer enn det markedsaktørene virker å mene. ECB har sagt tydelig at renten ikke skal kuttes før de føler seg trygge på at underliggende, innenlandsk inflasjon er på vei ned. For å bli det, sier de, må de vite mer om utsiktene for lønnsdynamikken, og det vil de ikke ha tilstrekkelig datagrunnlag for å mene noe om før sentraliserte lønnsoppgjør er unnagjort i vår. For mer om ECB og eurorenter, se kapitlet om rentemarkedene.

Normalisering i investeringsveksten og i privat konsum er nok til å gi solid vekst også i 2025 og 2026, til tross for svak utvikling i eksporten og lite støtte fra finanspolitiske stimulanser

Vi tror på første rentekutt fra ECB i juni i år, og at rentene skal ned til 2,75 prosent innen juni neste år. Hovedgrunnen til at vi tror på litt lavere renter er at vi anslår en større inflasjonsnedgang det nærmeste året.

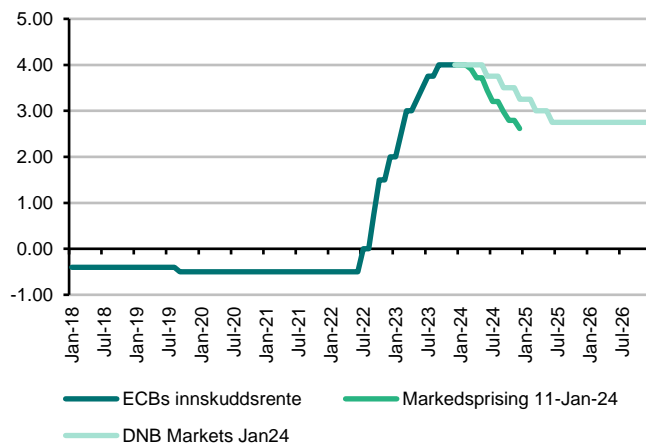
Markedets forventning til første rentekutt i mars er ikke i tråd med det ECB selv har kommunisert. Første rentekutt er betinget av tegn til svakere innenlandsk inflasjonspress, via svakere lønnsvekst

EZ: Tjenesteinflasjon og lønnsvekst. Prosent å/å



Kilde: LSEG Datastream, DNB Markets

ECBs rente, markedsprising og DNB Markets anslag. %



Kilde: Bloomberg, DNB Markets

STORBRITANNIA

Lavere inflasjon gir rentekutt

Den britiske økonomien har stagnert og presset i arbeidsmarkedet er i ferd med å avta. Dette demper lønnsveksten og inflasjonen, og vi venter videre nedgang i år. Aktiviteten vil gradvis ta seg opp fremover, blant annet fordi Bank of England (BoE) trolig begynner å sette renten ned til våren.

Fra oppbremsing i fjor til oppsving i år

Utviklingen gjennom 2023 var relativt svak, men vi opprettholder vår prognose fra august som innebærer at et gryende oppsving starter i år. Våre prognoser for BNP-veksten ligger klart høyere enn både konsensus og Bank of England for både 2024 og 2025.

Utviklingen etter pandemien har vært vesentlig svakere i Storbritannia enn i eurosonen, og spesielt i USA. Den relative svakheten kan skyldes at landet ble spesielt hardt rammet av pandemien, men den skyldes antakelig også strukturelle forhold knyttet til Brexit. Utmeldingen fra EU har blant annet gjort det vanskeligere å importere arbeidskraft. Det er også grunn til å tro at det er noe gjeninnhentingspotensiale for økonomien fremover.

Flere forhold tilsier at aktiviteten vil ta seg opp. Viktigste er nok at kjøpekraften vil stige som følge av lavere inflasjon. Dette vil bedre husholdningenes økonomi etter to år med fall i reallønnen. Dermed vil lavere inflasjon antakelig innebære at rentene settes ned. Lange renter har allerede avtatt betydelig. Det ser også ut til at finanspolitikken blir mindre innstrammende i år, noe som trolig kan knyttes til at neste parlamentsvalg antakelig vil bli avholdt til høsten. Endelig vil eksportutsiktene antakelig også bedres. Vi venter en mer markert bedring i eurosonens økonomi fremover.

Våre BNP-prognoser tilsier en oppgang på 1,0 prosent i år og på 1,6 prosent neste år. Til sammenligning er anslagene til Bloomberg-konsensus hhv. 0,3 og 1,2 prosent og Bank of Englands prognoser enda lavere. BNP falt i tredje kvartal i fjor, men økte antakelig i fjerde kvartal. Vi tror derfor at økonomien unngår resesjon, og at veksten tar seg noe opp i år. Likevel blir veksten trolig såpass svak at arbeidsledigheten vil fortsette å øke noe. Vi venter dessuten betydelig nedgang både i lønnsveksten og i inflasjonen i år.

Husholdningenes økonomi vil bedres fremover

Forbruket drives normalt av husholdningenes inntekter, men denne sammenhengen ble forstyrret under pandemien. Restriksjonene gjorde at forbruket ble vesentlig lavere enn

Makroøkonomiske nøkkeltall. Storbritannia. Prosent å/å

	2023	2024	2025	2026	2027
Privat forbruk	0.6	0.8	1.5	1.7	2.0
Offentlig forbruk	0.5	2.5	1.6	1.6	1.6
Brutto investeringer	2.3	-0.1	1.8	2.3	2.4
Eksport	-0.3	0.8	2.0	2.3	2.4
Import	-1.3	1.1	1.9	2.0	2.0
BNP	0.3	1.0	1.6	1.8	2.1
Arbeidsledighet (prosent)	4.2	4.5	4.5	4.3	4.3
KPI	7.4	2.4	2.4	2.7	2.9
Lønn	7.1	4.8	3.9	3.9	4.1

Kilde: LSEG Datastream, DNB Markets

Sparebuffer og bedre inntektsutsikter tilsier bedre utvikling i forbruket.

Knut A. Magnussen
knut.magnussen@dnb.no
 +47 47 60 40 46

det inntektene skulle tilsis, slik at sparingen økte betydelig. Som i eurosonen har ikke denne ekstraordinære sparingen blitt brukt, og den fremstår dermed som en buffer for husholdningene fremover. Det er antakelig flere grunner til at sparingen ikke har blitt bygget ned igjen. Høyere renter kan ha gjort det mer attraktivt med høyere sparing. Økt usikkerhet pga. energikrise i og krig i Europa trekker i samme retning. Det kan også være at deler av sparingen har blitt brukt til å betale ned gjeld. I så fall er bufferen lavere enn det den akkumulerte sparingen tilsier.

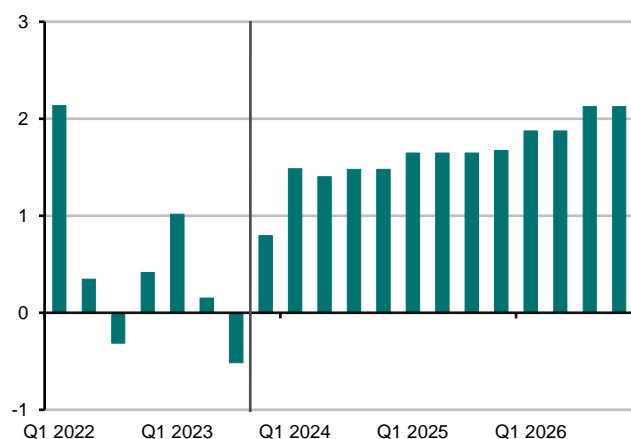
Etter to år med fallende kjøpekraft, er det nå utsikter til oppgang i reallønningene. Våre anslag for inflasjon og lønnsvekst tilsier en økning på rundt 2,5 prosent i år. Det vil i så fall kunne føre til bedre konsumutvikling fremover. Vi tror likevel at det private forbruket vil stige relativt moderat i år. Grunnen er at mange briter har relativt kort rentebinding på boliglånet, noe som tilsier at rentekostnadene vil øke for mange i år, selv om styringsrenten skulle bli satt ned.

Gradvis bedring for investeringer og eksport

Investeringene utviklet seg svakt i fjor. En kraftig oppgang i første kvartal ble mer enn reversert i andre og tredje kvartal. Vi venter en gradvis bedring fremover i lys av utsiktene til bedret utvikling for både innenlandsk etterspørsel og for eksport. Finanspolitikken vil trolig bli nøytral eller moderat ekspansiv i år. Dette må ses i lys av at parlamentsvalget antakelig skal avholdes til høsten, og at dagens regjering ligger dårlig an på meningsmålingene. Eksporten vil kunne bedre seg, spesielt fordi vi ser for oss en god utvikling for eurosonen, som fortsatt er den viktigste handelspartneren til Storbritannia.

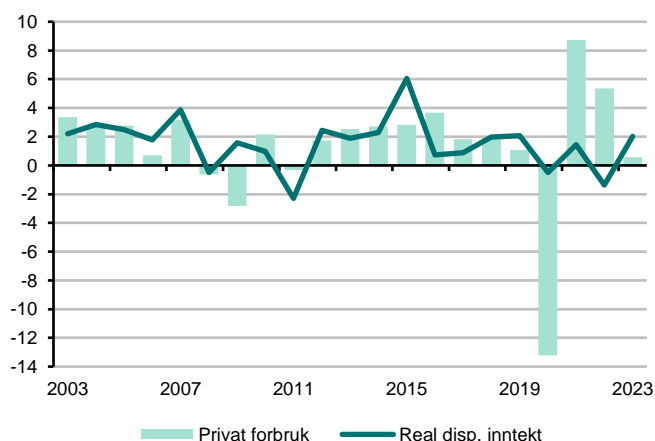
Investeringene kan ta seg opp med bedre utsikter for både konsumetterspørsel og eksport.

BNP, prosent k/k, annualisert



Kilde: LSEG Datastream, DNB Markets

Husholdningenes inntekt og forbruk, prosent å/å



Kilde: LSEG Datastream, DNB Markets

Arbeidsmarkedet blir noe mindre stramt, og lønnsveksten avtar

Svakere aktivitetsvekst i fjor bidro til at arbeidsledigheten begynte å stige. Ledigheten flatet imidlertid ut etter hvert, på et nivå litt over 4 prosent. Stramheten i arbeidsmarkedet dempet seg likevel fordi antall ledige stillinger avtok. Fra januar til november ble det rundt 200 000 færre jobber, og nivået kom ned i rundt 930 000. Dette tyder på at bedriftene har mindre behov for arbeidskraft, noe som antakelig vil legge en betydelig demper på lønnsveksten. Vi ser dessuten for oss at ledigheten vil kunne øke litt i år også.

Etter at lønnsveksten har vært svært høy, er det nå klare tegn på at nedgangen har startet. Samlet lønnsvekst for hele økonomien nådde en topp på 8,5 prosent i juli i fjor. Deretter har den falt med 2 prosentpoeng og kom dermed ned i 6,5 prosent i november. Vi venter at nedgangen fortsetter i år og at lønnsveksten kommer ned mot 4 prosent mot slutten av året. Det vil bety vesentlig lavere kostnadsimpulser for tjenesteytende sektor fremover.

Inflasjonen på rask vei nedover

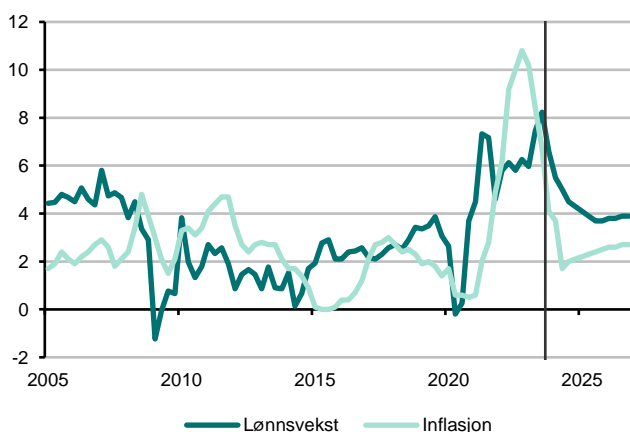
Inflasjonen nådde en topp på 11,1 prosent i oktober 2022, men holdt seg over 10 prosent helt frem til mars i fjor. Store, negative base-effekter i april og i oktober har deretter bidratt til betydelig nedgang og inflasjonen var 4,0 prosent i desember. En betydelig nedgang i produsentprisene peker i retning av fortsatt markert inflasjonsnedgang. Vi venter videre fall i samlet inflasjon de kommende månedene, og ser for oss at inflasjonen vil kunne falle under 2 prosent allerede i andre kvartal.

Lavere lønnsvekst demper kostnadene for næringslivet, og gir lavere inflasjon

Kjerneinflasjonen har vært mer gjenstridig og lå på 5,1 prosent i desember. Den holdes blant annet oppe av tjenestepriene, som i stor grad påvirkes av lønnskostnadene. Tjenesteinflasjonen var fortsatt så høy som 6,4 prosent i desember, men ventes å falle markert i løpet av inneværende år.

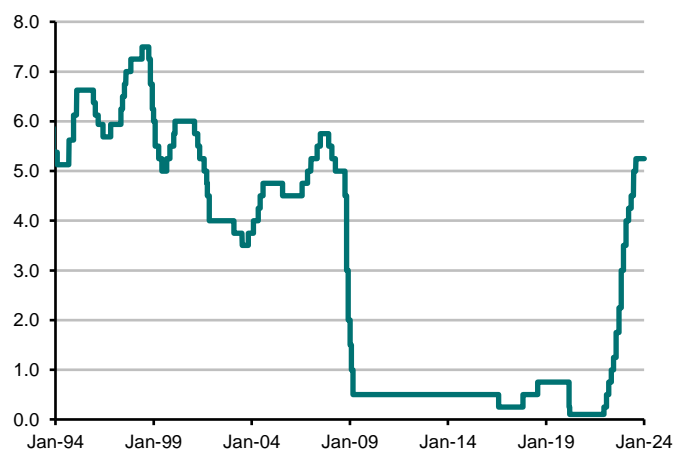
Selv om vi venter at inflasjonen kommer ned mot målet relativt raskt, tror vi inflasjonen kan komme til å øke noe igjen på sikt. Det skyldes både at arbeidsmarkedet vil strammes til når den økonomiske veksten tar seg opp, men også at deglobaliseringen vil fortsette og kostnadene ved det grønne skiftet vil øke. I prognosene tydeliggjøres dette ved at inflasjonen trekker opp mot 3 prosent i 2026/27.

Lønnsvekst og inflasjon, prosent å/å



Kilde: LSEG Datastream, DNB Markets

Styringsrente (Bank Rate), prosent



Kilde: LSEG Datastream, DNB Markets

Gradvise rentekutt fra mai virker sannsynlig

BoE begynte med forsiktige rentehevinger i desember i 2021, rentetoppen ble (høyst sannsynlig) nådd med en økning til 5,25 prosent i august i fjor. Bank Rate har deretter blitt holdt uendret, selv om et mindretall i rentekomiteen (MPC) fortsatte å stemme for renteoppgang utover høsten. Det har foreløpig ikke kommet noen indikasjoner på at det nærmer seg rentekutt, men sentralbanken virker tydelig på at inflasjonen vil fortsette å falle, og prognosen for BNP-vekst er svak. Det tilsier at første rentekutt rykker nærmere.

Når inflasjonen kommer mer ned, tror vi renten etter hvert vil bli justert nedover. Første kutt kan komme i mai, og vi ser for oss en gradvis rentenedgang, med 25bp. på annet hvert rentemøte til renten har kommet ned til 3,5 prosent i november 2025. Styringsrenten vil da fortsatt være i det innstrammende området siden normalrenten anses å ligge rundt 2,5 prosent. Om det skulle blir en mer markert oppbremsing av den økonomiske aktiviteten, kan BoE åpenbart komme til å foreta raskere rentekutt enn vi ser for oss.

SVERIGE

Svekket arbeidsmarked gir rentefall

Aktiviteten i svensk økonomi har snart bunnet ut, men arbeidsledigheten vil stige det neste året. Med en inflasjon som beveger seg ned mot inflasjonsmålet allerede til sommeren, vil Riksbanken senke renten tre ganger i løpet av 2024 og ytterligere en gang i 2025 til 3 prosent.

Aktiviteten bedres i 2024

BNP-tallene tyder på at svensk økonomi har opplevd nedgang i den økonomiske aktiviteten i 2023. I november var den månedlige BNP-indikatoren over 2 prosent lavere enn forrige toppunkt fra september 2022, og våre anslag tyder på at BNP var 0,2 prosent lavere i 2023 enn 2022. Fjerde kvartal 2023 ser ut til å bryte med den negative trenden og ende med oppgang på 0,5 prosent fra tredje kvartal. Den overraskende sterke utviklingen er i stor grad drevet av et unormalt stort bidrag fra nettoeksporten. Samtidig har inflasjonen kommet mye ned gjennom året og ser ut til å skulle fortsette nedgangen i 2024, mens arbeidsmarkedet viser tydelige svakhetstegn.

Vi anslår at BNP vil stige med 0,4 prosent i 2024. Underliggende er en forventning om svakere bidrag fra nettoeksporten gjennom året, selv om krona holder seg svak. På den annen side forventer vi bedring fra innenlandske etterspørselskomponenter. Vi tror det private forbruket har bunnet ut og vil vokse gjennom 2024. Investeringene vil også løfte seg gjennom året, mens offentlig forbruk forblir en stødig bidragsyter. Dette legger til rette for et høyere tempo i aktiviteten ved utgangen av 2024 og ganske god vekst i 2025-2027, hvor vi anslår at svensk økonomi vil vokse med 1,5-1,9 prosent.

Tydelig omslag i arbeidsmarkedet

Gjennom 2023 har det svenske arbeidsmarkedet gått fra å være stramt til å vise tydelige tegn til svekkelse. Selv om ledighetsraten svinger mye fra måned til måned, har den steget fra 7,4 prosent i første kvartal til 8,0 i fjerde kvartal 2023. Det betyr en oppgang i ledigheten på 0,2 prosentpoeng fra året før og 1,4 prosentpoeng høyere ledighet enn bunnen på 6,6 prosent i september 2022.

En lang periode med svak aktivitetsutvikling begynner for alvor å vise seg også i statistikken for sysselsetting, hvor vi fikk et markert fall i august og kun moderat vekst videre utover høsten. I november var sysselsettingen tilbake på samme nivå som i fjor, og i fravær av en markert oppgang vil veksten for 2024 trolig bli ganske nær 0.

Veksten i svensk økonomi var svak i 2023, vil bedres noe i 2024 og tilta i 2025-2027

Arbeidsmarkedet er tydelig svekket og ledigheten vil stige i tiden fremover. Når veksten kommer opp, flater ledigheten ut.

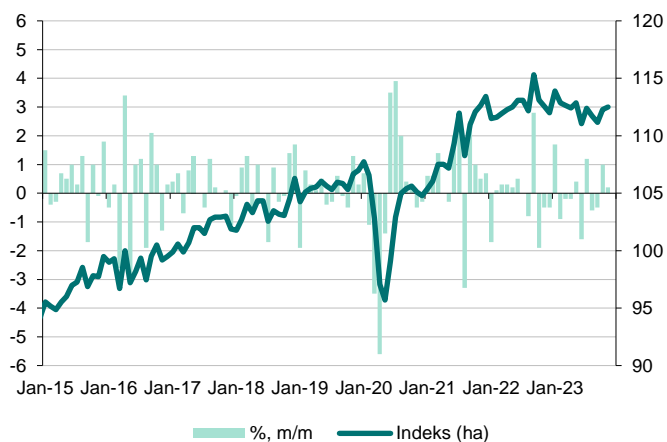
Makroøkonomiske nøkkeltall: Sverige. Prosent å/å

	2023	2024	2025	2026	2027
Privat forbruk	-2.4	0.1	2.0	2.4	1.9
Offentlig forbruk	2.0	0.6	1.3	1.6	1.6
Brutto investeringer	-1.0	0.4	2.9	3.2	2.3
Eksport	3.2	2.8	1.5	2.0	2.0
Import	-0.8	1.3	2.6	3.1	2.6
BNP	-0.2	0.4	1.5	1.9	1.7
Arbeidsledighet (nivå)	7.7	8.4	8.5	8.4	8.4
KPI	8.6	3.1	1.3	2.1	2.3
KPIF	6.0	2.4	1.9	2.4	2.5
KPIF-XE	7.5	2.6	2.1	2.3	2.3
Lønn	3.6	4.0	3.4	3.5	3.6

Kilde: LSEG Datastream, DNB Markets

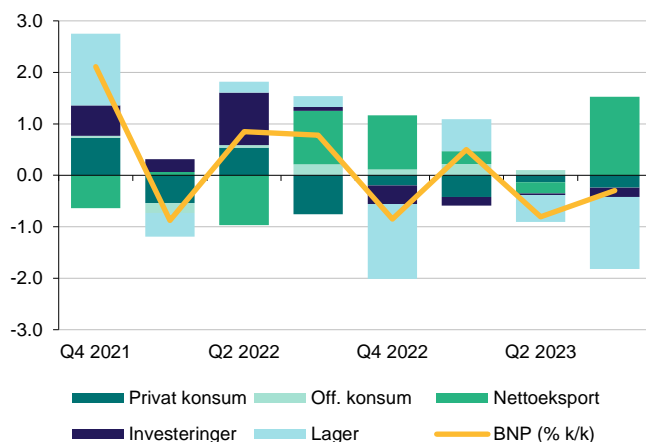
Oddmund Berg
oddmund.berg@dnb.no
+47 41 63 81 70

Sverige: Månedlig BNP-indikator



Kilde: SCB, LSEG Datastream, DNB Markets

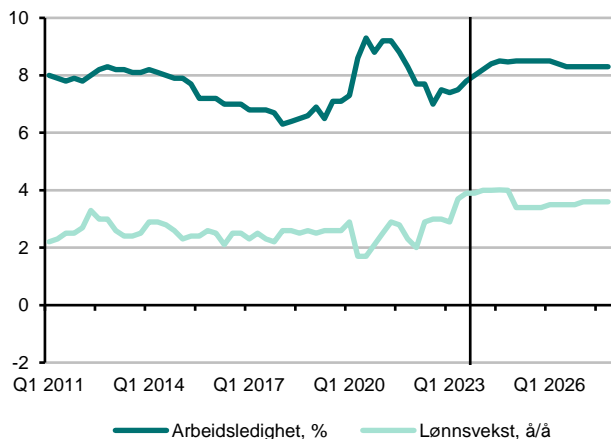
Sverige: Bidrag til kvartalsvis BNP-vekst i prosentpoeng



Kilde: SCB, LSEG Datastream, DNB Markets

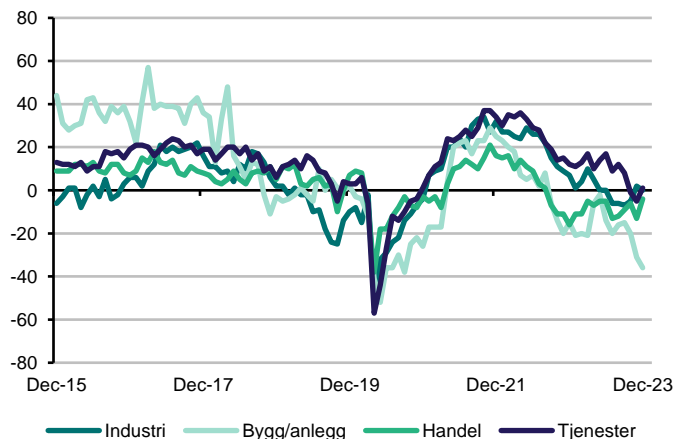
Indikatorer for videre sysselsettingsplaner er for tiden på et lavt nivå, særlig innen bygg- og anleggssektoren, men også for handelsnæringen har denne ligget lavt en stund. Det er også et tydelig omslag i forventet sysselsettingsvekst innen tjenestesektoren, som har gått fra å forvente ganske god vekst til å signalisere en langt flatere utvikling. I sum gir disse indikatorene liten grunn til å tro på høy sysselsettingsvekst i tiden fremover. Samme konklusjon kan vi trekke om vi studerer tallene for antall ledige stillinger, som ser ut til å ha toppet ut i august 2023 for deretter å falle betydelig frem til desember 2023. Nivået er riktignok fremdeles en god del høyere enn før pandemien, men tendensen er likevel at det ikke lenger er en betydelig knapphet på arbeidskraft.

Sverige: Arbeidsmarkedet. Prosent



Kilde: SCB, LSEG Datastream, DNB Markets

Sverige: NIER: Fremtidig sysselsetting



Kilde: Konjunkturinstituttet, DNB Markets

Vi anslår at ledigheten vil stige fra 7,7 prosent i 2023 til 8,4 prosent i 2024. Med bedring i aktiviteten gjennom 2024 og 2025, legger vi til grunn en utflating av ledighetsraten på 8,5 prosent i 2025, før den deretter faller moderat til 8,4 prosent i 2026 og 2027.

Rammen for lønnsvekst i 2024 er allerede avtalt, og vi forventer derfor en nominell lønnsvekst på 4,1 prosent i 2024. Et svakere arbeidsmarked, samt lavere inflasjon, taler for at den nominelle lønnsveksten vil komme en del ned i 2025. På den annen side kan et par år med betydelig reallønnsfall, samt utsikter til fortsatt høy aktivitet, bidra til at lønnsstakerne vil oppnå

reallønnsvekst. Vi anslår en nominell lønnsvekst på 3,4 prosent i 2025 og deretter en gradvis økning i takt med lavere ledighet og litt økende inflasjon i 2026 og 2027.

Snarlig opptur for forbruk og investeringer

Det er helt tydelig at høy inflasjon og rente har rammet innenlandsk etterspørsel i svensk økonomi. Husholdningenes forbruk skjøt fart etter gjenåpning, men flatet ut i slutten av 2021 og har siden vært på en fallende trend. Basert på publiserte månedstall ser det ut til at forbruket falt om lag 0,2 prosent fra tredje til fjerde kvartal 2023, og dermed ender 2023 2,4 prosent lavere enn 2022. Foruten pandemiåret 2020 er dette det største fallet i privat forbruk siden 1993. Med et fall i reallønn på over 10 prosent i løpet av 2022 og 2023, er det nesten mer overraskende at det ikke har falt mer. Bruk av oppsparte midler fra pandemien er trolig forklaringen.

På kvartalsbasis ser nå pilene ut til å snu for husholdningene. Prisveksten har kommet ned, samtidig som lønnsveksten stiger. Det betyr at reallønnsveksten igjen har blitt positiv, og etter alle solemerker vil den fortsette å stige gjennom hele neste år. I tillegg vil gradvise rentekutt fra Riksbanken bidra til å løfte husholdningenes disponible inntekt. Vi anslår at dette vil gi en gradvis vekst i forbruket gjennom 2024, men året som helhet målt mot 2023 vil se relativt flatt ut med en vekst på 0,1 prosent. Vi tror forbruket skyter litt mer fart inn i 2025 og 2026, hvor vi anslår en vekst på henholdsvis 2,0 og 2,5 prosent.

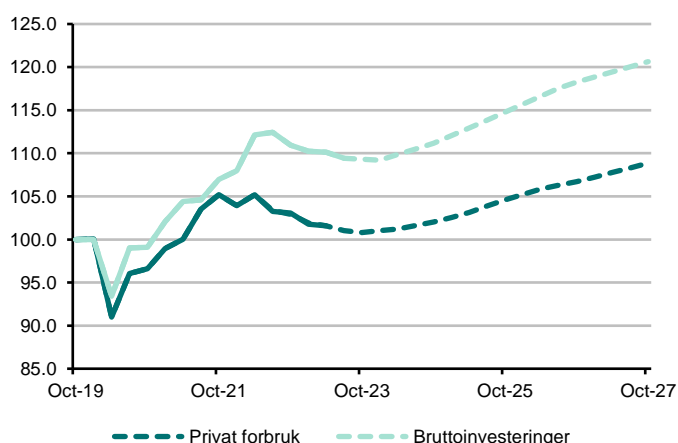
Investeringene har også vært tydelig rammet og falt med om lag 1 prosent i 2023, etter to år med sterk vekst. Høyere renter biter særlig på boliginvesteringene, og med en høyt forgjeldet næringssektors sektor har uroen for finansiell stabilitet vært høy. Det kan imidlertid se ut som sektoren vil komme seg gjennom en utfordrende periode uten store smitteeffekter på realøkonomien ellers. Med rentefall og økende aktivitet, anslår vi at investeringene gradvis løftes utover i prognoseperioden.

Nettoeksport har vært en sterk bidragsyter til vekst i BNP. Som figuren nedenfor viser, dreier dette seg både om god eksportvekst, men også om at svakere investeringer og forbruk har trukket ned importen. Fremover forventer vi at en normalisering av innenlandsk etterspørsel vil bidra til at balansen mellom import og eksport normaliseres.

Forbruk og investeringer har vært fallende, men vil snu i løpet av 2024. Årene deretter ligger det an til en betydelig opptur.

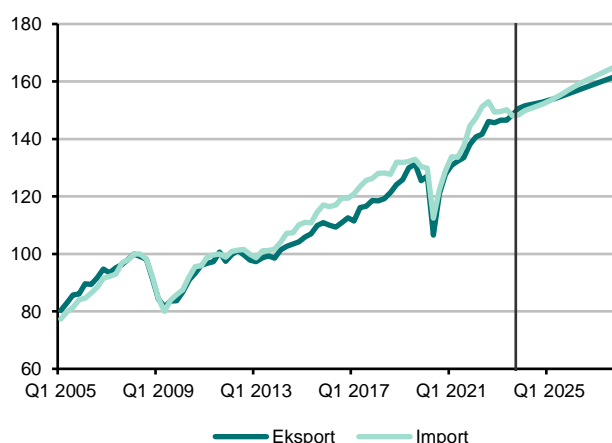
Sverige: Privat forbruk og bruttoinvesteringer

Indeks 2019 Q4 = 100



Kilde: SCB, LSEG Datastream, DNB Markets

Sverige: Eksport og import, indeks 2019 Q4 = 100



Kilde: SCB, LSEG Datastream, DNB Markets

Inflasjonen vil trolig avta videre før den stiger igjen

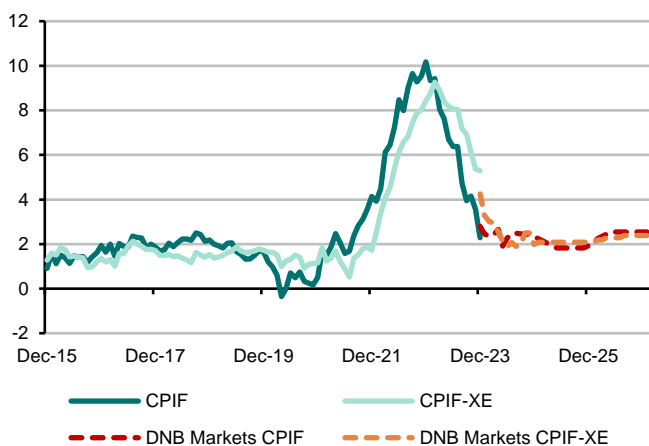
Urovekkende høy inflasjon var tema for den svenske økonomien i første halvår av 2023, men i andre halvår har både total- og kjerneinflasjonen falt. Fallet i seg selv har ikke vært noen overraskelse, for måneder med svært sterk prisvekst har falt ut av 12-månedersvinduet som inflasjonsraten omfatter. I 2023 steg KPI til 8,6 prosent, 0,2 prosentpoeng opp fra 2022. Om vi

Inflasjonen kommer kraftig ned i første halvår av 2024, men vi tror den vil stige over inflasjonsmålet mot slutten av prognoseperioden.

holder de økte rentekostnadene faste (KPIF), har prisveksten falt fra 7,7 prosent i 2022 til 6,0 i 2023. Dette fallet er imidlertid svært påvirket av fallende energipriser, for KPIF-uten energi (KPIF-XE) har steget fra 5,9 prosent i 2022 til 7,5 prosent i 2023. Dette belyser et viktig poeng, nemlig at oppsideoverraskelsen i begynnelsen av 2023 i stor grad handlet om stigende underliggende prisvekst, målt ved KPIF-XE.

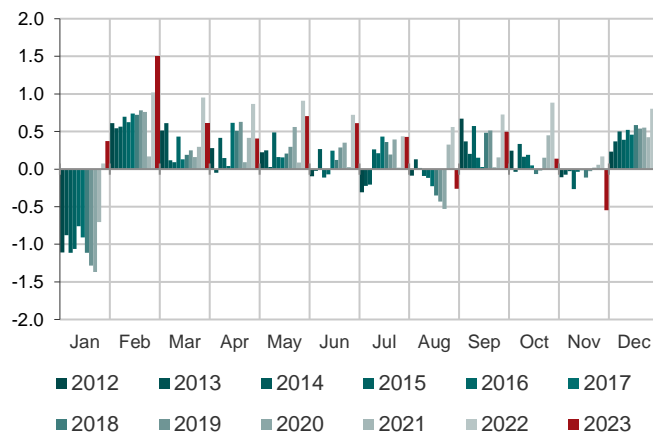
Pendelen ser imidlertid ut til å ha snudd noe i andre halvår, hvor månedsveksten i KPIF-XE har vært langt mer i tråd med normal utvikling. Langt svakere vareprisvekst er den primære driveren, noe som kan sees på som litt overraskende gitt den markerte kronesvekkelsen i svensk økonomi gjennom 2022 og starten av 2023. Også veksten i tjenestepriiser har kommet ned en god del. Med svak innenlandsk etterspørsel, fallende prisvekst internasjonalt og begrenset vekst i lønnskostnader, legger vi til grunn nær normal utvikling gjennom 2024, noe som innebærer at KPIF-XE faller til 2,6 prosent i 2024. Allerede i slutten av første halvår vil inflasjonsraten være ned mot inflasjonsmålet på 2 prosent, hvor den vil bli liggende en liten periode før globale strukturelle effekter (omtalt i første kapittel) trekker prisveksten opp igjen i 2026 og 2027, med en betydelig risiko for at inflasjonen kan bli enda høyere.

Sverige: Inflasjon, historikk og prognose. Prosent å/å



Kilde: LSEG Datastream, SCB, DNB Markets

Sverige: Vekst m/m i KPIF-XE siste ti år. Prosent



Kilde: LSEG Datastream, SCB, DNB Markets

Riksbanken kutter i juni

Riksbanken har vist evne til å skifte standpunkt flere ganger i løpet av 2023. I februar hevet de styringsrenten med 50 basispunkter og signaliserte at mer måtte til for å bekjempe inflasjonen. I april ble renten hevet videre, fra 3,0 prosent til 3,5 prosent, med et signal om forsiktige steg dersom flere hevinger ville være nødvendig i det hele tatt. Bare to måneder senere, i juni, hevet Riksbanken renten til 3,75 prosent og signaliserte tydelig intensjon om å heve i september. Hevingen i september kom som planlagt, til 4,0 prosent, med ytterligere oppsiderisiko i den presenterte rentebanen og en kommunisert bekymring for at den underliggende prisveksten, særlig for tjenester, var for høy. I tillegg var sentralbanken opptatt av at den svake kronen kunne gi ytterligere inflasjonsimpulser på mellomlang sikt.

Etter septembermøtet begynte Riksbanken en annonsert sikring av valutareserven sin, noe som i praksis har betydd at Riksbanken har solgt valuta og kjøpt kroner fra tid til annen. Fra september til møtet i november styrket kronen seg og ble en mindre bekymring. Selv om tjenestepriisene steg videre før møtet i november, viste andre inflasjonskomponenter svakere tendenser. Da andre sentralbanker valgte å ta en pause, fulgte Riksbanken trenden og holdt renten uendret i november. De beholdt likevel en oppsiderisiko i rentebanen sin, som topper på 4,1 prosent. Riksbanken, som tidligere har uttrykt at de er beredt til å trå hardt til på bekostning av realøkonomien for å få inflasjonen ned til målet så raskt som mulig, uttrykte for første gang på lenge en bekymring for svakere realøkonomi. Dermed kan det se ut til at Riksbanken

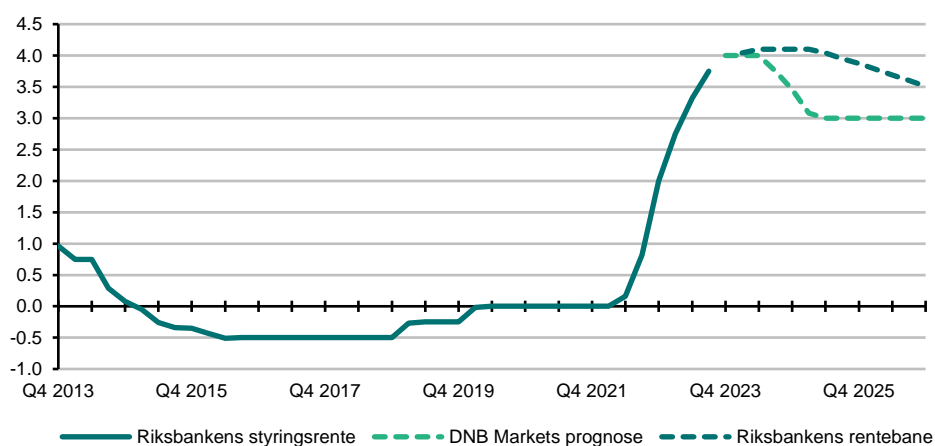
Med inflasjon nær målet, andre sentralbanker som kutter og økende ledighet, kutter Riksbanken renten første gang i juni 2024 og gradvis ned til 3,0 prosent.

25. januar 2024

fremover vil vektlegge dette tyngre i rentebeslutningene, noe som innebærer at videre hevinger fremstår som uaktuelt.

For det neste året innebærer våre prognoser en inflasjonsutvikling ganske lik Riksbankens, og vi har et litt bedre bilde for den realøkonomiske utviklingen. Til tross for at det går noe bedre med økonomien enn Riksbanken legger til grunn, tror vi den vil følge Fed og ECB når renten kuttes i juni, all den tid inflasjonen da er nede i 2 prosent og en styringsrente på 4 prosent kan være unødvendig innstrammende. Vi tror Riksbanken vil følge Feds og ECBs gradvise tilnærming, og kutte renten på annethvert møte til 3 prosent i februar 2025. Utsikter til et betydelig løft i realinntektene, samt en mer stabil arbeidsledighet, gjør at det vil være naturlig å avvente situasjonen. Siden inflasjonen gradvis øker på igjen i årene deretter, anser vi det som mest sannsynlig at pengepolitikken vil holdes stram og anslår derfor at styringsrenten vil ligge rundt 3 prosent.

Sverige: Styringsrente, historikk og prognoser. Prosent



Kilde: LSEG Datastream, Riksbanken, DNB Markets

KINA

Moderat syklisk oppsving

Det økonomiske løftet som følge av at smittevernrestriksjonene brått forsvant ble skuffende svakt i fjor. For 2024–2025 ser vi tegn til bedre vekst, som følge av en mer støttende penge- og finanspolitikk. Det kraftige fallet i boligsalg- og bygging har avtatt noe, men nedgangen i eiendomsbyggingens andel av økonomien vil fortsette. Selv om det investeres stort i andre sektorer, kan omstillingen av Kinas økonomi på sikt gi ustabilitet og slakk i arbeidsmarkedet. På kort sikt forventer vi en økning i kinesisk eksport, men økte handelsbarrierer fra Vestens side vil trolig dempe utenlands etterspørsel. Det er derfor risiko for at det bygges opp betydelig overkapasitet i kinesisk industri.

Moderat syklisk oppsving når etterdønningene av pandemien avtar

Den rapporterte årlige veksten i Kinas BNP endte på 5,2 prosent i 2023, men det skyldtes i stor grad gunstige base-effekter. Vi anslår at den reelle økonomiske veksten var nærmere 4,0 prosent årlig ved utgangen av året, og at den tar seg moderat opp i 2024 og 2025 til hhv. 4,4 og 4,5 prosent. Den kraftige nedgangen i boligmarkedet vil trolig bli mer moderat i årene som kommer, mens både penge- og finanspolitikken blir mer støttende. Samtidig vil den svake innenlandske og utenlandske etterspørselen som hemmet Kinas vekst i 2023 – hovedsakelig etterdønninger av pandemien – gradvis bedre seg.

For de kinesiske husholdningene førte pandemien, og særlig nedstengningene i 2022, til store inntektstap. Det utløste et markant hopp i husholdningenes forsiktighetssparing. I 2023 steg forbruket gradvis, ettersom spareraten normaliserte seg og inntektsveksten tok seg opp. Blant urbane husholdninger nådde sparing som andel av disponible inntekter en topp på over 38 prosent i fjerde kvartal 2022. Den har i løpet av 2023 trukket ned til 36 prosent. Fremover forventer vi at spareraten vil synke ytterligere til før-pandemi-nivåer nær 34 prosent, noe som vil bidra positivt til den økonomiske veksten.

Selv om det er fristende å se på den kinesiske overskuddssparing som en form for latent etterspørsel, forventer vi at mesteparten vil forbli sparing. Siden 2020 har husholdningenes bankinnskudd økt kraftig. Samlet sett er nå overskuddskontantene på rundt 17,000 milliarder RMB, sammenlignet med før-pandemi-trenden, tilsvarende omtrent 15 prosent av BNP i 2022. Imidlertid ser vi på denne opphopningen av kontantsparing som 'tørt krutt', som representerer midler som kinesiske husholdninger holder tilbake til framtidige investeringer, gitt mangel på tiltalende langsiktige investeringsmuligheter i øyeblikket. Med negativ avkastning på formuesforvaltnings-

Kinesisk BNP. DNB Markets' anslag. Prosent å/å

	2023	2024	2025	2026	2027
BNP (rapportert)	5.2	4.4	4.5	4.0	4.0
BNP (estimert)	5.1	4.3	4.5	3.7	3.5

Kilde: LSEG Datastream, DNB Markets

Kelly K. Chen
Kelly.ke-shu.chen@dnb.no
+47 91 73 40 10

25. januar 2024

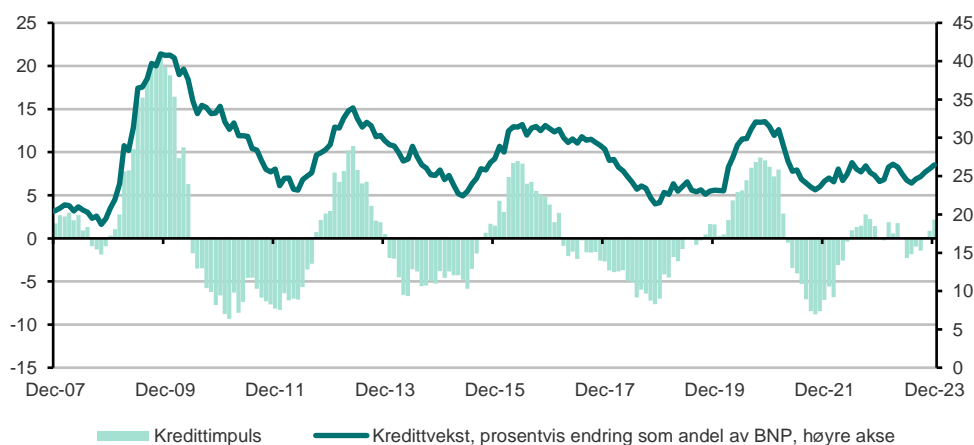
produkter, aksjer og boliger i 2023, tror vi at husholdningene holder på kontanter som en fleksibel ressurs. En potensiell katalysator for at de velger å frigjøre disse sparepengene kunne være en rekyl i boligmarkedet.

Med utsikter til en klar reallønssoppgang i mange modne økonomier, tror vi at den konjunkturelle motvinden for kinesisk handel er i ferd med å avta. I eurosonen, Kinas største handelspartner, venter vi en tydelig bedring i forbruket. Videre tror vi at forbruksveksten forblir robust i USA, Kinas nest største handelspartner. For kinesiske eksportører er dette gode nyheter, til tross for pågående geopolitiske spenninger, ettersom det tar tid før økte handelshindringer og endring i investeringsmønstre materialiserer seg i handelen. Selv om kinesisk eksport til USA delvis har blitt erstattet av økende import fra Mexico og Vietnam, har Kinas eksport til disse landene økt. Dette indikerer at handelen har funnet omveier: Siste ledd i verdikjedene har flyttet fra Kina til Mexico og Vietnam. Faktisk ser vi at til tross for flere år med alvorlige handelsforstyrrelser og et lønnsnivå som langt overgår andre fremvoksende økonomier, har Kinas andel av global vareeksport forblitt relativt stabil. På kort sikt tror vi på en fortsatt stabil utvikling.

Noe mer ekspansiv finans- og pengepolitikk i 2024-2025

Kinas myndigheter har vært tydelige på at de vil unngå å stimulere økonomien for mye, ettersom det fort kan koste mer enn det smaker. Selv om de siste politiske signalene har lagt en demper på forventningene om en stor og betydningsfull finanspolitisk stimulanspakke, har de sentrale myndighetene planlagt å utstede minst 1,000 milliarder RMB i statsobligasjoner, øremerket nye støttepakker. Det tyder på at vi kan forvente litt mer finanspolitisk støtte i 2024 sammenlignet med 2023. Selv om de lokale myndighetenes finanser er anstrengte, bør overføringer fra sentralt hold kunne veie opp for det. Det offisielle vekstmålet for 2024 blir kunngjort i mars, men regjeringen har allerede kommunisert offentlig at de vurderer et vekstmål på rundt 5,0 prosent, noe som vil innebære ytterligere støttetiltak. Dessuten kan Kinas sentralbank (PBOC) ha en noe mer ekspansiv pengepolitikk når vestlige sentralbanker kutter sine renter. Det vil trolig legge grunnlaget for en moderat økning i kredittveksten, slik at kredittimpulsen går videre inn i positivt terreng.

Kredittvekst og kredittimpuls. Årlig endring målt som andel av BNP og prosent å/å



Kredittimpulsen defineres som den årlige endringen i takten på kredittveksten.
Kilde: LSEG Datastream, DNB Markets

Eiendomsmarkedet vil fortsatt være en hemske i 2024-2025

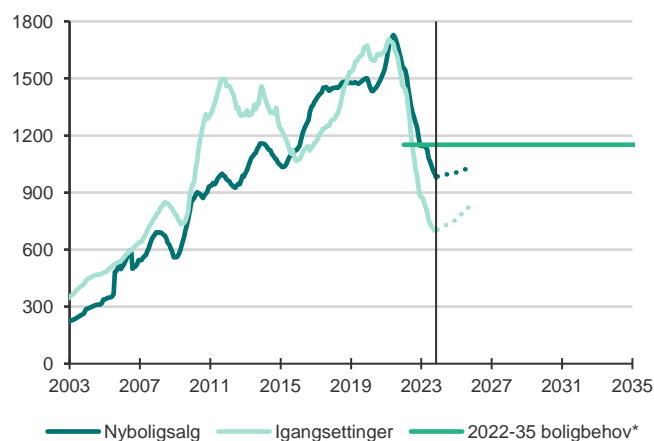
Den dramatiske bolignedturen fortsatte i 2023. Nyboligsalget og -igangsettinger har nå stabilisert seg på henholdsvis 40 prosent og 60 prosent under nivåene fra før pandemien. Det ligger trolig ikke an til noen stor rekyl, men vi ser nå tegn til at aktiviteten i sektoren har nådd bunnen. Spekulanter finner det ikke lenger attraktivt å investere i bolig, men utfordringen nå er at også den underliggende etterspørselen etter boliger er blitt frosset fast.

Husholdninger med behov for å oppgradere til nye boliger forblir i en 'vente-og-se' modus, ettersom boligprisfallet etter alle solemerker vil fortsette. For nye boliger har oppfatningen om høy motpartsrisiko blitt seg fast, til tross for at utbyggerne har ferdigstilt mange boliger gjennom hele 2023. Husholdninger er fremdeles ikke villige til å kjøpe nybygg fra utbyggere som fremdeles har alt for høy gjeldsgrad.

Vi tror myndighetene snart må gripe mer bestemt inn i markedet, for å hindre en videre nedtur. For det første er det ikke lenger så lett for arbeidsmarkedet å absorbere enda flere arbeidere som forlater den stadig krympende boligsektoren. For det andre mener vi at byggeaktiviteten nå har falt til *under* det nivået som på sikt gir balanse mellom tilbud og etterspørsel. Riktignok er mye av etterspørselen, anslagsvis 60 prosent, knyttet til å erstatte skrøpelige bygg som bør rives, noe som kan utsettes i noen år til. Men det kan neppe utsettes på ubestemt tid.

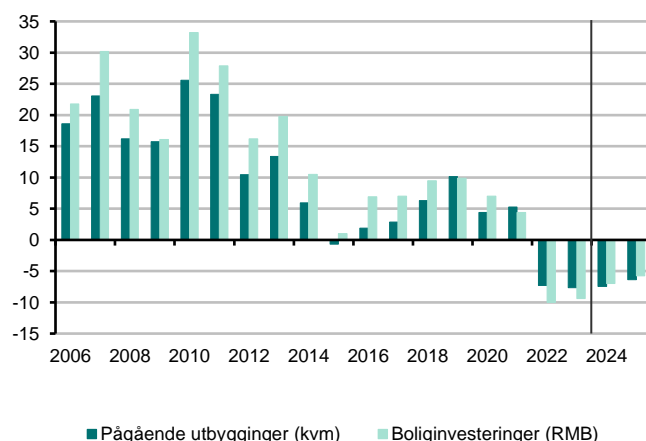
Ettersom ytterligere støttetiltak trolig blir innført i løpet av året, er det sannsynlig at både nyboligsalg- og igangsettingene tar seg forsiktig opp. Myndighetene vil sannsynligvis sikre utbyggerne tilgang til mer finansiering, særlig til å fullføre allerede solgte boligprosjekter. Selv om bekymringer for at det vil gi adferdsrisiko ('moralisk hasard'), tror vi likevel at risikoen for en bredere, negativ smitteeffekt på finansielle forhold ved større konkurser og påfølgende brannsalg av eiendeler veier tyngre for myndighetene. På etterspørselssiden vil Kina sannsynligvis legge til sanering av slumområder, samtidig som myndighetene øker byggingen av kommunale boliger. Dessuten har tilflytningen til byene igjen tatt seg opp. Urbaniseringsraten steg med 0,9 prosentpoeng i 2023 opp fra den labre takten på 0,4-0,5 prosent i pandemiårene. De nye tilflytterne består både av leietakere og førstegangskjøpere. Sistnevnte vil etter hvert kunne dra nytte av de generøse betingelsene, med subsidierte boliglånsrenter og lave egenkapitalkrav. Vi forventer at salget av nye boliger øker moderat med 3 og 5 prosent årlig i henholdsvis 2024 og 2025. Nye igangsettinger kan stige enda noe raskere.

Nyboligsalg- og igangsettinger. Millioner kvadratmeter



Kilde: LSEG Datastream, DNB Markets *Årlig gjennomsnittlig behov, anslag fra Rogoff (2022)

Boliginvesteringer og byggeaktivitet. Prosent endring å/å



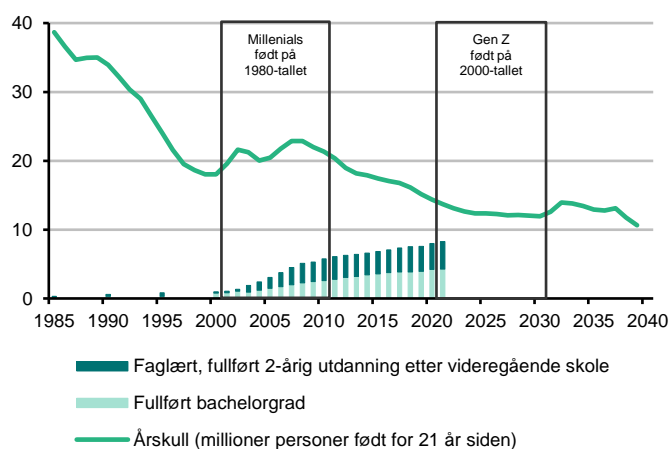
Kilde: LSEG Datastream, DNB Markets

Trolig vil byggeaktiviteten fortsette å falle framover, ettersom nedgangen i igangsettinger har vært såpass krapp de siste årene. Vi anslår en nedgang på 7 og 6 prosent i henholdsvis 2024 og 2025, etter en nedgang på 9 prosent i 2023. Etter hvert som også boligprisene når bunnen, forventer vi en 'optining' av Kinas boligmarked, ettersom husholdninger har overskuddssparing klar for slike investeringer. I så fall vil boliginvesteringene igjen kunne stige moderat. Å forutsi tidspunktet for et slikt vendepunkt er vanskelig, men vi venter ikke at det vil komme i løpet av dette eller det neste året.

Kina i omstillingsfasen bygger avanserte fabrikker – ikke bolig – «for alle pengene»

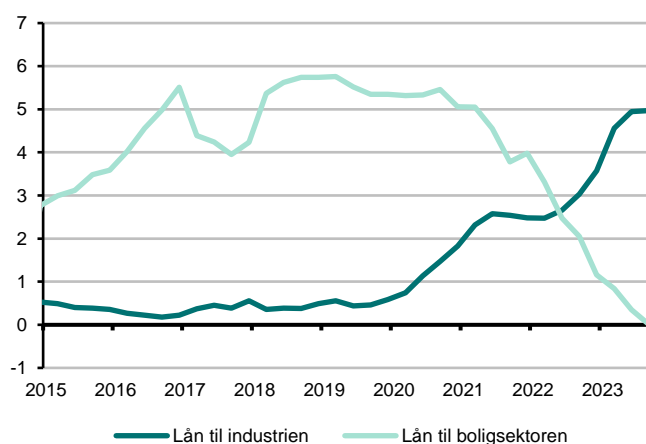
Det har skjedd omfattende endringer i det kinesiske arbeidsmarkedet i løpet av kort tid. Gjennomsnittlig utdanningsnivå har fått seg et ordentlig løft. Mens under 8 prosent av kullene fra 1980-tallet har oppnådd minst en bachelorgrad, får hele 30 prosent blant unge født på 2000-tallet tilsvarende utdanning. Det er stort sett på nivå med de fleste rike land, og noe mer enn andelen i Norge. Tar man med de faglærte, som har en fått utdanning i minst to år utover videregående skole, er andelen enda høyere. Det som skiller Kina fra andre land, er at mer enn halvparten av studentene er utdannet innenfor realfag. Sammenlignet med kullene som gikk ut i arbeidslivet på 1980- og 1990-tallet, da det kun var noen få promiller som fikk høyere utdanning, har det på papiret skjedd enorme endringer i produktiviteten. Det innebærer også at Kinas økonomi er klar for omstilling.

Årskull. Nye unge i arbeidsmarkedet. Millioner personer



Kilde: LSEG Datastream, DNB Markets

Bankenes årlige utlånsvekst. 1,000 milliarder RMB



Kilde: LSEG Datastream, DNB Markets

Omstillingen i kinesisk økonomi har akselerert de siste årene. Bankenes utlånsvekst viser tydelig at kapitalen flyttes fra boligsektoren og inn i industrien. I motsetning til mange andre modne økonomier, der tjenestesektoren etter hvert dominerer, har Kina bevisst valgt å satse på å oppgradere industrien. Kina ønsker å bli som Tyskland 2.0, bare større, mer effektiv og mer integrert i global handel. Myndighetene har dermed brukt de siste årene på å bygge avanserte fabrikker – og ikke bolig – «for alle pengene».

Investeringene i elektrisk maskineri har i gjennomsnitt vokst med nesten 40 prosent de siste to årene, og i de siste tre årene har mer enn halvparten av verdens nye industriroboter blitt installert nettopp i kinesiske fabrikker. Omstillingen er likevel en ruglete prosess. Mens enkelte av Kinas næringer allerede er verdensledende, for eksempel solkraft, vindkraft og batteri, har ikke andre næringer vokst seg like store. Elbilprodusentene har nylig blitt særdeles konkurransedyktige på den internasjonale arenaen – med et saftig hopp i sin eksport i 2023. Enkelte andre høyteknologiske næringer hemmes av teknologikrigen mellom USA og Kina.

At Kina nå fremskynder sin omstilling, krever at myndighetenes svært synlige hånd tar stadig mer kontroll over økonomien. At Kina innfører konkurransevridende industripolitikk er ikke nytt, men det siste året har antallet slike tiltak *globalt* blitt trappet opp betraktelig, ifølge IMF. Å dyrke frem strategisk konkurransekraft, akselerere investeringer i det grønne skiftet, sammen med investeringer av hensyn til nasjonal sikkerhet, har vært med på å skape et globalt kappløp om å innføre stadig flere næringsfremmende tiltak.

I Kina gir denne typen industripolitikk ofte utslag i overkapasitet. Årsaken er at de konkrete støttetiltakene ofte utformes på lokalt nivå. Hovedretningen er satt sentralt, som for eksempel «nå skal Kina bli best på å lage elbiler». Deretter oppstår en sterk konkurranse mellom ulike lokale myndigheter om å levere best på dette målet, med håp om forfremmelser som belønning. Dermed innfører alle samme type tiltak, samtidig. Ulike lokale myndigheter ender opp med å

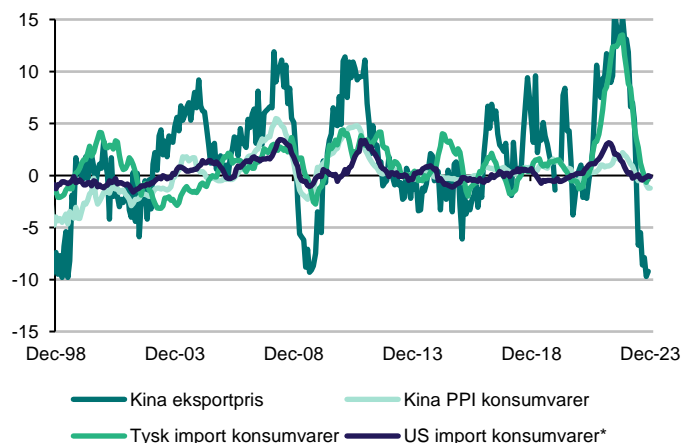
konkurrere med hverandre om å tilby de beste vilkårene og subsidiene. I dag har ulike lokale myndigheter samarbeid med hver sin lokale produsent, enten det er bystyret i Shenzhen (selskapet BYD), myndighetene i Hefei (selskapet NIO) eller i Guangzhou (selskapet Xpeng). Resultatet av overinvesteringsfasen er at det blir intens konkurranse og etter hvert konsolidering. Denne intense konkurransen gjør at selskapene stadig introduserer nye produkter, oppgraderer og innoverer. Samtidig gir størrelsen på kinesiske markedet markante skala-fordeler. Fra å ha hatt over 500 ulike etablerte elbilselskaper i 2019, er det kun 100 gjenværende som er aktive i Kina i dag. Denne prosessen med konkurranse og konsolidering vil trolig fortsette i minst et år til, helt til det bare er en håndfull med de aller beste selskapene som står igjen. Til gjengjeld vil disse ha vunnet hver sin nokså betydelige bit av det gigantiske kinesiske markedet, og stå i en helt annen posisjon i den internasjonale konkurransen.

Økt risiko for deflatoriske impulser fra Kina

Selv om den kinesiske industripolitikken har sine suksesshistorier, har den også ført til feilallokering av kapital. Det tydeligste beviset på dette er den økende kredittintensiteten i BNP-veksten. For å generere samme mengde BNP-vekst, blir stadig mer kreditt injisert i økonomien. Lokale myndigheter har i prosessen bygget opp stadig mer gjeld. Likevel er det lite som tyder på at Kina vil endre på dette, heller tvert imot.

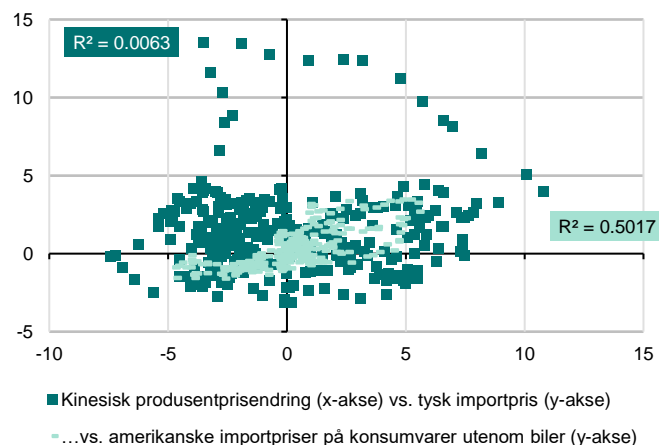
I de siste årene har kinesisk produksjon holdt koken, til tross for laber innenlandsk etterspørsel. Elektrisitetsbruken i industrien stiger kraftig, med over 10 prosent å/å i fjerde kvartal, og råvareimporten i Kina har steget tross den brutale nedturen i boligsektoren. Det gir i våre øyne økt risiko for overkapasitet, som på sikt vil føre til fallende marginer hos produsentene, og dermed også lavere vekst i lønninger og konsum på sikt. Dette understreker utfordringen Kina har med sin strategi om å oppnå dominans i produksjonsleddet. Om Kinas overkapasitet i enkelte sektorer ender opp med deflatoriske impulser til resten av verden er usikkert. Historisk har vi ikke sett tett korrelasjon mellom kinesiske produsentpriser og importprisene i USA og EU.

Produsentpriser og importpriser. Prosentvis endring å/å



Kilde: LSEG Datastream, DNB Markets *amerikanske importpriser på konsumvarer utenom biler

Produsentpriser og importpriser. Prosentvis endring å/å



Kilde: LSEG Datastream, DNB Markets

Avtakende avkastning på investeringer og deglobalisering vil dempe veksten

I tillegg gjennomfører Kina en samlet nasjonal mobilisering for å eliminere sårbarhet i sin produksjon av halvledere. Innsatsen, som kjennetegnes av en 'gjør hva som helst' og 'ikke spar på kostnader'-holdning, har eskalert etter at USA vedtok CHIPS-loven og restriksjoner på eksport av halvledere. Lanseringen av Huawei's Mate60 antyder at Kina har kommet et stykke på vei. For øyeblikket er aktiviteten stimulert av høye investeringsnivåer, men over tid vil disse bli en belastning på veksten, ettersom myndighetenes kraftige tiltak vil føre med seg feilinvesteringer. Dessuten er dagens globale integrerte verdikjeder for produksjonen av

25. januar 2024

halvledere langt mer kostnadseffektive. Kinas myndigheter er nok klar over dette, men anser det som akseptable tap.

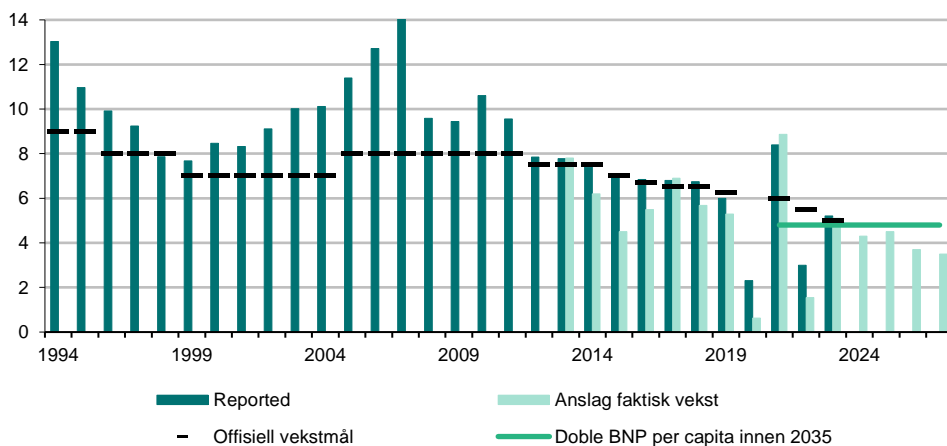
Trolig vil stormaktskonflikten mellom USA og Kina forverre seg videre, i form av stadig flere proteksjonistiske tiltak. USA har stort sett opprettholdt forrige administrasjons Kina-politikk under Joe Biden. Til tross for at handelskrigen mellom USA og Kina har vart i over syv år, framstår den amerikanske økonomien fortsatt som svært avhengig av sin kinesiske motpart. For å redusere avhengigheten kan amerikanske myndigheter velge å innføre flere og bredere handelsbarrierer, eller snevre og skjerpe tiltakene for å treffe noen få, men viktige sektorer. Her og nå fokuserer USA på kritiske områder som halvledere, men dersom Donald Trump blir gjenvalgt er det ikke usannsynlig at flere og bredere tiltak blir innført.

EU følger etter, med en utenrikspolitikk som i stadig større grad reflekterer et syn på at Kina er mer en trussel enn en handelspartner. Som Trump har også europeerne blitt mer bekymret over sitt voksende bilaterale handelsunderskudd med Kina, og bedt om at europeiske selskap skal få bedre tilgang til det kinesiske markedet.

Selv om deglobaliseringen har skutt fart de siste årene, og trolig vil fortsette, mener vi at den direkte effekten på kinesisk økonomi vil komme gradvis. Innføringen av stadig strengere handelsbarrierer, og kanskje etter hvert også endringer i forbrukernes preferanser, vil nok gi aller størst utslag. Dette endrer seg neppe over natten. Et godt eksempel er EU-kommisjonen, som nå skal utrede hvorvidt kinesiske elbilprodusenter er subsidierte. Selve utredningen vil trolig ta mange måneder å gjennomføre, før konklusjonen skal vurderes og drøftes og eventuelt føre til felles straffetiltak fra EUs side.

Over tid er det likevel sannsynlig at vil deglobaliseringen og fragmentering av handelsmønstre vil legge press på kinesiske selskap, og forverre utfordringene med overkapasitet. Da vil vi se større negative effekter på økonomien. Trolig vil BNP-veksten avta til om lag 3,5 prosent innen 2027.

BNP og myndighetenes vekstmål. DNB Markets' anslag. Årlig endring i prosent



Kilde: LSEG Datastream, Xinhua, DNB Markets

Våre økonomiske anslag hviler på en forutsetning om at spenningene mellom stormaktene Kina og USA ikke går over til en direkte konflikt. En krig i Taiwan-stredet er en åpenbar risiko i så måte, men ettersom den nye taiwanske presidenten mistet det parlamentariske flertallet, har risikoen for oppblussing heller avtatt enn tiltatt i det siste.

FREMVOKSENDE ØKONOMIER

Veksten tar seg opp

Den ventede nedgangen i globale renter de kommende årene vil være med på å løfte veksten for fremvoksende økonomier. Samtidig ventes en moderat bedring i global handel. På sikt vil veksttakten i økonomiene likevel avta, grunnet manglende investeringer og svak produktivitetsvekst. Det er store regionale forskjeller, men Asia er fremdeles den sterkeste vekstmotoren.

Bedring i 2025, men fremdeles antydninger til svak vekst i 2024

Utsiktene for fremvoksende økonomier har blitt mer usikre, med markerte regionale forskjeller. Selv om den økonomiske aktiviteten i rike industriland vitner om en behagelig og myk landing, er utsiktene for de fremvoksende økonomiene i 2024 nokså svake.

Gjennom 2023 har eksportnæringen i fremvoksende økonomier utenom Kina kjent trykket fra redusert internasjonal etterspørsel i varehandelen. Global handel har vært svak det siste året, men nedgangen i global varehandel avtok noe i siste halvdel av 2023. Det skjedde samtidig som industrisyklusen globalt virker å nærme seg bunnen. Global industri PMI ser ut til å være i bedring, med en oppgang i nye industriordre. I år tror vi at verdenshandelen bedrer seg moderat, før veksten tiltar i 2025.

Riktignok har tjenestehandelen tatt seg mer opp, men svak vekst i Kina tross gjenåpningen, har rammet økonomiene i Asia. I land som Thailand har turistnæringen riktignok fått seg et nytt løft med den kinesiske gjenåpningen i 2023, men oppgangen har vært skuffende sammenlignet med forventningene, og mye av innhenting er nå over. Fremover kan svakere vekst i Kina være med å trekke ned veksten i regionen.

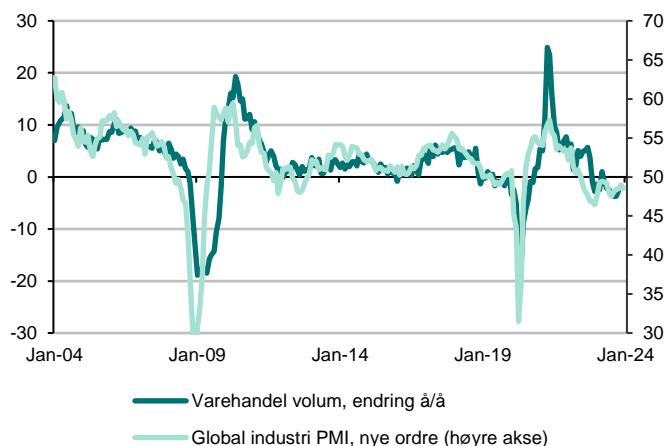
Med inflasjon som nå synker mot inflasjonsmålene, er det dessuten duket for at flere av de rike industrilandene skal i gang med rentekutt. Riktignok vil gjenstridig inflasjon sørge for at rentenedgangen blir slak, men dette legger til rette for at enda flere av sentralbankene i fremvoksende økonomier vil snu til mer ekspansiv pengepolitikk og senke rentene. Brasil for eksempel satte allerede i gang med rentekutt i august i fjor. Det skyldes at innstramningen av pengepolitikken ble innledet tidligere, og inflasjonen allerede har avtatt betydelig. Ettersom det blir rom for ytterligere rentekutt i fremvoksende økonomier i 2024-25 venter vi en gradvis syklisk bedring i veksten.

BNP. DNB Markets' anslag. Prosent å/å

	Vekt	2024	2025	2026	2027
Fremvoksende økonomier	58.0	3.8	4.0	3.9	3.9
Kina	18.5	4.4	4.5	4.0	4.0
India	7.0	6.5	6.5	6.0	6.0
Russland	3.1	1.5	1.0	1.0	2.0
Brasil	2.4	1.5	2.0	2.5	2.5
Øvrige økonomier	27.1	3.2	3.5	3.5	3.6
Asia eks. Kina og India	6.9	5.0	5.0	4.7	4.5
MENA og Sentral-Asia	7.5	3.0	3.5	3.5	3.5
Sør-Amerika eks. Brasil	5.0	1.5	2.5	2.5	2.5
Fremvoksende Europa	4.6	2.0	2.0	2.5	3.0
Afrika	3.1	3.5	3.5	4.0	4.0
Industriland	42.0	1.6	1.6	1.8	1.8

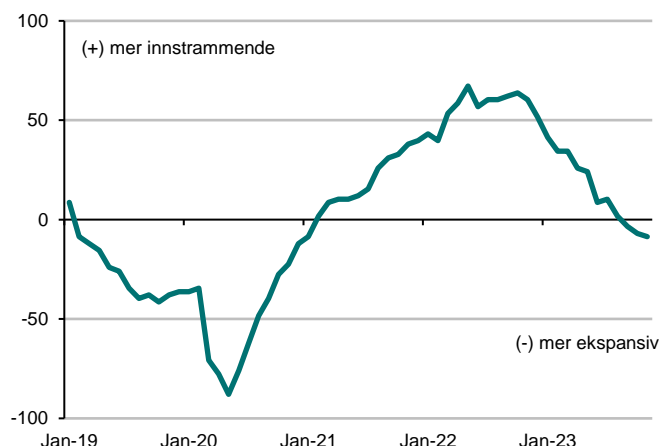
Kilde: LSEG Datastream, DNB Markets *Vekt = PPP-justert prosentvis vekt i verdensøkonomien

Endring i global varehandel og industri-PMI (nye ordre)



Kilde: LSEG Datastream, DNB Markets

Andel* land med innstrammende/ekspansiv pengepolitikk

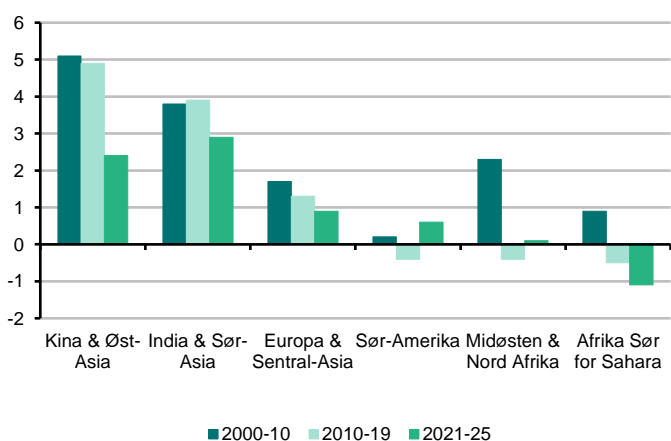


Kilde: Verdensbanken, DNB Markets *prosentandelen av sentralbanker som hever styringsrentene minus prosentandelen som senker styringsrentene i løpet av de siste tre månedene

Tydlig avmatning i potensiell vekst i fremvoksende økonomier

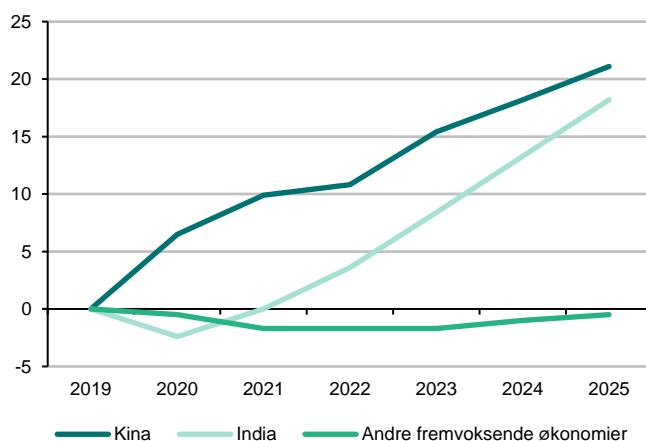
Selv om fremvoksende økonomier tidligere var kjennetegnet av høy økonomisk vekst sammenlignet med rike industriland, har det vært en klar trend med avtagende vekst de siste årene. Dette skyldes flere strukturelle utfordringer. Tidligere bidro faktorer som befolkningsvekst, økt yrkesdeltagelse, høye investeringsnivåer og økt handel med internasjonale partnere til betydelige produktivetsgevinster og sterk BNP-vekst. Den demografiske medvinden som tidligere støttet veksten, vil ikke lenger være like sterk, og investeringstakten i økonomier utenfor Kina og India har avtatt markant. Dette, kombinert med moderat produktivetsvekst, tyder på at vekstutsiktene for fremvoksende økonomier generelt er mer begrenset i tiden fremover. Selv om Asia forblir en viktig vekstmotor, har også denne regionen fått en vekstavmatning. Siden pandemien har Kina og India skilt seg ut med sin fortsatte relativt høy BNP-vekst, mens andre fremvoksende økonomier har sakkert akterut.

BNP. Endring, prosentpoeng



Kilde: Verdensbanken, LSEG Datastream, DNB Markets *Anslag fra Verdensbanken 2021-25

BNP per person. Akkumulert endring, prosentpoeng



Kilde: Verdensbanken, LSEG Datastream, DNB Markets *Anslag fra Verdensbanken 2021-25

Behov for store investeringsløft blir trolig ikke innfridd

Til tross for et stort behov for økte investeringer i fremvoksende økonomier, har dette ikke skjedd i praksis. Selv om tendensene til deglobalisering og regionalisering av global handel kunne ha ført til en oppgang i utenlandske direkte investeringer i andre fremvoksende økonomier enn Kina, har dette så langt ikke vært tilfelle. For å nå FNs bærekraftsmål og klimamål, må disse økonomiene i tillegg øke investeringene sine betydelig, med estimerte 2400

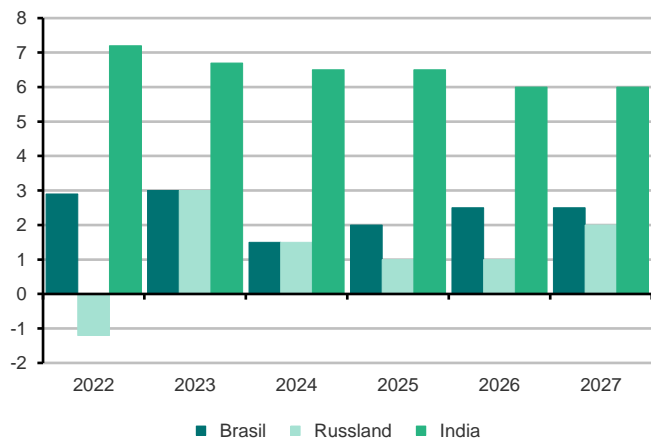
milliarder dollar årlig. Men det er lite som tilsier at finansieringen vil komme på plass, gitt forhandlingene om klimafinansieringen så langt. Hvis Donald Trump blir president i USA fra 2025, er det mye som tyder på at den globale klimainnsatsen vil møte motstand. I tillegg har Kina nylig redusert omfanget av sitt belte-og-vei-initiativ, et prosjekt rettet mot å finansiere global infrastrukturbygging. Derfor blir behovet for økte investeringer sannsynligvis ikke møtt på kort sikt.

Indias skiller seg ut. Statsminister, Narendra Modi, som nå går til valg for sin tredje periode, har lovet ytterligere store oppgraderinger av infrastrukturen i India. Om han vinner valget, kan hans parti, bli det første siden 1971 som vinner tre ganger på rad. De neste årene kan bli avgjørende for om India klarer å gripe mulighetene som ligger i omfordeling av produksjon og diversifisering bort fra Kina, for å bygge opp en stor, effektiv eksportrettet økonomi.

Markerte regionale forskjeller i vekstutsiktene

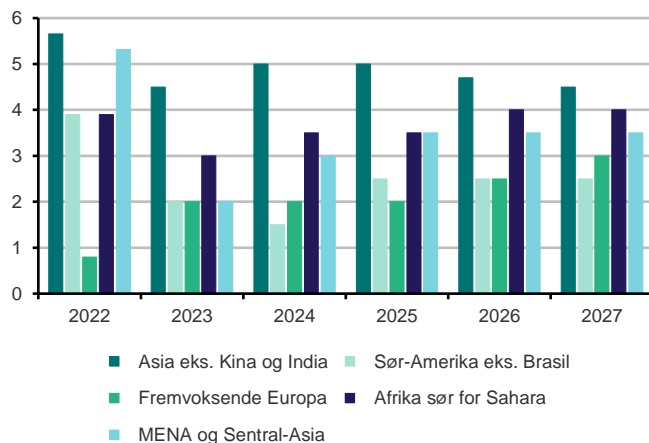
Det er betydelige regionale forskjeller i de økonomiske utsiktene for fremvoksende økonomier. Landene i Europa påvirkes negativt av at krigen i Ukraina, men et gradvis økonomisk oppsving i eurosonen vil kunne bedre utsiktene på sikt. I Russland ble den økonomiske veksten langt bedre enn ventet i 2023, men fremover venter vi en avmatning i veksttakten. Sør-Amerika opplever også dempet vekst, med store økonomiske utfordringer for Argentina, samtidig som veksten i Brasil ventet å avta til 1,5 prosent i år, før den tar seg opp igjen. God vekst i India medfører at Sør-Asia peker seg ut som en av regionene med høyest vekst. Gjennom 2023 har investeringene i India steget betraktelig, noe som bidrar til å trekke opp veksten de nærmeste årene til nærmere 6,5 prosent.

BNP. DNB Markets' anslag. Årlig endring i prosent



Kilde: LSEG Datastream, DNB Markets

BNP. DNB Markets' anslag. Årlig endring i prosent



Kilde: LSEG Datastream, DNB Markets

Langvarig politisk usikkerhet og vedvarende væpnede konflikter har over tid ført til svakere vekst og reduserte investeringer i Midtøsten. Israels militære operasjoner i de okkuperte Palestinske områdene har skapt ytterligere spenning i Midtøsten. Selv om det er fare for at uroen vil spre seg til flere land i regionen, virker dette ikke å være tilfellet. De to største økonomiene, Saudi-Arabia og Iran, har gjenopptatt diplomatiske forbindelser, noe som kan bidra til færre konflikter. Den skarpe råvareprisoppgangen i 2022 ga mange råvareeksportører i regionen et bedre utgangspunkt enn mange andre fremvoksende økonomier, samtidig har produksjonskuttene i 2023 hovedsakelig også foregått i denne regionen. Boligbremsen i Kina vil gi ytterligere negative ringvirkninger for viktige råvareeksportører. Vi ser nå økt risiko for at oljeprisen vil falle i de nærmeste årene, noe som kan gi negative sjokk for viktige råvareeksportører. Dessuten viser det seg at finanspolitikken i disse råvareeksportørene i større grad har vært medsyklisk enn motsyklisk, og vi venter dermed en liten brems i 2024 før veksten tar seg opp igjen.

NORGE

Fra nedtur til opptur i forbruk og boligpriser

Vi tror 2024 blir et år hvor norsk økonomi lander mykt, for så å ta sats på ny. Bedring i kjøpekraft legger til rette for et tydelig løft i forbruk og boligpriser i 2025-2027. Med fallende inflasjon kan renten senkes fra september 2024, men gjenstridig inflasjon og en robust økonomi gjør at rentenedgangen stopper på 3,25 prosent.

Konjunktorene

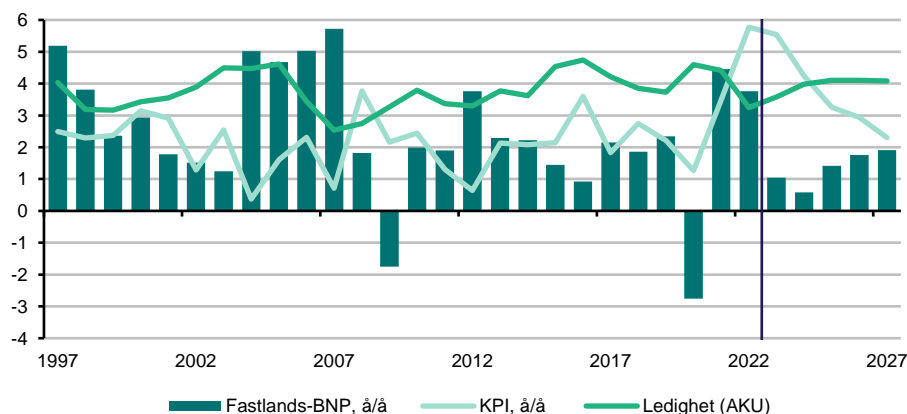
Aktivitetsveksten er avtagende, men vil tilta igjen i løpet av 2024

Fullstendig nasjonalregnskap for 2023 publiseres i februar, men basert på månedlige tall frem til og med november anslår vi at fastlands-BNP steg med 1,0 prosent i 2023, justert for virkedagsendringer. Etter tydelig avtagende vekst i andre og tredje kvartal, ser det ut til at veksten tiltok noe mot slutten av året, løftet av nettoeksporten.

Den innenlandske etterspørselen er imidlertid svak. Selv om petroleumsrelaterte næringer opererer på full kapasitet, ser den sterke investeringsveksten, som var ventet for andre halvår av 2023, ut til å bli skjøvet ut i tid. Tjenestesektoren har vist svakere tendenser gjennom høsten, mens boliginvesteringene har fortsatt å falle markert. Privat forbruk har holdt seg overraskende godt oppe, men ser også ut til å svekkes på vei inn i 2024.

I sum forventer vi at den aktivitetsveksten vil bli moderat i første halvår av 2024, før den tiltar igjen. En bedring i privat forbruk ventes å stå bak omslaget, drevet av at inflasjonen kommer ned samtidig som lønnsveksten holder seg høy. Omslaget kommer imidlertid sent på året, noe som gjør at fastlands-BNP bare vokser med 0,6 prosent i 2024. I 2025 anslår vi en noe høyere, men fortsatt moderat, vekst på 1,4 prosent. For arbeidsmarkedet betyr dette lavere sysselsettingsvekst, som kombinert med en økning i arbeidsstyrken resulterer i noe økt ledighet i årene som kommer.

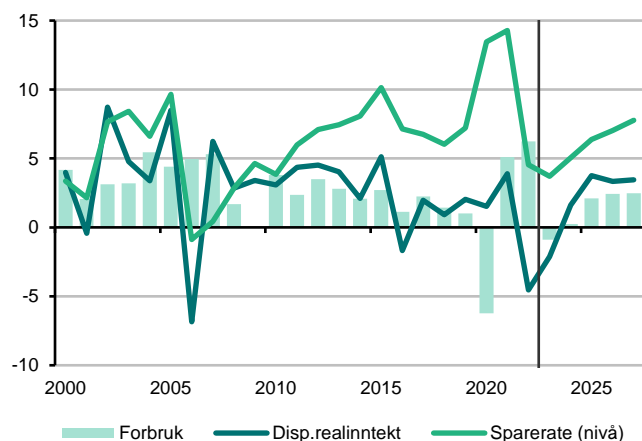
Norge: Makroøkonomiske hovedstørrelser. Prosent



Smerten avtar for husholdningene

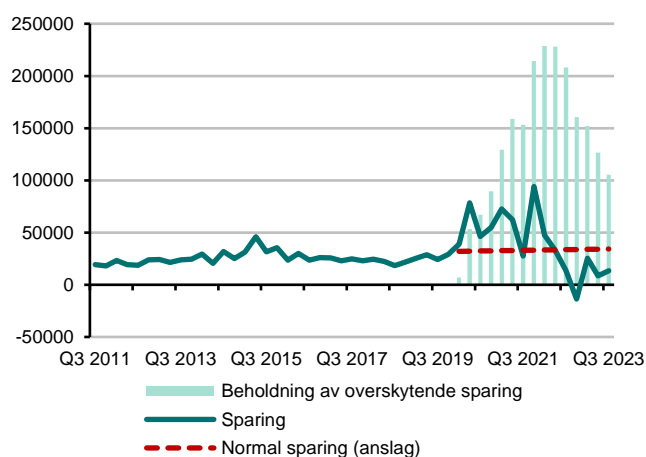
Det private forbruket utgjør om lag halvparten av fastlands-BNP og er dermed en av de viktigste etterspørselskildene i økonomien. Med et fall på 0,9 prosent ligger veksten i privat forbruk for 2023 an til å bli den svakeste siden 1988, om vi ser vekk fra pandemiåret 2020. Høy inflasjon og videre renteoppgang trakk disponibel realinntekt ned ytterligere 2 prosent i fjor, etter et fall på over 4 prosent i 2022. Med en kjøpekraftsutvikling som mildt sagt har vært svak, er det oppdemmet sparing fra pandemien som har holdt liv i forbruket.

Husholdninger. Prosent å/å



Kilde: LSEG Datastream, Statistisk sentralbyrå, DNB Markets

Anslag på overskytende sparing. Mill NOK



Kilde: LSEG Datastream, Statistisk sentralbyrå, DNB Markets

Forbruket har med andre ord vært høyt sett i forhold til disponibel inntekt i både 2022 og 2023. Det vil trolig være tilfellet også for 2024, før forbruket i større grad vil følge utviklingen i disponibel inntekt igjen. Tall fra DNB Innsikt viser at deler av husholdningssektoren, spesielt de med høy gjeld i forhold til inntekt, har tappet av sparingen såpass mye at den nå er nær et normalt nivå i forhold inntektene. Selv om det ikke er noe i veien for at sparebeholdningen kan avta videre, mener vi det er rimelig å anta vesentlig mindre støtte fra redusert sparing fremover. Statistisk sentralbyrås tall for husholdningenes finansregnskap gir inntrykk av at det kan være mer overskytende sparing der ute, men disse tallene må ses i lys av at de inkluderer skjevfordelte formuesinntekter, som trolig har lavere potensiale til å løfte forbruket.

Den underliggende fordelingen av vare- og tjenesteforbruk har i stor grad normalisert seg gjennom 2023. Vareforbruket var fortsatt litt på den svake siden, mens tjenesteforbruket har vokst mer. Fremover legger vi til grunn at disse underkomponentene vil bevege seg mer i takt enn de har gjort på lenge.

Vi anslår en forbruksvekst i 2024 på 0,2 prosent. Lavere inflasjon og et godt lønnsoppgjør gir bedring i kjøpekraften gjennom året, og dermed går forbruket fra å falle til å stige. Full fart blir det imidlertid ikke, for rentene er fortsatt på et høyt nivå og ligger som en brems for en høyt forgjeldet husholdningssektor. Etter hvert som rentene også kommer ned, vil veksten ta seg markert opp fra 2025-2027, til 2,1-2,5 prosent. Merk at vi i samme periode får en oppgang i spareraten til mer normale nivåer. Reallønnsvekst kombinert med rentenedgang gir husholdningene ganske stor fleksibilitet til å velge mellom forbruk og sparing i årene fremover, noe som taler for at forbruket kan komme til å vokse betydelig mer enn vi har lagt til grunn. Det vil også kunne utvikle seg svakere, spesielt hvis ledigheten skulle skyte raskere i været og kjøpekraftsutviklingen bli mer moderat som følge av svakere lønnsoppgjør, høyere renter eller mer varig inflasjon.

Forbruket har vært holdt oppe av sparemidler fra pandemien. Fremover vil reallønnsvekst legge til rette for at forbruket kan øke, til tross for at sparemidlene snart er brukt opp.

Svake boliginvesteringer trekker ned investeringsveksten

I 2023 ligger investeringene i fastlands-Norge an til å ha falt med litt over to prosent, etter at veksten i 2022 var på over 7 prosent. Det er rentefølsomme boliginvesteringer som særlig bidrar til nedgangen, med et fall på over 15 prosent. Offentlig forvaltning ser også ut til å ende 2023 med et negativt bidrag, mens bedriftene økte investeringene med 4 prosent i fjor. Det ble nok et år med sterk vekst i investeringene innen industri og bergverk, mens pilene igjen pekte oppover for annen vareproduksjon – der kraft er en viktig komponent - etter tre år med fall.

Petroleumsinvesteringene var ventet å bykse kraftig opp i andre halvår av 2023, men noe av den sterke veksten ser ut til å bli dyttet lenger ut i tid. Investeringstillingen til SSB indikerer fortsatt vekst de neste årene. Det er primært prosjekter som ble satt i gang som følge av skattepakken under pandemien som danner grunnlag for veksten. Etter en oppgang på rundt 7 prosent i fjor, legger vi til grunn en vekst på 7,5 prosent i 2024 og nesten 3 prosent i 2025. Høy aktivitet og investeringer på sokkelen begrenser nedturen på kort sikt og gir støtte til høyere vekst i årene som kommer.

Investeringer beveger seg tidvis mye opp og ned, og er utfordrende å anslå både timingen på og styrken av. De er til dels påvirket av tilfeldigheter, men også den konjunkturelle situasjonen, som utsiktene for inflasjon og renter. Strukturelle trender, som det grønne skiftet, løfter det underliggende investeringsbehovet. Våre anslag for investeringer viser at bildet er sammensatt i 2024, før de fleste komponentene bidrar til oppgang fra 2025-2027. Vi tror det vil ta noe mer tid før boliginvesteringene kommer i gang, og med et ganske svakt bilde for aktiviteten i 2024 forventer vi heller ikke høy vekst innen tjenestesektoren. Dermed ender bruttoinvesteringer i fast realkapital ned 0,3 prosent i 2024, før veksttakten øker i årene etter.

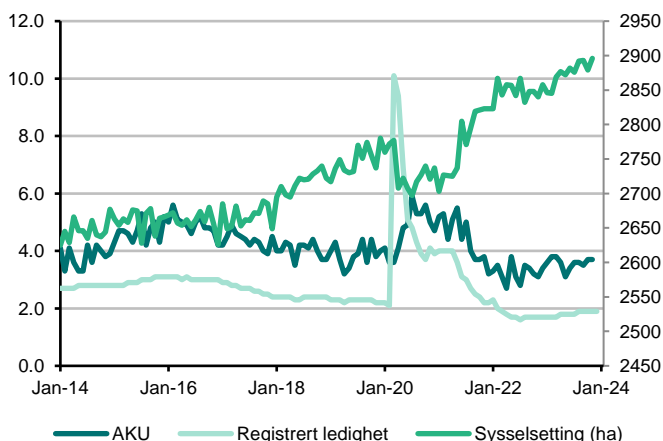
Investeringene falt i 2023, men vil stige gjennom prognoseperioden. Rentenedgang bidrar blant annet til oppgang i boliginvesteringene.

Arbeidsmarkedet vil bli mindre stramt

Arbeidsmarkedet har gradvis blitt mindre stramt gjennom 2023. Den registrerte arbeidsledigheten har steget og var på 1,9 prosent i desember. Foreløpige tall tyder på at sysselsetningsveksten har vært på 1,3 prosent i 2023 og siste observasjon (for november) var ny rekordnotering. Dermed ser det ikke ut til at det er full stopp i ansettelses enda, noe som støttes av utviklingen i ledige stillinger. Sistnevnte nådde toppen i første kvartal 2023, men har flatet i tredje kvartal ut på et litt lavere, men fortsatt høyt, nivå.

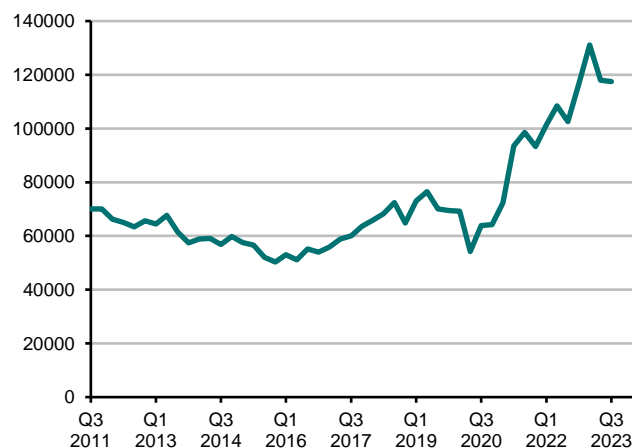
Ledigheten vil fortsette å stige gradvis i 2024, men flater etter hvert ut. Høy innvandring gjør at ledigheten blir noe høyere enn aktivitetsutviklingen skulle tilsi.

Arbeidsmarked. Prosent



Kilde: NAV, Statistisk sentralbyrå, LSEG Datastream, DNB Markets

Ledige stillinger, antall



Kilde: Statistisk sentralbyrå, LSEG Datastream, DNB Markets

Vi anslår at den gradvise nedkjølingen av arbeidsmarkedet vil fortsette. Siden det er store forskjeller i aktivitetsutviklingen mellom næringer, er det naturligvis også store forskjeller hvor ledighetsoppgangen kommer. Tall fra NAV viser at det er flest helt ledige i bygg- og

anleggssektoren, og det er også her oppgangen gjennom 2023 har vært størst. Minst oppgang finner vi innen barne- og ungdomsarbeid, samt helse, pleie og omsorg.

Norges Banks regionale nettverk viste en videre nedgang i andelen bedrifter som opplever kapasitets- og rekrutteringsproblemer i fjerde kvartal 2023. Begge disse indeksene har vært fallende siden slutten av 2022, og er nå under sine historiske gjennomsnitt, noe som støtter vårt syn om at ledigheten vil fortsette å stige i 2024.

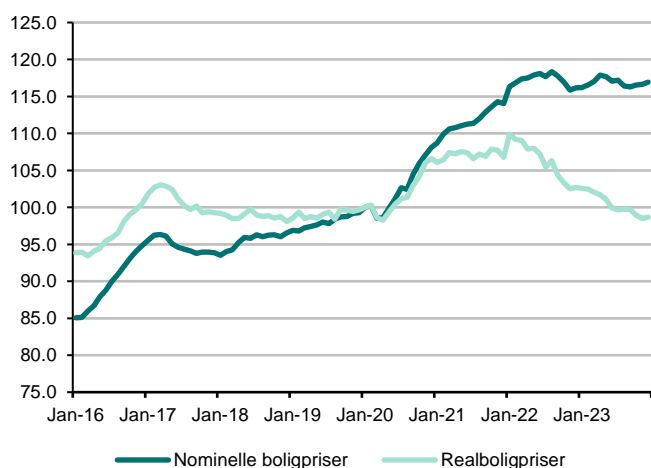
Vi anslår at arbeidsledigheten blir 2,4 prosent i 2024, opp fra 1,8 prosent i 2023. Selv om aktiviteten tar seg opp, vil ledigheten trolig stige noe mer utover i prognoseperioden, til rundt 2,8 prosent for 2025-2027. Dette er basert på et syn om at arbeidsstyrken vil stige mer enn sysselsettingen, delvis drevet av høy innvandring fra Ukraina. Selv om konjunktursituasjonen kunne talt for at ledigheten skulle falle noe igjen i 2026 og 2027, tror vi økningen av arbeidsstyrken vil bidra til at utviklingen i stedet blir flat.

Betydelig nominell prisvekst i boligmarkedet

Boligmarkedet har svekket seg i 2023, men de nominelle prisene på bruktboliger har utviklet seg langt sterkere enn vi anslo i vår rapport fra august. I desember 2023 var prisene 0,7 prosent høyere enn desember året før. For 2023 som helhet var likevel prisnivået 0,3 prosent lavere enn i 2022. Justert for konsumprisveksten har imidlertid boligprisene falt om lag ti prosent fra toppen i januar 2022, til nivået realprisene lå på i 2017-2019 (se figur nedenfor). Basert på en historisk sterk oppgang i antall usolgte boliger, fallende omsetningstall utover høsten og flere rentehevinger, hadde vi forventet at prisene skulle falle mer så langt. Vi mener det fremdeles er en betydelig risiko for at prisene kan falle i løpet av første halvår 2024, men den relativt sterke høsten gjør at vi tror mest på moderat vekst.

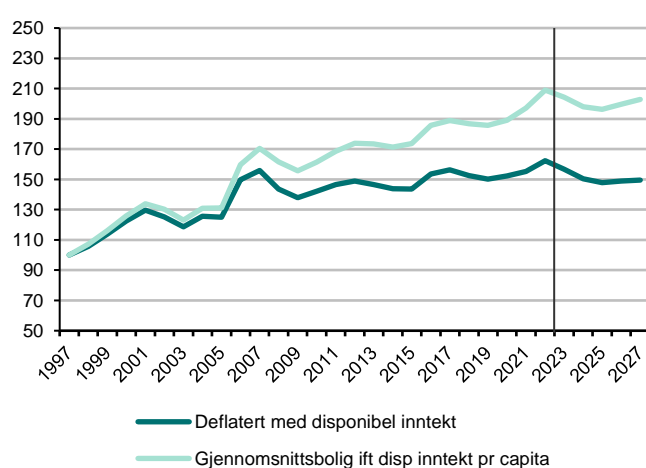
Boligprisene har utviklet seg svakt i 2023, men bedret kjøpekraft og ubalanse mellom tilbud og etterspørsel vil føre til høy boligprisvekst i årene som kommer.

Boligpriser, indeks, januar 2020 = 100



Kilde: Eiendom Norge, LSEG Datastream, DNB Markets

Boligpriser, indeks 1997 = 100



Kilde: Eiendom Norge, LSEG Datastream, DNB Markets

Bedring i husholdningenes kjøpekraft vil trolig påvirke boligmarkedet positivt framover. Når nominelle lønninger stiger, øker den høyeste prisen husholdningene er kapable til å betale, gitt reglene for maksimalt gjeldsoptak. Flere år med høy nominell lønnsvekst har også en positiv effekt på husholdningenes gjeldsgrad, noe som kan legge til rette for økt boligprisvekst når renten begynner å falle. Videre vil den høye innvandringen styrke etterspørselssiden ytterligere. På tilbudssiden er det imidlertid lav igangsetting av nye boliger, og det vil ta tid før mange nye boliger strømmes ut på markedet. Vi tror denne ubalansen legger til rette for en periode med sterk boligprisvekst i årene 2025-2027. I 2024 anslår vi at prisene vokser litt under to prosent, all den tid husholdningene fortsatt befinner seg i en presset situasjon gjennom store deler av året og renten ikke kommer ned før i september. Om vi deflaterer vår boligprisprognose med

disponibel inntekt, kan det se ut som det er noe oppsiderisiko på denne prognosen, all den tid nivået faller tilbake til det vi så før pandemien. Om vi ser på vår prognoses betydning for prisen på en gjennomsnittsbolig deflatert med disponibel inntekt per kapita, øker imidlertid denne opp mot rekordnivået vi så under pandemien. Dette perspektivet viser at vår boligprisprognose innebærer et løft sett i forhold hver enkelt husholdnings inntekt, selv om renten holder seg forholdsvis høy.

Priser og lønninger

Reallønnsoppgang etter flere magre år

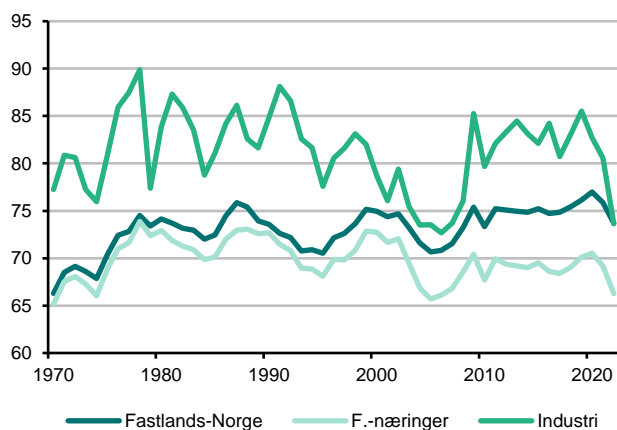
I fjor steg konsumprisene med 5,5 prosent og lønningene med omtrent det samme. Til tross for den høyeste lønnsveksten på 15 år, stod reallønnen altså stille. I år er det mer tydelige utsikter til oppgang. Vi venter at nominell årslønnsvekst blir i overkant av 5 prosent, mens prisveksten avtar til 4,2 prosent. Det gir en reallønnsvekst på 0,8 prosent. For de neste par årene venter vi en oppgang i reallønningene på rundt 1 prosent i året.

Vårt anslag på årets lønnsvekst, 5,1 prosent, er høyere enn partene selv har anslått i forventningsundersøkelsen (4,8 prosent) og i Norges Banks regionale nettverk (4,5 prosent). I år er det hovedoppgjør i industrien, og normalt forhandles det da på forbundsnivå. I forhandlingene avveies arbeidstakernes krav om økt reallønn og sikre arbeidsplasser opp mot arbeidsgivernes ønske om styrket lønnsomhet. I oppgangstider vil fallende ledighet og utsikter til økt lønnsomhet i bedriftene styrke arbeidstakernes forhandlingsposisjon. I perioder med stigende ledighet og fallende lønnsomhet vil hensynet til bedriftenes utsikter stå sterkere. Over tid innebærer avveiningene at arbeidstakernes andel av verdiskapingen er noenlunde stabil.

Høyeste lønnsvekst på 15 år ga ikke reallønnsvekst i fjor, men i år er det duket for oppgang.

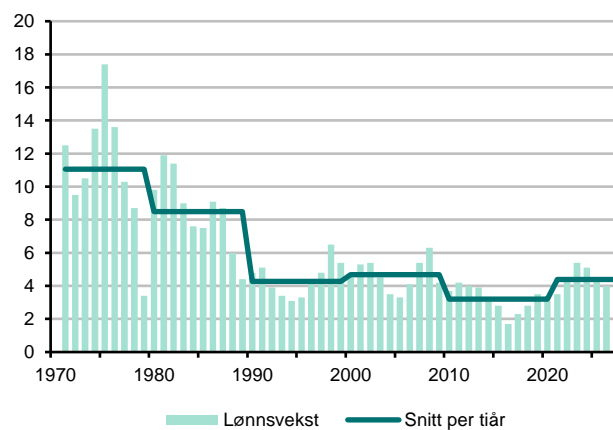
Vi anslår lønnsveksten i år til 5,1 prosent.

Norge: Lønnsandel, prosent



Kilde: Statistisk sentralbyrå, DNB Markets

Norge: Årlig lønnsvekst i prosent. Faktisk og anslag



Kilde: Statistisk sentralbyrå, DNB Markets

For andre år på rad steg industribedriftenes lønnsomhet klart mer enn lønningene i fjor, blant annet som følge av en svakere krone. Det peker mot at lønnskravene kan bli høye i år. Den forventede reallønnsøkningen i fjor uteble, fordi prisveksten ble høyere enn lagt til grunn. Det kan tilsa at arbeidstakerne krever høyere forventet reallønnsvekst i år, som en buffer mot nye overraskelser for prisveksten. I fjor ble det også oppmerksomhet om at mange lederlønninger steg langt mer enn lønnsveksten generelt. Med det siste års oppgang i eksportindustriens lønnsomhet er arbeidstakerorganisasjonene opptatt av at et for moderat lønnsoppgjør kan føre til et gjentak av lønnsspriket i år.

Kronesvekkelsen har gitt økt lønnsomhet i industrien. Det styrker grunnlaget for krav om fortsatt høy lønnsvekst.

På den annen side er arbeidstakerne også opptatt av å bevare bedriftenes konkurranseevne. Lønnsveksten ute ventes å avta noe i år, og den økonomiske veksten har kommet ned i USA og Storbritannia. Det tilsier en viss varsomhet i lønnskravene her hjemme. Det var dessuten store variasjoner i lønnsomhetene i ulike bransjer i fjor, og en del av bedringen kan være forbigående for noen bransjer. Selv om arbeidstakerne vil kreve sin andel av verdiskapingen, foregår normalt tilpasningen gradvis.

Norsk økonomi har de siste årene vært utsatt for en rekke sjokk og omveltninger. Det har vært med på å forsterke spenninger og interessenmotsetninger i oppgjørene og er særlig utfordrende for en modell med høy koordinering av lønnsdannelsen. Dette var noe av bakgrunnen for nedsettelsen av frontfagsmodellutvalget. Utvalget sluttet opp om frontfagsmodellen, der industriarbeiderne forhandler først og etablerer en norm for lønnsveksten for andre hovedgrupper av arbeidstakere.

Det er verdt å merke seg at avtalene som blir fremforhandlet eller meklet frem, må godkjennes gjennom uravstemning for arbeidstakerne i industrien. Etter flere år uten reallønnsvekst, kan det bli krevende å få tilslutning til et moderat oppgjør. Vi tror industrioppgjøret vil gi en ramme på 5 prosent, og at samlet lønnsvekst ender litt over dette. Det er mange grupper som har gitt uttrykk for høye forventninger til årets oppgjør. Vi tror det er fare for mange konflikter, men ikke først og fremst i industrien.

For de neste årene venter vi at lønnsveksten gradvis avtar, omtrent på linje med nedgangen i prisstigningen. Et vedvarende høyt kostnadsnivå har for en stor del av bedriftene blitt kompensert av en svekket krone. Fremover har vi anslått en mer stabil krone, noe som tilsier at lønnsveksten i norsk industri vil komme ned mot lønnsveksten hos våre handelspartnere. Vi tror likevel at denne nominelle tilpasningen kan ta litt tid.

Kampen mot inflasjonen bærer frukter

Kjerneinflasjonen, regnet som årlig endring konsumprisindeksen utenom avgifter og energivarer (KPI-JAE), ble 6,2 prosent i fjor, opp fra 3,9 prosent i 2022. Oppgangen i prisstigningen fra 2022 til 2023 var en følge av økende prisvekst gjennom 2022 og høye rater gjennom første halvår 2023. I juni i fjor var kjerneinflasjonen 7,0 prosent. I andre halvår falt veksttakten til 6,0 prosent og 5,5 prosent i desember, mot 6,4 prosent i første halvår. Noe av nedgangen skyldes baseeffekter, men det var også flere måneder i andre halvår der månedsveksten var nærmere normal vekst enn i første halvår. Vi har også sett en avtakende tendens i kjerneinflasjonen i andre vestlige land. Dette kan være et tegn på at sentralbankenes kamp mot inflasjonen har begynt å bære frukter.

Den norske kjerneinflasjonen tiltok for alvor i andre halvår 2022. Da var oppgangen i energi- og importpriser de viktigste driverne. Energiprisene inngår ikke direkte i kjerneinflasjonen, men påvirker bedriftenes kostnader og kan i større eller mindre grad bli veltet over i produktprisene. Økte rentekostnader og energipriser kan også ligge bak den gradvise oppgangen i husleiene i konsumprisindeksen.

I fjor avtok husholdningenes elektrisitetspriser, inklusive nettleie og avgifter, med 7,2 prosent. I 2021 og 2022 var økningen på henholdsvis 70,8 prosent og 19 prosent. Prisoppgangen på importerte varer var nær 7 prosent i første halvår i fjor, men avtok til 5,7 prosent i desember. Dette peker mot at energi- og importpriser ga lavere bidrag til prisveksten gjennom 2023. På den annen side økte bidragene fra innenlandsk kostnadsvekst. I tredje kvartal i fjor økte lønnskostnader per produserte enhet med 8,9 prosent å/å i fastlandsbedriftene utenom kraftproduksjon.

Prisene på bruttoproduktet for disse bedriftene økte med 10,3 prosent å/å i tredje kvartal i 2023. Det var en klar oppgang fra 2022, da prisveksten var moderat. Kostnadsøkninger ble da i begrenset grad veltet over i prisene, slik at lønnsomheten ble svekket. Dette snudde mot slutten av 2022 og i 2023 ble lønnsomheten igjen styrket. Produktene som fastlandsbedriftene produserer, leveres både til konsum, investeringer og eksport. Det er derfor ikke åpenbart at

Men tilpasningen av lønnskravene til økt lønnsomhet ventes å skje gradvis.

Vi forventer krevende oppgjør med fare for mange konflikter.

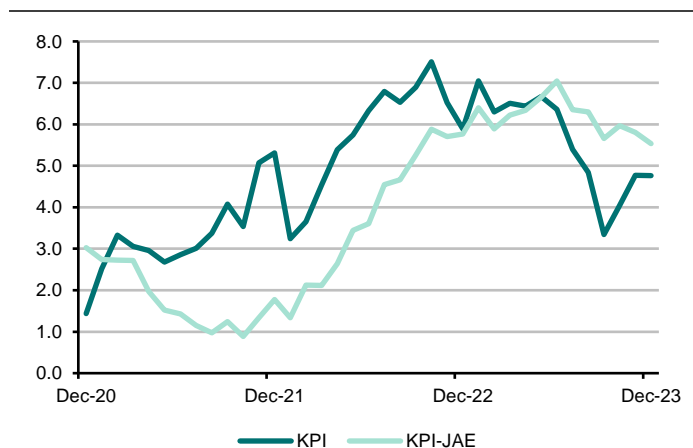
Kjerneinflasjonen ble 6,2 prosent i 2023, men veksttakten avtok mot slutten av året.

Driverne for prisveksten skiftet fra energi- og importpriser i 2022, til innenlandsk kostnadsvekst i 2023.

Oppgang i lønnskostnader per produserte enhet og i brutto driftsmargin bidro begge til prisvekst i fjor.

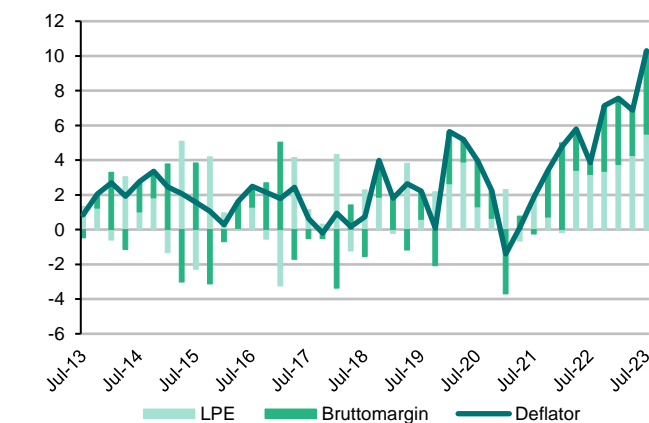
den sterke veksten i disse produktprisene er relevante for konsumprisutviklingen. I tredje kvartal var konsumprisveksten klart lavere enn den nevnte veksten i produktprisene. Men utviklingen i lønnskostnader og bedriftenes bruttomarginer peker likevel mot at innenlandsk genererte prisimpulser har tatt seg opp og vil fortsette å bidra til veksten i konsumprisene fremover.

Norge: Konsumprisvekst. Prosent, å/å



Kilde: Statistisk sentralbyrå, DNB Markets

Norge: Prisvekst for bruttoprodukt og bidrag fra LPE og bruttomargin. Fastlandsbedrifter utenom kraftforsyning



Kilde: Statistisk sentralbyrå, DNB Markets

Fra 2022 til 2023 steg prisene på tjenester i KPI-JAE med 5,3 prosent, mens vareprisene steg med 7,1 prosent. Med den sterke oppgangen i lønnsveksten i fjor, ville det ikke være urimelig å forvente at tjenester der arbeidskraft utgjør en stor del av kostnadene, viste en markert oppgang i prisstigningen. For disse tjenestene var imidlertid prisveksten avtakende gjennom året, med en vekst på 2,2 prosent å/å i desember og en gjennomsnittlig vekstrate på kun 3,1 prosent i fjor. En viktig grunn til denne lave veksttakten er at denne gruppen tjenester omfatter helsetjenester, utdanning og sosiale tjenester (barnehager og AKS). Dette er kategorier der prisfastsettelsen er mer preget av offentlig styring enn av markedsbasert prising.

Vi anslår en årlig vekst i kjerneprisene i år på 4,5 prosent. Vi tror importprisene vil stige noe mer enn normalt gjennom året, dels fordi kronesvekkelsen i fjor vil virke inn på prisene. Høyere kostnadsvekst i norsk produksjon vil også smitte over på importprisene. Vi anslår at importprisveksten vil avta fra 6,6 prosent i 2023 til 4,0 prosent i 2024, og videre ned til 1,3 prosent i 2027. For innenlandske priser ventet vi at husleiene stiger med 4,5 prosent i år, opp fra 3,9 prosent i fjor. Utenom husleier anslår vi en innenlandsk prisvekst på 4,6 prosent i år, ned fra 7,0 prosent i fjor. For disse prisene har vi sett en svakere underliggende veksttakt gjennom året, i noen grad preget av den lave prisveksten på tjenester nevnt over. Gjennom siste kvartal i fjor stanset nedgangen i den underliggende prisstigningen, og vi har videreført denne veksttakten gjennom mesteparten av 2024. Vi anser anslagene for prisveksten som godt i tråd med anslag for lønnsvekst, produktivitet og driftsmarginene i næringslivet.

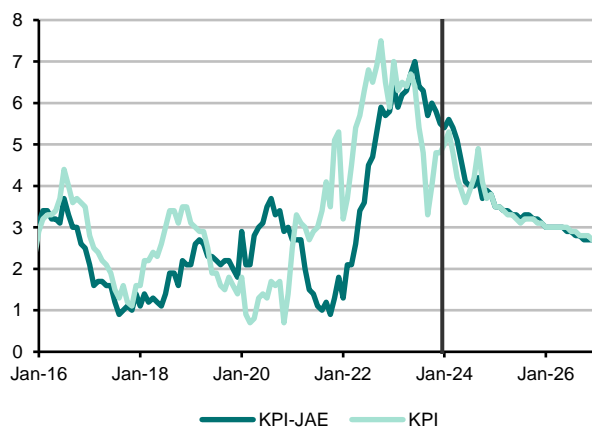
I anslagene for samlet konsumprisvekst har vi lagt til grunn at prisene på elektrisitet for husholdningene i gjennomsnitt endrer seg lite fra i fjor til i år, men at de kan stige noe i 2025 og 2026 før prisene flater ut i 2027. Den høye overføringskapasiteten til andre land sammen med et betydelig og økt innslag av vind- og solkraft i Nord-Europa har løftet verdien av vannet i norske magasiner. Det tilsier at strømprisen kan holde seg høy også på dager der prisene i Tyskland og England går ned, ettersom norske produsenter da har insentiv til å spare på vannet. Økt elektrifisering på stadig flere felt vil øke kraftteterspørselen. Tilretteleggelse av rimelig kraft til nye kraftkrevende industrier tilsier økte og svingende priser for husholdninger og annen næringsvirksomhet. Det er derfor grunn til å tro at det skal være en stigende trend for elektrisitetsprisene. På den annen side har trolig prisene løftet seg mye, noe som kan tilsa en

Vi anslår en underliggende inflasjon på 4,5 prosent i år.

Vi anslår en vekst i KPI i alt på 4,2 prosent i år.

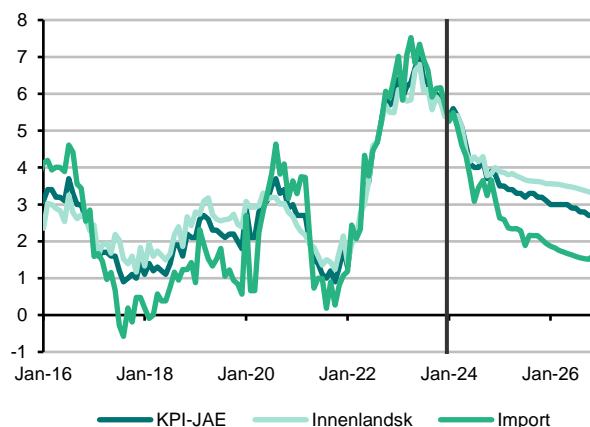
mer moderat vekst i strømprisene de neste årene. Vi anslår at samlet konsumprisvekst avtar fra 5,5 prosent i fjor til 4,2 prosent i år og videre ned til 2,3 prosent i 2027.

Norge: Konsumprisvekst i prosent, å/å. Faktisk og anslag



Kilde: Statistisk sentralbyrå, DNB Markets

Norge: Kjerneprisvekst i prosent, å/å. Faktisk og anslag



Kilde: Statistisk sentralbyrå, DNB Markets

Budsjettpolitikken

For 2024 har den kraftige økingen i petroleumsinntektene i 2022 og 2023 sammen med en svekkelse av kronen bidratt til at verdien av oljefondet steg med 2.900 milliarder kroner i fjor.

I Nasjonalbudsjettet for 2024, som ble lagt frem 6. oktober i fjor, la regjeringen opp til et strukturelt oljekorrigert underskudd på 409,8 milliarder kroner, tilsvarende 2,7 prosent av kapitalen i Statens pensjonsfond utland (Oljefondet). Underskuddet innebar en ekspansiv impuls på 0,6 prosentpoeng målt ved endring i underskuddet som andel av trenden i fastlands-BNP. Beregninger på departementets modeller viste imidlertid at budsjettet ville ha små effekter på den økonomiske aktiviteten i 2024 og i 2025. I budsjettavtalen med SV balanserte imidlertid partene budsjettet ved å kutte en tapsavsetning til Eksportfinans med 9 mrd. kroner for å finansiere tilsvarende utgiftsøkninger. Den lavere tapsavsetningen, opprettet under pandemien, har ingen reell inndragningseffekt, og budsjettavtalen bidrar dermed i realiteten til å øke ekspansiviteten i budsjettet med 0,2 prosentpoeng.

I budsjettet for 2023, som ble lagt frem i oktober 2022, anslo regjeringen en prisvekst på 2,8 prosent for 2023. Allerede da budsjettet ble lagt frem, fremstod anslaget som altfor lavt, og regjeringen varslet en oppjustering. For 2024 anslo regjeringen en prisvekst på 3,8 prosent og en vekst i årslønnen på 4,9 prosent. De er begge litt lavere enn våre anslag på henholdsvis 4,2 prosent og 5,1 prosent, og lavere enn tilsvarende anslag fra Norges Bank og Statistisk sentralbyrå. Men forskjellen er neppe så stor at det krever en runde med tilleggsbevilgninger, slik det ble i fjor vår. Lavere nominelle anslag vil normalt bidra til at budsjettet ender ut litt strammere enn forutsatt, dersom ikke bevilgningene økes. Det er sannsynlig at regjeringen vil foreslå noe økte utgifter i revidert nasjonalbudsjett for å motvirke en utilsiktet innstramming på ulike områder. Samtidig vil også høyere pris- og lønnsvekst enn anslått gi økte inntekter. Vi venter at regjeringen fortsatt vil sikte seg inn på at budsjettet skal virke nøytralt på aktiviteten.

Pengepolitikken betegnes ofte som førstelinen i konjunkturpolitikken. Pengepolitikken har imidlertid målsettinger om inflasjon, sysselsetting og finansiell stabilitet, og styringsrenten er i all hovedsak virkemiddelet. Finanspolitikken kan også ha en vesentlig innvirkning på den økonomiske aktiviteten, og det er derfor viktig at de to politikkområdene spiller på lag. Dette synet ble gjentatt og understreket i budsjettet, gjennom omtale i en egen boks.

Renten har blitt satt markert opp og det er utsikter til at den holder seg høy gjennom mesteparten av året. I en slik situasjon bør finanspolitikken lene seg mot den stramme siden

Regjeringen foreslo et om lag nøytralt budsjett for 2024, men budsjettavtalen med SV ga et reelt ekspansivt budsjett.

Regjeringen legger opp til at budsjettpolitikken skal understøtte pengepolitikken.

og dermed støtte opp under pengepolitikken. Høy prisvekst og større renteoppgang vil slå skjevt ut for ulike grupper. For å kompensere for de meste uheldige utslagene, kan være behov for å sette inn støttetiltak innenfor en stram finanspolitisk ramme. Strømstøtten er et eksempel på et slikt tiltak, som har som motstykke at staten trekker inn mye kjøpekraft gjennom strømmarkedet. Dessuten «... er det viktig å opprettholde stabile og forutsigbare offentlige velferdstjenester og andre oppgaver som sikkerhet og beredskap ...», som regjeringen skriver i budsjettet. Slike formuleringer dekker imidlertid over at det kan justeres på en rekke poster uten at sentrale velferdstjenester svekkes.

Vi har lagt til grunn at finanspolitikken vil gi moderate positive aktivitetseffekter i årene fremover, men i noe mindre grad enn i det foregående tiåret.

Pengepolitikken

Styringsrenten har økt betydelig, men utsikter til rentekutt til høsten

Norges Bank hevet styringsrenten til 4,50 prosent i desember i fjor og varslet at renten ville bli liggende på det nivået en stund fremover. Sentralbankens egen renteprognose viste en liten oppsiderisiko for renten gjennom første og deler av andre kvartal. Utover i tredje kvartal øker sannsynligheten i rentebanen for at renten blir satt ned.

Oppgangen i desember kom først og fremst som en følge av at kronen hadde svekket seg mer enn Norges Bank tidligere hadde anslått. Kronesvekkelsen gjennom våren var også en viktig årsak til at renten ble satt opp med 50 basispunkter i juni og økt videre i august og september. Selv om Norges Bank ikke har noen målsettinger knyttet til utviklingen i kronen, har kronen effekter både på inflasjon og sysselsetting. En svakere krone bidrar til økt inflasjon, blant annet gjennom økte importpriser og økt lønnsvekst. Økt rente vil normalt bidra til en sterkere krone enn dersom renten blir holdt i ro, noe som demper inflasjonsimpulsene. En økt rente vil også bidra til dempe virkningene på inflasjonen gjennom aktivitetseffekter og forventningsdannelse.

Det operative målet for pengepolitikken er en årsvekst i konsumprisene som over tid er nær 2 prosent. I forskriften heter det at «Inflasjonsstyringen skal være fremoverskuende og fleksibel, slik at den kan bidra til høy og stabil produksjon og sysselsetting samt til å motvirke oppbygging av finansielle ubalanser». Sammenliknet med sentralbankene i USA, Storbritannia og eurosone, har Norges Bank hevet renten noe mindre og i et litt langsommere tempo. En viktig grunn til det er husholdningenes eksponering mot renteendringer. Utviklingen i privat forbruk og i boligmarkedene tyder på at husholdningene så langt har håndtert renteoppgangen rimelig greit.

Frontfagsmodellen i lønnsoppgjørene demper i utgangspunktet mulighetene for pris- og lønnsspiraler. Partene i industrien vil legge stor vekt på lønnsomheten i bedriftene og forholde seg til lønnsveksten i andre land. Partene vil også ta inn over seg hvordan Norges Bank vil reagere på høye lønnstillegg. Dermed er det mindre behov for å svekke arbeidsmarkedet for å dempe lønnskravene, i forhold til i land der lønnsfastsettelsen er mindre koordinert. At en vesentlig del av lønnsdannelsen skjer sentralt, bidrar også til å svekke sammenhengen mellom prisvekst og lønnsvekst. Renteøkningenes effekt på inflasjonen gjennom realøkonomien skjer heller gjennom å dempe samlet etterspørsel og på den måten påvirke prisfastsettelsen direkte, enn at et svekket arbeidsmarked skal gi lavere lønnsvekst.

Frontfagsmodellen er imidlertid ikke til hinder for at en vedvarende svekkelse av kronen kan føre til høyere pris- og lønnsvekst. I tillegg til direkte å påvirke importprisene, vil en svakere krone bidra til å styrke lønnsomheten i eksportorienterte industribedrifter. I frontfagsmodellen vil den økte lønnsomheten også føre til økt lønnsvekst, som igjen vil bidra til prisvekst. Dette skaper et ekstra rom for å drive pengepolitikk.

Norges Bank signaliserer uendret styringsrente en god stund fremover.

Utviklingen i den norske kronen viktig for pengepolitikken gjennom effektene på inflasjonen.

Frontfagsmodellen innebærer at endringer i ledigheten har mindre virkninger på lønnsveksten.

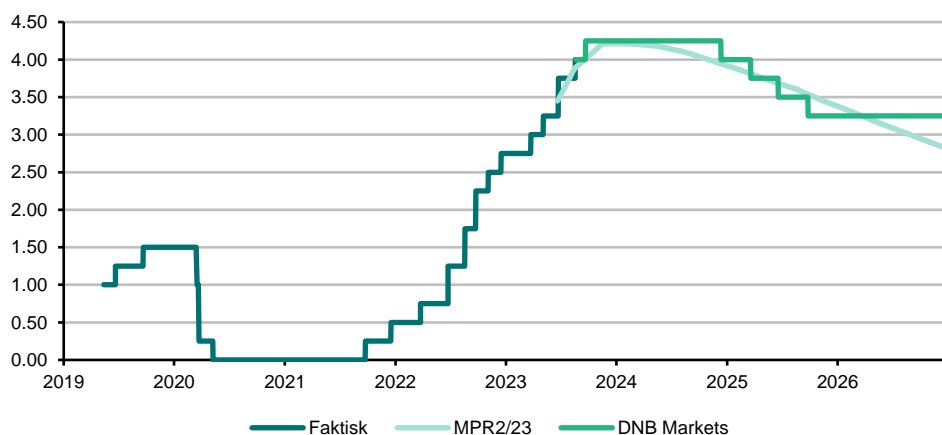
Frontfagsmodellen forhindrer ikke vedvarende høy pris- og lønnsvekst

Vi mener dagens nivå på styringsrenten virker dempende på både inflasjon og den økonomiske aktiviteten. Ettersom prisstigningen avtar, dempes behovet for en stram pengepolitikk, og renten kan settes ned. Vi venter at Norges Bank vil starte med en serie rentekutt i september i år. Vi tror sentralbanken vil gå gradvis frem med rentekutt på annethvert møte til styringsrenten når 3,25 prosent ved utgangen av 2025. Med utsikter til at prisstigningen vil ligge noe over målet i hele anslagsperioden og at den anslåtte lønnsveksten blir værende på et høyere nivå enn det som er forenlig med en inflasjon på 2 prosent, tror vi Norges Bank vil holde renten på 3,25 prosent. Det er litt høyere enn hos våre handelspartnere, noe som vil bidra til at inflasjonen vil kunne avta videre.

Kortsiktige realrente er ikke et godt mål på den pengepolitiske innretningen.

Vi venter første rentekutt i september i år, deretter kutt på annethvert møte til renten flater ut på 3,25 prosent.

Norge: Norges Banks styringsrente. Prosent. Faktisk og anslag



Kilde: Norges Bank, DNB Markets

RENTEMARKEDET

Opp og så ned igjen i 2024

Vi mener markedet har gått for langt i å prise inn snarlige og hyppige rentekutt i året som kommer, og at lange markedsrenter dermed også er for lave i starten av 2024. En oppjustering i markedsprisingen i tråd med vårt syn bør gi en oppgang i de lange rentene den nærmeste tiden. Ettersom rentekuttene trolig kommer fra i sommer, venter vi derimot at også lange markedsrenter vil falle i siste halvdel av året.

USD-renter: Markedet tror på for mange kutt fra Fed

Forventninger til Feds styringsrente er viktigst, og disse er nå for lave

For det neste året tror vi forventningene til sentralbankens styringsrente vil forbli den viktigste driveren av de lange rentene. Disse forventningene har falt litt vel mye den siste tiden, og markedet priser inn flere og hyppigere kutt fra den amerikanske sentralbanken (Fed) enn det vi tror er sannsynlig. Riktignok har markedene i januar justert seg i vår retning, men vi mener det er mer å gå på. En oppjustering av renteforventningene i markedet som er i tråd med vårt syn, tilsier at de lange rentene også skal korrigere noe opp i løpet av de nærmeste månedene.

Vi venter dermed at 10-års swaprente i amerikanske dollar kan stige opp mot 4,25 prosent i løpet av de neste tre månedene. Vi utelukker ikke at den også kan stige utover det i perioden. Ettersom vi tror Fed vil begynne å kutte styringsrenta i sommer, og ha en styringsrente ved utgangen av året som er 75 basispunkter lavere enn nå, er det grunn til å tro at dette vil gjøre at de lange rentene faller igjen i siste halvdel av året. Vi venter dermed at 10-års USD swaprente kommer ned igjen mot 3,5 prosent om 12 måneder.

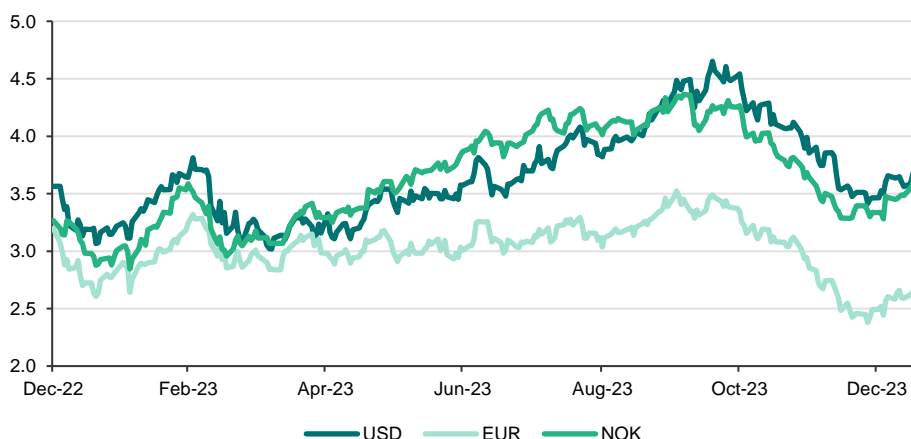
Siste halvdel av 2023 var preget av store svingninger i USD-rentene

Sommeren 2023 trodde vi at den største dramatikken i rentemarkedene var over for denne gang, etter kraftig renteoppgang i 2021 og 2022. Rentetoppene var nådd eller

Forventninger til Feds styringsrente et par år frem i tid er den viktigste driveren av 10-årsrentene.

Ettersom vi mener disse forventningene nå for lave, og trolig vil korrigere opp i tiden som kommer, venter vi og at lange renter vil stige i månedene som kommer

10-års swaprenter. Prosent



Kilde: LSEG Datastream, DNB Markets

Ingvild Borgen
+47 48 11 52 00
ingvild.borgen.gjerde@dnb.no

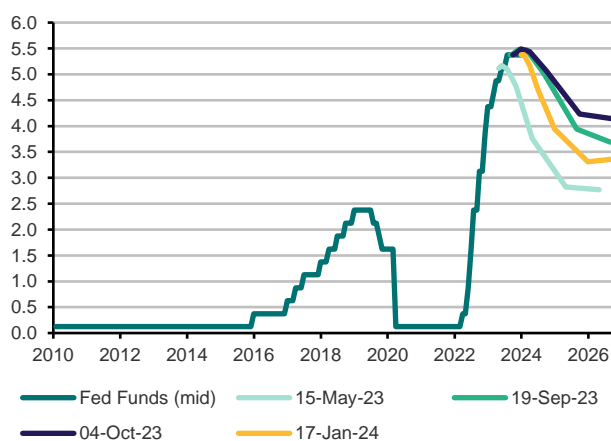
Kyrre Aamdal
+47 90 66 11 12
kyrre.aamdal@dnb.no

nærmet seg for de store sentralbankene, noe som var priset inn i markedene. Dermed mente vi det lå til rette for at en svakt nedadgående tendens skulle prege siste halvdel av året.

Slik ble det ikke. I stedet har det siste halvåret vært preget av svært store bevegelser i de lange rentene, drevet av store endringer i markedets syn på Feds styringsrente et par år frem i tid. Nå, ved inngangen til 2024, handler den amerikanske 10-års statsrenta på omtrent samme nivå som da vi skrev vår forrige rapport, men tiden som har gått har altså vært preget av store svingninger.

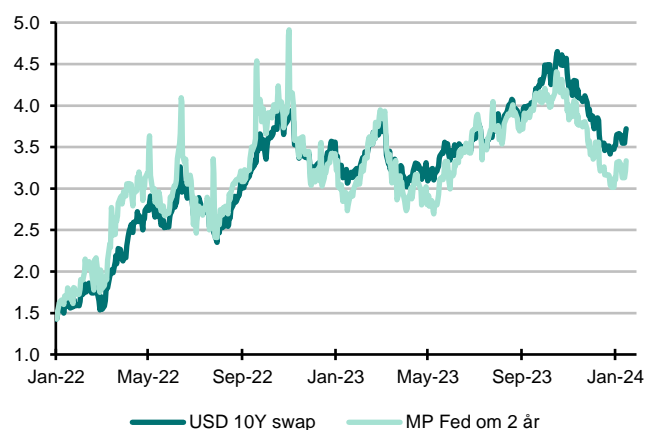
Da renteforventningene, og dermed de lange rentene, steg fra sommeren og frem mot slutten av oktober i fjor, til en topp på 5 prosent 23. oktober, var dette drevet først og fremst av en oppjustering av synet på hvor Feds styringsrente skulle ligge to-tre år frem i tid. Markedet gikk fra å prise inn at Feds styringsrente skulle ned til rett under 3 prosent innen to år i starten av juni, til å prise inn at renten skulle ligge godt over 4 prosent de neste to-tre årene i slutten av oktober.

USA: Feds styringsrente og markedsprising. Prosent



Kilde: Bloomberg, DNB Markets

USD: 10-års swaprente og markedsprising av Fed. Prosent



Kilde: Bloomberg, DNB Markets

Frykt for økt utstedelse av statsgjeld bidro til renteoppgangen i høst

Frykt for en kraftig økning i utstedelsene av amerikansk statsgjeld, og særlig statsgjeld med lang løpetid, bidro trolig til å forsterke oppgangen. Det skyldtes at det amerikanske finansdepartementet (UST) i månedsskiftet juli/august la frem finansieringsplaner som antydte vedvarende økning i utstedelsene av statsgjeld i kvartalene fremover, og at økningen skulle være størst i obligasjoner med lang løpetid. Dette skapte nok en frykt blant investorene i tiden som fulgte om at markedet, ville bli overstrømt med lang statsgjeld som ville bli vanskelig å absorbere uten at avkastningen, det vil si rentene, ble høyere. Denne frykten bidro trolig til at renteoppgangen i september og oktober ble ekstra kraftig.

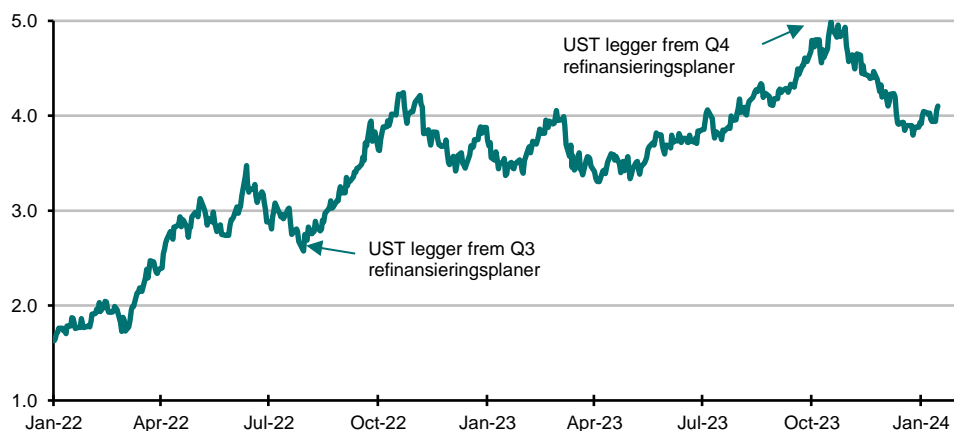
Da finansdepartementet så la frem nye finansieringsplaner i månedsskiftet oktober/november var det tydelig at de hadde tatt hensyn til signalene fra markedet, og budskapet var dermed et helt annet. Nå sa de at utstedelsene bare ville øke i ett kvartal til, og at utstedelsene av lange obligasjoner skulle øke mindre enn de hadde antydte tidligere. Finansdepartementet signaliserte også at med oppgangen i lange renter var det gunstigere å finansiere seg med mer kort gjeld, slik det har pleid å være historisk når rentenivået har vært på samme nivå som nå.

Inntrykket av at markedet i tiden fremover skulle oversvømmes med lang statsgjeld ble dermed betydelig moderert. Selv om dette ikke var den viktigste driveren bak rentefallet som så fulgte, og vedvarte helt inn i 2024, var det nok en medvirkende årsak. Perioden mellom månedsskiftet juli/august og månedsskiftet oktober/november skiller seg dermed ut ved at det virker som om frykt for økt tilbud av statsgjeld bidro til å trekke de lange rentene opp. Denne faktoren har, slik vi ser det, blitt en betydelig mindre viktig driver den siste tiden, og vi legger til grunn at den skal forbli mindre viktig i tiden fremover.

Renteforventninger var den underliggende driveren, men frykt for økt utstedelse av lang amerikansk statsgjeld bidro nok til at oppgangen i lange renter i høst ble ekstra kraftig

Fremover venter vi derimot ikke at bekymringer rundt endret tilbud av statsgjeld vil være en signifikant driver av lange USD-renter

10-års amerikansk statsrente. Prosent

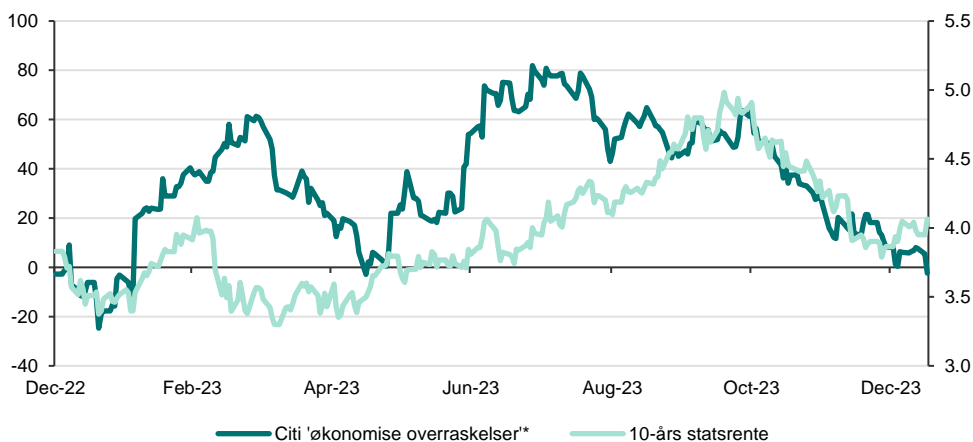


Kilde: Bloomberg, DNB Markets

Svakere nøkkeltall og Fed selv har trukket forventningene ned i det siste

Den viktigste årsaken til fallet i de lange rentene siden slutten av oktober har vært et fall i forventningene til Feds styringsrente i årene fremover. Dette var først drevet av at amerikanske nøkkeltall 'endelig' begynte å komme inn svakere enn forventet.

USA: Nøkkeltall relativt til forventning (indeks) og 10-års statsrente (prosent)



Kilde: Bloomberg, DNB Markets. *Indeks over 0 = vektet snitt av nøkkeltall bedre enn ventet av konsensus, under 0 = dårligere enn ventet

Den siste tiden har derimot Fed bidratt selv til å sende renteforventningene videre ned, med måten de har kommunisert på. Det var flere ting Fed-sjef Jerome Powell sa på rentemøtet i desember i fjor som stod i kontrast til ting han har vært tydelig på de to siste årene.

Blant annet synes vi utsagnet om at Fed må kutte rentene «lenge før» inflasjonen er nede på målet på 2 prosent står i kontrast til budskapet fra for eksempel Powells tale på Jackson Hole-konferansen i 2022. Den brukte han til å snakke om faren ved å gjenta feilen fra perioden med høy inflasjon på 1970- og 1980-tallet. Da førte et fall i inflasjonen til at Fed kuttet rentene mye, for så å måtte heve dem kraftig igjen fordi inflasjonen skjøt i været på nytt. Runde nummer to med kraftige rentehevinger bidro til å sende amerikansk økonomi inn en ny og betydelig resesjon. Denne gangen, sa Powell i 2022, må vi være mer standhaftige.

Svakere amerikanske nøkkeltall har trukket renteforventningene ned siden oktober, men mer duete kommunikasjon fra Fed har også bidratt

Powell og andre Fed-medlemmer har imidlertid, de siste par månedene, ikke fremstått like standhaftige i bekjempelsen av inflasjonen som det de ga uttrykk for tidligere. Kombinert med svakere nøkkeltall har dermed renteforventningene falt betydelig.

Fed virker ikke like motivert for å være «standhaftige» i bekjempelsen av inflasjonen som de fremstod i 2022 og mesteparten av 2023

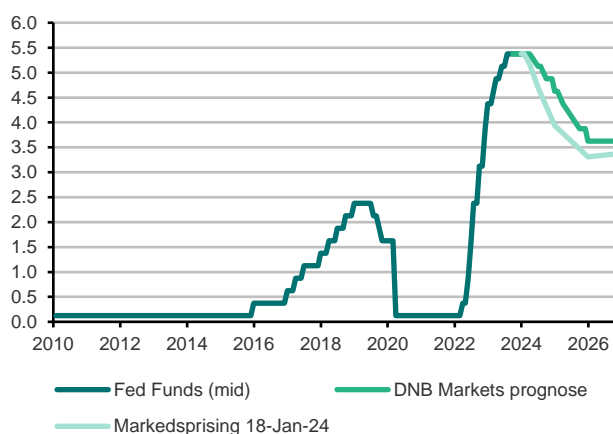
Fed vil trolig kutte i juni, men solid vekst tilsier færre kutt enn markedet priser inn

Vår oppfatning har lenge vært at Fed ikke vil være fullt så standhaftige som Powell prøvde å overbevise oss om i 2022. Derfor har vi ventet at Fed skal kutte styringsrenten i juni i år. Vi tror derimot ikke at Fed vil kutte renta like mye og like raskt som markedet nå priser inn. Hovedgrunnen til det er trolig at vi har et mer positivt syn på den økonomiske utviklingen enn det som antakelig er oppfatningen i markedet. Vi tror veksten i amerikansk økonomi vil avta fra rundt 2,5 prosent i år til 1,8 prosent neste år. Dette vil i så fall innebære kun en beskjeden avmatning i veksten, og langt fra en såkalt 'hard landing' eller resesjon.

Hovedgrunnen til at markedet priser inn lavere rente fra Fed enn vi tror er sannsynlig virker å være et mer negativt syn på de økonomiske utsiktene

Dersom vi får rett i at amerikansk økonomi fortsatt vil vokse relativt sterkt, tror vi ikke Fed vil kutte rentene på alle rentemøtene det neste året fra og med mars, slik som markedet nå priser inn. Vi tror altså på senere kutt, og kutt kun på annen hvert rentemøte. Ved utgangen av året i år ser vi altså for oss en styringsrente som er 70-80 basispunkter høyere enn det som nå er priset inn i markedet. To år frem, som er mest relevant for de lange rentene, tror vi renten vil være omtrent 40bp høyere enn det markedet nå priser inn.

Feds styringsrente og forventninger. Prosent



Kilde: Bloomberg, DNB Markets

10-års USD swaprente og DNB Markets prognoser. Prosent



Kilde: Bloomberg, DNB Markets

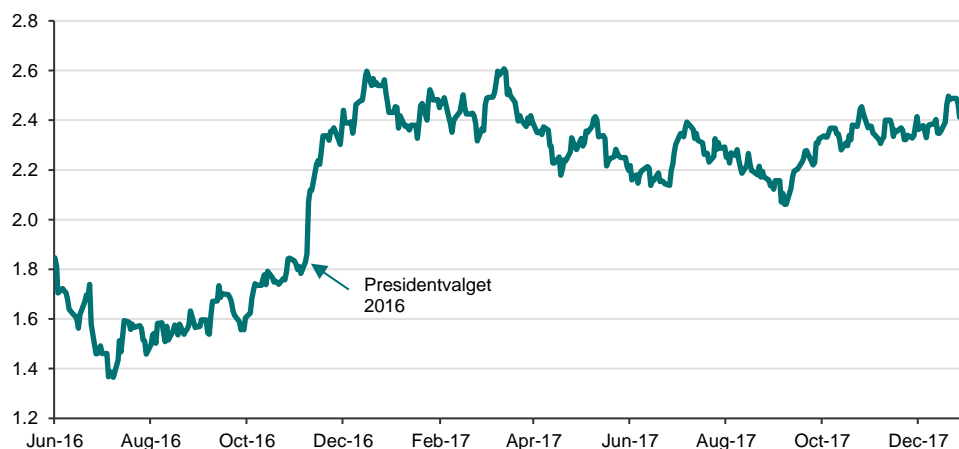
Dersom markedet justerer seg i tråd med det vi anser som mest sannsynlig, bør de lange rentene stige. Vi tror dette vil materialisere seg i løpet av de nærmeste månedene, og dermed venter vi en oppgang i 10-års USD swaprente til 4,25 prosent innen tre måneder. Når styringsrenten så etter hvert begynner å komme ned, vil 10-årsrentene «automatisk» også justere seg nedover i løpet av siste halvdel av året.

Presidentvalget i USA den største risikofaktoren

Den største risikofaktoren i året som kommer, slik vi ser det, er knyttet til presidentvalget i USA i november. Når Donald Trump noe overraskende vant valget i 2016, hadde det stor effekt på de lange rentene. 10-årsrenta i USA steg med 1 prosentpoeng fra dagen før valget og i løpet av den drøye måneden som fulgte, og ble værende nær dette nivået i hele det første året av Trumps presidentperiode. Flere faktorer bidro til renteoppgangen. Usikkerheten som hadde preget markedene før valget, forsvant. Det ga nok mindre 'trygg havn'-etterspørsel etter lange amerikanske statsobligasjoner. Vel så viktig var nok forventningene om at Trump skulle innføre skatteutt og en mer 'næringslivsvennlig' politikk, som løftet både vekst- og renteforventningene.

Presidentvalget i november utgjør en betydelig risikofaktor, og kan gjøre at lange USD-renter handler på et helt annet nivå om ett år enn vi legger til grunn

USA: 10-års statsrente før og etter presidentvalget 2016



Kilde: LSEG Datastream, DNB Markets

Hvorvidt lignende markedsreaksjoner vil utfolde seg nå, er ikke åpenbart. Dersom Trump taper valget og vi får en gjentakelse av det som skjedde sist han tapte, kan det og skape markedsutslag. Alt i alt står vi overfor et presidentvalg i USA som trolig vil få stor innvirkning på USA, markedsstemning og kanskje også vekst- og renteforventninger. Dermed er det spesielt krevende å anslå utviklingen i lange renter ett år frem i tid.

Det som virker sikkert, er at alt knyttet til presidentvalget og det som følger, er ekstremt usikkert. For markedets del pleier usikkerhet å gi mindre risikoappetitt og dermed høyere etterspørsel etter aktiva som er oppfattet som risikofrie, som amerikanske statsobligasjoner. Det mest håndfaste vi kan si om risikoen knyttet til presidentvalget og implikasjoner for lange renter er dermed at usikkerheten som nok vil prege markedene i tiden frem mot valget, kan bidra til lavere renter enn det prognosene våre fanger opp.

EUR-renter: Markedet tror på for hyppige kutt fra ECB

For lav markedsprising av ECB tilsier høyere lange EUR-renter den nærmeste tiden

For EUR-renter gjelder de samme faktorene som beskrevet over for USD-renter, i den forstand at markedet priser inn tidligere og hyppigere rentekutt i året som kommer, enn hva vi mener er sannsynlig. På grunn av det, og på grunn av at EUR-renter med lang løpetid påvirkes av utviklingen i tilsvarende USD-renter, tror vi også at 10-års EUR swaprente skal stige noe i løpet av de nærmeste tre månedene, for så å falle tilbake igjen i siste halvdel av året. Vi anslår dermed at 10-års EUR swaprente skal stige til 3,0 prosent i løpet av de neste tre månedene, for så å falle tilbake igjen mot 2,5 prosent om 12 måneder.

Rentekutt fra i sommer tilsier fall i markedsrentene i siste halvår i år

Markedet har lenge priset inn langt tidligere og hyppigere rentekutt fra ECB i året som kommer, enn det vi tror mest på. Vår oppfatning er at ECB har vært klokkeklare i sin kommunikasjon, om at for høy underliggende inflasjon, som er drevet i stor grad av kombinasjonen av rekordhøy lønnsvekst og fallende produktivitet, vil betyr at rentekutt er utelukket den nærmeste tiden. ECB har gjentatt at de må ha tilstrekkelig håndfaste data på at lønnsveksten er på vei ned mot et nivå som er forenlig med at de når sitt 2-prosent inflasjonsmål innen rimelig tid. Det vil de ikke ha før etter de sentrale lønnsoppgjørene til våren, det vil si «godt inn i» dette året.

Når det er sagt, har flere ECB medlemmer i starten av 2024, inkludert sjefen selv, Christine Lagarde, og erkehauker som den tyske sentralbanksjefen Joachim Nagel, åpnet opp for at det kan komme rentekutt i sommer. Vi tror dessuten at inflasjonen vil falle betydelig i første halvår,

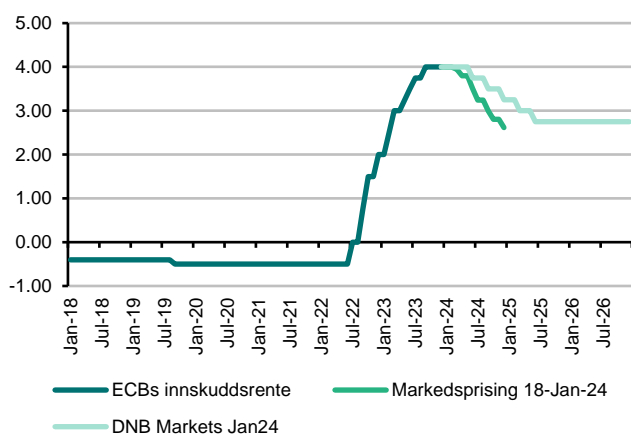
Også for ECB mener vi at markedet priser inn for snarlige og for hyppige rentekutt i løpet av året som kommer

og at ECB ikke vil holde rentene høyere enn nødvendig. Derfor anslår vi at rentene blir satt ned første gang i juni. Deretter venter vi at rentene vil bli senket på annethvert rentemøte frem mot juni neste år, og ende på en styringsrente på 2,75 prosent i juni 2025.

Markedet priser derimot inn at første rentekutt kommer i april, og at ECB deretter skal kutte rentene på omtrent hvert rentemøte ut året. Det gir en styringsrente (innskuddsrente) ved utgangen av året på mellom 2,5 prosent og 2,75 prosent. Dette er omtrent 50 basispunkter lavere enn vårt anslag for styringsrenta på samme tidspunkt. Det, kombinert med synet vårt på USD-renter, gjør altså at vi tror på oppgang også i lange renter i eurosonen den nærmeste tiden.

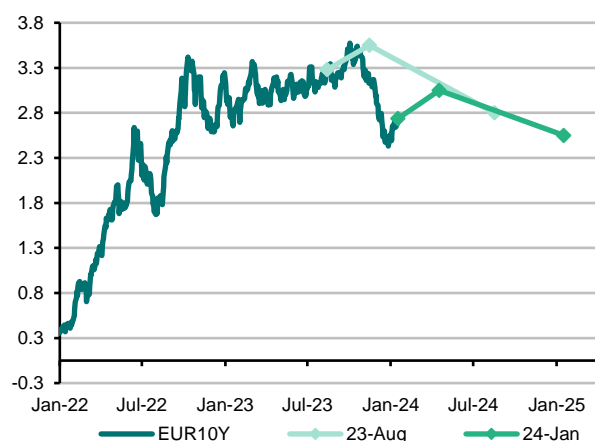
Flere ECB-medlemmer, inkludert typiske «hauker», har åpnet for at det kan komme rentekutt i sommer

ECBs innskuddsrente og forventninger. Prosent



Kilde: Bloomberg, DNB Markets

10-års EUR swaprente og DNB Markets prognoser. Prosent



Kilde: Bloomberg, DNB Markets

At styringsrenta om 12 måneder trolig vil være 75 basispunkter lavere enn nå og på vei videre ned, er grunnen til at vi venter at 10-års EUR swaprente vil falle ned igjen mot 2,5 prosent om 12 måneder.

Risiko både på opp- og nedsidene for 10-års EUR swaprente

Når det gjelder risiko oppfatter vi denne som balansert for lange EUR-renter. På den ene siden kan opptrapping av ECBs balansereduksjon neste år, kombinert med enhver nyhet om at noen av de store medlemslandene ønsker å bruke mer budsjett penger enn EU-reglene tilsier, bidra til at statsrentene i noen land stiger. Det kan trekke EUR swaprenter oppover. På den annen side har vi et ganske optimistisk syn på den økonomiske utviklingen i eurosonen. Hvis vi tar feil, og eurosonen for eksempel går inn i resesjon neste år, kan det bety at ECB kutter rentene like mye, eller til og med mer, enn det markedsprisingen nå indikerer. Det kan i så fall bety at også lange EUR swaprenter faller mer i løpet av de neste 12 månedene enn vi legger til grunn.

NOK-renter: Lange renter vil fortsatt styres av utenlandske

Korte NOK-renter

I desember ble renten økt til 4,50 prosent, men Norges Bank anså det som mest sannsynlig at renten ville bli liggende på det nivået en god stund fremover. Vi tror Norges Bank vil følge den planen og at renten blir liggende på 4,50 prosent frem til september for så å bli gradvis redusert (se avsnittet om pengepolitikken i Norge for mer detaljer). Våre forventninger til rentene er temmelig like Norges Banks gjennom mesteparten av 2025. Markedene priser i skrivende stund fullt inn et rentekutt i juni, med en viss sannsynlighet for det kan skje tidligere.

Norges Bank lot styringsrenten være uendret på januarmøtet i fjor, men hevet renten med 25 basispunkter både i mars og mai. Gjennom våren frem til juni hadde kronen svekket seg markert. Periodevis hadde norske renter vært lavere enn eurorentene. Dette bidro til at Norges Bank hevet renten med 50 basispunkter på møtet i juni og fulgte opp med å heve renten med 25 basispunkter i august og september. På septembermøtet varselet sentralbanken at renten trolig vil bli satt opp en gang til og at det mest sannsynlig ville skje i desember. Norges Bank trakk frem flere forhold som økt lønnsvekst og vedvarende høy prisvekst, som argumenter for at det var behov for en høyere rente. Norges Bank pekte også på at renten hadde blitt økt mye på kort tid, et pengepolitikk nå virket innstrammende og at sentralbanken ikke ønsket å sette renten høyere enn nødvending. Norges Bank holdt renten i ro på møtet i november.

Forut for møtet i desember hadde markedenes renteforventninger avtatt på bred basis. Kronen hadde svekket seg og var svakere enn Norges Bank hadde lagt til grunn, men en vesentlig del av denne svekkelsen kunne tilskrives en lavere oljepris. Fastlands-BNP hadde utviklet seg litt svakere enn ventet, og Norges Banks regionale nettverk fra desember varslet en svakere utvikling i økonomien enn det gjorde i september. Inflasjonen hadde dessuten vært litt lavere enn anslått. Vi mente derfor at det var mest sannsynlig at Norges Bank ville hold renten i ro også i desember, men holde fast på synet om at renten kunne bli økt videre. Vi tok feil. Norges Bank hevet renten med 25 basispunkter til 4,50 prosent, og indikerte at styringsrenten trolig ville holdes på dette nivået «en god stund fremover».

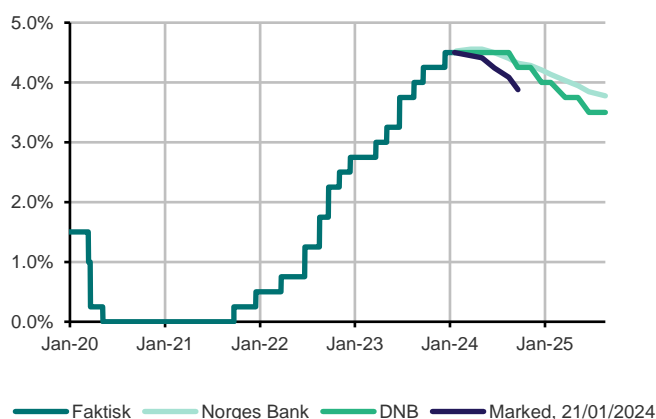
Da vi la frem vår rapport i august i fjor priset markedene inn en topp for styringsrenten på i underkant av 4,50 prosent tidlig i 2024. Markedene observerte naturlig nok utviklingene i nøkkeltallene og ble stadig mer i tvil om det ville komme en renteøkning til etter en heving i september. Da det nærmet seg desembermøtet priset inn om lag 20 prosent sjanse for en heving i desember og en rentetopp på om lag 4,30 prosent. Etter at renten ble satt opp i desember, endret naturlig nok markedsforventningene seg til renten på helt kort sikt, mens forventningene til renten over sommeren 2024 endret seg lite. Markedene priset dessuten inn rentekutt allerede i mai. Gjennom januar i år kom det signaler fra både Fed og ECB om at rentekutt ikke var nær forestående. Det bidro til å trekke opp renteforventningene også i det norske markedet. I skrivende stund venter markedene at Norges Bank senker styringsrenten til 4,25 prosent på møtet i juni og priser inn en rente på 3,88 prosent etter møtet i mars.

Oppgangen i styringsrentene og markedsforventningene bidro naturlig nok til en økning i 3m Nibor gjennom fjoråret. Ved inngangen til 2023 ble 3m Nibor notert til 3,28 prosent og holdt seg rundt dette nivået frem til tidlig i mars. Etter det steg renten til en topp på 4,79 prosent 4. august. Gjennom resten av året og frem til 22. januar har 3m Nibor svingt rundt eller i underkant av 4,70 prosent, med en liten dipp ned frem mot rentemøtet i desember. Oppgangen i forventningene til en gjennomsnittlig 3m styringsrente ble i stor grad motsvart av en nedgang i påslaget. Gjennom august og første halvdel av september var påslaget i gjennomsnitt 50 basispunkter. Gjennom resten av året avtok påslaget gradvis. Hittil i år har påslaget i gjennomsnitt vært 20 basispunkter.

Variasjonene i påslaget henger sammen med både innenlandske og utenlandske forhold. Av innenlandske forhold er det særlig svingninger i den strukturelle likviditeten som slår ut i 3m Nibor. Ifølge Norges Banks prognoser vil den strukturelle likviditeten holde seg høy frem til september i år og til dels også i de siste månedene av året. Det vil bidra til å holde påslaget lavt. Av de utenlandske faktorene omfatter både likviditetseffekter og risikopåslag. Relativt til euromarkedet kan det se ut til at likviditeten av dollar er styrket. Det kan også se ut som om risikopåslagene i dollarmarkedene steg noe gjennom oktober, men har avtatt til et lavt nivå etter det. Eksempelvis kvoterer tremåneders kommersielle sertifikater kun 2-3 basispunkter over tremåneders forventet overnattenrente.

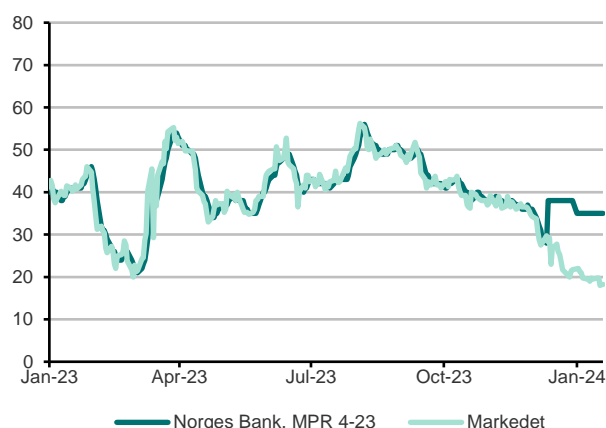
Påslaget i det norske pengemarkedet er på et svært lavt nivå. Høy strukturell likviditet de nærmeste månedene kan bidra til å trekke påslaget enda litt mer ned. Samtidig ser det også ut til at utenlandske faktorer har bidratt til det lave påslaget, og det er en viss risiko for at disse faktorene kan trekke noe opp i tiden fremover. Vi har lagt til grunn at påslaget i 3m Nibor holder seg nær 20 basispunkter den nærmeste tiden, før det gradvis stiger mot 35 basispunkter mot slutten av året. Sammen med anslagene for styringsrenten innebærer det at 3m Nibor forventes å ligge i området 4,70 -4,80 prosent det neste halve året, men avta til 4,25 prosent på ett års sikt. I FRA-markedet prises i skrivende stund junikontrakten til 4,42 prosent. I tillegg til at markedet da priser inn et rentekutt i juni, ventes også at påslaget holder seg rundt 20 basispunkter.

Norge: Forventninger til styringsrente. prosent



Kilde: Bloomberg, Norges Bank, DNB Markets

Norge: Påslag i pengemarkedet. 3m, basispunkter



Kilde: Bloomberg, Norges Bank, DNB Markets

10-års NOK swaprente vil trolig følge tilsvarende EUR- og USD-renter i år

Markedsrenter i norske kroner med løpetid utover ett til to år styres i stor grad av utenlandske forhold, og forventninger til Norges Bank sin styringsrente den nærmeste tiden er ikke like viktig.

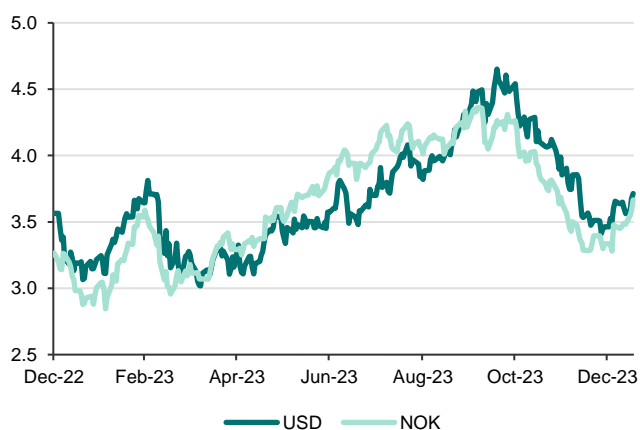
Når det er sagt, er det alltid perioder med noe avvikende utvikling. Det så vi ikke minst i fjor. For eksempel i september og oktober, da markedene fryktet en vedvarende kraftig økning i utstedelsene av lang amerikansk statsgjeld. I den perioden steg de amerikanske 10-årsrentene en god del mer enn den norske 10-årsrenta.

Noen måneder tidligere, i mai og juni, steg derimot norske lange renter noe mer enn tilsvarende amerikanske. Det er mulig at sistnevnte ble holdt nede av usikkerhet rundt renteutsiktene, som følge av bankuroen i USA den våren. Tidvis har også posisjonstaking blant spekulative aktører bidratt til å holde norske swaprenter «unormalt» høye i løpet av året som har gått.

Utenom disse to spesielle episodene har 10-års NOK swaprente fortsatt å følge tilsvarende USD-rente svært tett det siste året. Ettersom vi legger til grunn at faktorer knyttet til tilbud av amerikansk statsgjeld ikke vil ha nevneverdig effekt på de lange USD-rentene i året som kommer, er det rimelig å anta at lange NOK-renter skal fortsette å følge de amerikanske rentene svært tett i året som kommer.

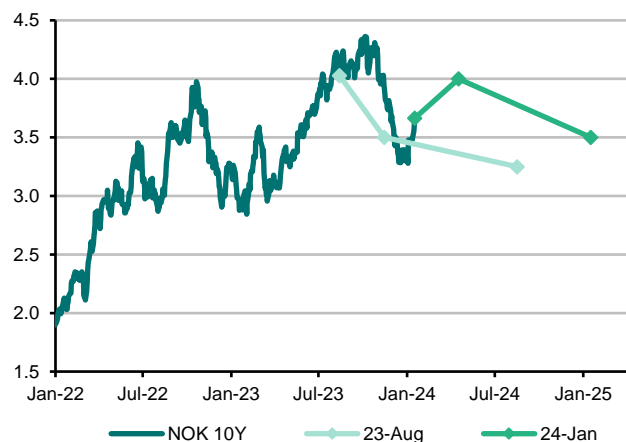
Det er perioder med noe avvik, men lange NOK-renter fortsetter å følge tilsvarende amerikanske renter tett, og det legger vi til grunn at de vil fortsette med i 2024

10-års swaprenter. Prosent



Kilde: LSEG Datastream, DNB Markets

10-års NOK swaprente og DNB Markets prognoser. Prosent



Kilde: Bloomberg, DNB Markets

Derfor anslår vi samme profil for NOK 10-års swaprente som for 10-års swaprentene i både USD og EUR, nemlig en liten oppgang den nærmeste tiden, for så en nedadgående tendens i siste halvdel av året. Vi venter dermed at 10-års NOK swaprente vil stige til 4,0 prosent innen tre måneder, for så å falle tilbake igjen mot 3,5 prosent om 12 måneder.

VALUTAMARKEDET

Eurooppsving vil prege 2024

Vi venter at euroen skal styrke seg mot den amerikanske dollaren i løpet av året som kommer, som følge av en relativ bedring i veksten i eurosonen. På kort sikt tror vi derimot en videre oppgang i amerikanske markedsrenter kan gi videre dollarstyrking. Den siste tids kronemedvind vil snu og lenger ut i tid trekker strukturelle faktorer fortsatt i retning en svakere krone.

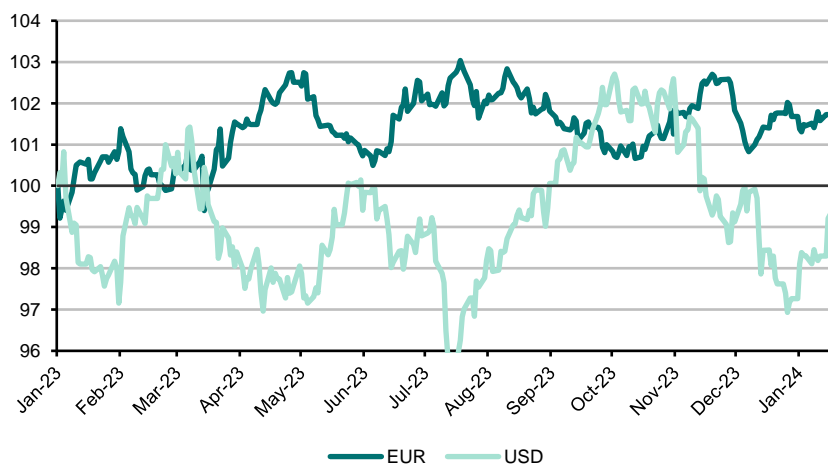
EUR: Sterkere euro på vekstoppsving

Vi har lenge ventet at euroen skulle styrke seg mot den amerikanske dollaren. Selv om prognosen ikke har slått til fullt ut; euroen har styrket seg mot dollaren det siste året men kun moderat, så beholder vi synet vårt om et oppsving i euroen i løpet av de neste 12 månedene. For den nærmeste tiden venter vi derimot at euroen kan fortsette å svekke seg noe mot den amerikanske dollaren, som følge av videre oppgang i amerikanske markedsrenter. Nye prognoser for EURUSD er dermed 1.08 om tre måneder og 1.17 om 12 måneder, fra omtrent 1.09 i skrivende stund.

Hovedgrunnen til at vi tror på sterkere euro om 12 måneder er det positive synet vi har på de økonomiske utsiktene i eurosonen (les gjerne mer om dette i kapitlet om eurosonen). Kort oppsummert venter vi et betydelig vekstoppsving i eurosonen i år, og at BNP-veksten skal opp fra rundt 0,5 prosent i fjor til 1,5 prosent i år, drevet av en gjeninnhenting i privat forbruk. Kanskje viktigst for synet vårt på euroen er at markedsaktørene, gitt at deres syn til en viss grad reflekterer det som er konsensus blant økonomene, virker å ha et langt mer pessimistisk syn. Konsensusanslaget for veksten i eurosonen i år er på bare 0,5 prosent.

Vi ser for oss at veksten i USA skal fortsette å være sterkere enn i eurosonen, men relativt sett er likevel vekstutsiktene for USA mindre støttende for dollaren, på to ulike måter. For det første er vår forventning til veksten i USA ikke så mye bedre enn det som virker å være konsensus i markedet (vi tror på en vekst i år på 1,8 prosent mens konsensus er for 1,3 prosent). For det andre vil en vekst på 1,8 prosent i USA i år

Handelsvektet EUR og USD (indeksert til 100 i januar 2023)



Ingvild Borgen
ingvild.borgen.gjerde@dnb.no
+47 48 11 52 00

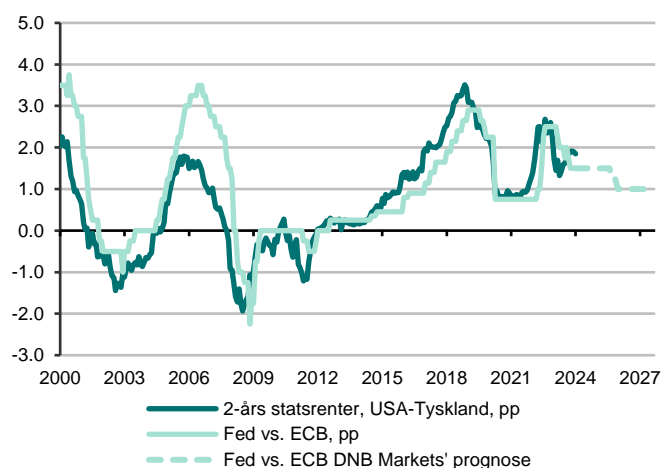
Magne Østnor
magne.ostnor@dnb.no
+47 90 74 79 02

representere en tydelig avmatning i veksttakten i forhold til i fjor, mens vårt anslag for eurosonen representerer et betydelig oppsving.

Alt i alt venter vi altså en betydelig bedring i veksten i eurosonen, relativt til i fjor og relativt til hva som virker å være konsensus i markedet. Dette er hovedgrunnen til at vi venter at euroen skal styrke seg i løpet av året som kommer.

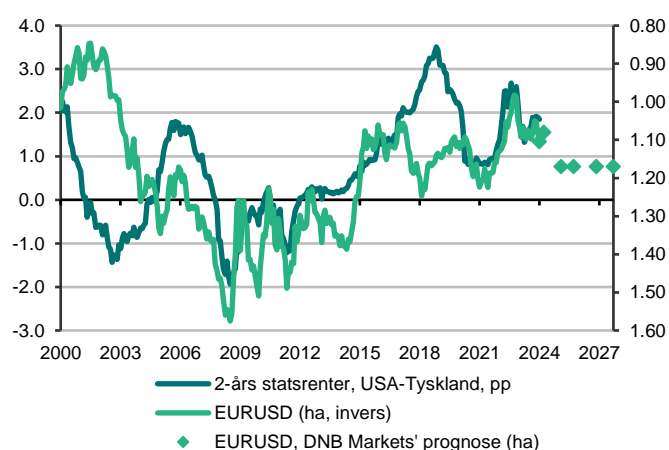
En annen faktor som lenge har vært viktig for synet vårt på EURUSD er at vi har sett for oss at renteforskjellen mellom Fed og ECB skulle reduseres betydelig i løpet av de neste par årene. Det har skyldtes at vi har sett for oss at Fed skulle kutte rentene før ECB (Fed i juni og ECB i september i vår forrige prognose), og at Fed skulle kutte renta langt mer enn ECB. Når vi nå venter at ECB også skal kutte renta første gang i juni, og kutte litt mer enn vi trodde tidligere, vil ikke renteforskjellen mellom Fed of ECB falle like mye, like fort, som vi tidligere ventet. Vi tror fortsatt den vil falle, fra 1,5 prosent nå til 1,0 prosent i 2025, men dette er altså ikke et like hardtslående argument for at euroen skal styrke seg mot dollaren som det var tidligere.

Renteforskjeller USA vs. eurosonen. Prosentpoeng



Kilde: LSEG Datastream, DNB Markets

Renteforskjell (prosentpoeng) og EURUSD

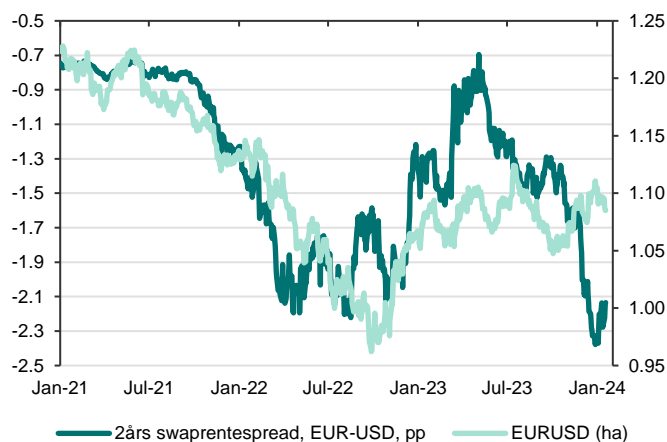


Kilde: LSEG Datastream, DNB Markets

Når det er sagt, har renteforskjellen mellom USA og eurosonen falt en god del i det siste, uten at det har bidratt til å styrke euroen mot dollar. Faktisk virker det ikke som om renteforskjeller har hatt en nevneverdig effekt på EURUSD det siste året, i motsetning til hva som var tilfellet fra 2021 og frem til første del av 2023. Noe som derimot har virket svært styrende for EURUSD den siste tiden er lange amerikanske statsrenter. Fra juli i fjor og frem til nå har EURUSD fulgt utviklingen i 10-års amerikansk statsrente nærmest på daglig basis. Det er tydelig at enhver endring i den amerikanske 10-årsrenta har stor påvirkning på den amerikanske dollaren, og dermed på EURUSD.

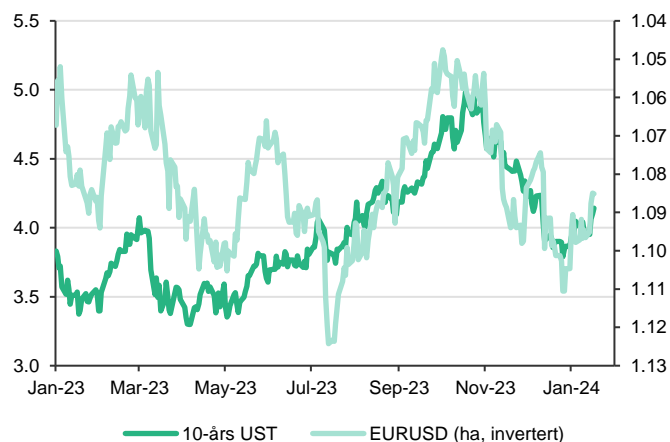
Hva som er den dominerende driveren av et valutakryss har en tendens til å endre seg over tid. I første halvdel av året styrket euroen seg mot dollar, selv om 10-årsrenta handlet flatt i samme periode. I denne perioden kan det heller virke som om risikosentimentet var den viktigste driveren av EURUSD, ettersom euroen styrket seg i takt med at aksjemarkedet steg fra våren og frem mot juli. Når risikoappetitten har bedret seg igjen den siste måneden har det derimot ikke gitt en tilsvarende oppgang i EURUSD, trolig fordi dette nå har blitt trumfet av utviklingen i amerikanske markedsrenter.

EURUSD og EUR-USD renteforskjell (prosentpoeng)



Kilde: LSEG Datastream, DNB Markets

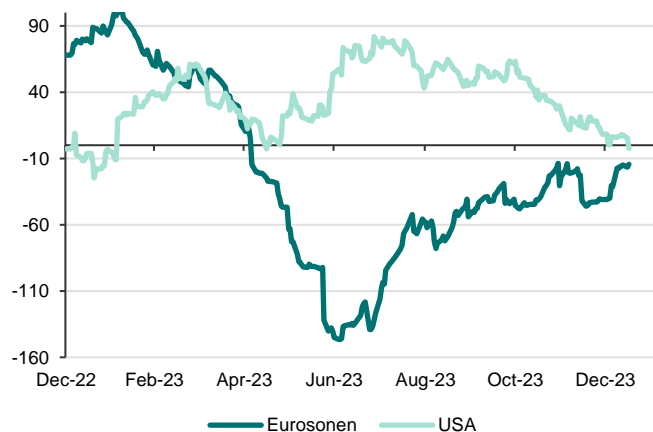
EURUSD og 10-års amerikanske statsrente (prosent)



Kilde: LSEG Datastream, DNB Markets

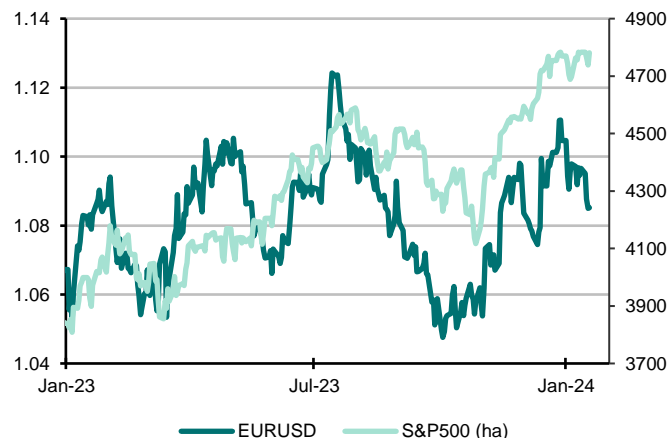
Ettersom amerikanske markedsrenter virker å være den dominerende driveren av dollaren og dermed EURUSD nå, legger vi til grunn at dette skal fortsette å være tilfellet den aller nærmeste tiden. At vi tror på videre oppgang i den amerikanske 10-årsrenta i løpet av de neste tre månedene er derfor grunnen til at vi tror EURUSD vil handle rundt 1,08 om tre måneder, og potensielt også falle under dette nivået i en periode.

Økonomiske overraskelser* (indeks)



Kilde: LSEG Datastream, DNB Markets, * Indeks over 0 = vektet snitt av nøkkeltall bedre enn ventet av konsensus, under 0 = dårligere enn ventet

EURUSD og aksjemarkedet (S&P500)



Kilde: LSEG Datastream, DNB Markets

Utover den aller nærmeste tiden tror vi derimot at vekstutsiktene vil bli en mer dominerende driver. Nøkkeltallene fra eurosonen har bedret seg i det siste. Citis økonomiske overraskelsesindeks, som måler i hvilken grad nøkkeltall i snitt er bedre eller dårligere enn forventet av økonomer, har steget jevnt og trutt for eurosonen siden i sommer, og er nå bare rett under 0. Tilsvarende indeks for USA har falt i samme periode. Vi tror nøkkeltallene fra eurosonen i økende grad vil overraske på oppsiden i tiden som kommer, og at dette vil styrke euroen.

Noe som også kan bidra til å styrke euroen er kombinasjonen av solid vekst i eurosonen og USA i året som kommer, og fallende renter fra sommeren av og ut året. En slik cocktail av solid vekst og fallende renter pleier å være positiv for risikoappetitten blant markedsaktørene, og som oftest er dette til fordel for euroen.

USD: Presidentvalget utgjør en betydelig risikofaktor

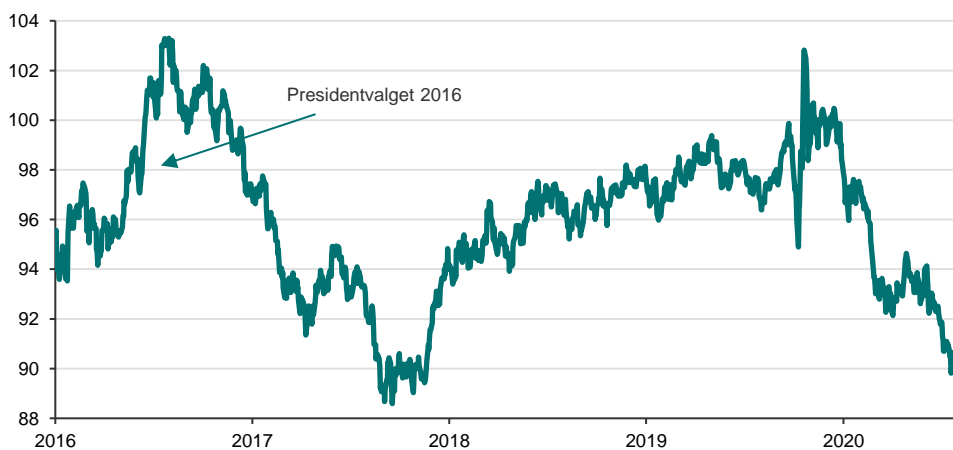
Den handelsvektede dollaren fulgte en sideveis trend gjennom 2023. I forhold til når vi skrev vår forrige rapport, i august, er den også lite endret. Det skyldes nok i stor grad at amerikanske markedsrenter handler på omtrent samme nivå nå som i august. Som beskrevet i avsnittet over virker det som om endringer i risikoappetitt og lange amerikanske statsrenter var de to viktigste driverne av EURUSD i fjor, og det skyldes jo at disse driverne er styrende for den amerikanske dollaren.

Når vi nå venter en videre oppgang i amerikanske markedsrenter de nærmeste tre månedene, er det dermed rimelig å vente at også dollaren kan styrke seg noe videre på kort sikt. Siden vi venter et fall i amerikanske markedsrenter fra sommeren og ut året, i tillegg til at vi tror risikoappetitten blir som nå eller bedre, anslår vi at den amerikanske dollaren vil svekke seg igjen fra sommeren og ut året.

Når det er sagt er det én særlig relevant risikofaktor for den amerikanske dollaren i året som kommer, som nok kan påvirke dollaren nettopp i den perioden vi venter at den skal svekke seg. Det er presidentvalget i USA i november. Se gjerne nærmere beskrivelse av dette og markedsimplikasjoner i kapitlet om renter.

Kort fortalt tror vi valget kan få dramatiske utslag, også for markedet, uansett hvordan det ender. Det kan bety store utslag også i dollaren. Da Donald Trump vant valget i 2016 gav det en kraftig styrking av dollaren, trolig som følge av et løft i vekstforventningene i USA. Styrkingen ble reversert og vel så det i 2017, i forbindelse med at eurosonen opplevde et solid vekstopp-sving, samtidig som nederlaget for Marine Le Pen i det franske presidentvalget gav euroen en boost. Alt i alt svekket dollaren seg handelsvektet med hele 12 prosent gjennom Trumps presidentperiode. Hvorvidt dollaren vil styrke seg eller svekke seg ved en eventuell Trump-seier i år er dermed umulig å forutse.

Handelsvektet dollar (DXY-indeks) fra juni 2016 og ut Trumps presidentperiode



Kilde: LSEG Datastream, DNB Markets

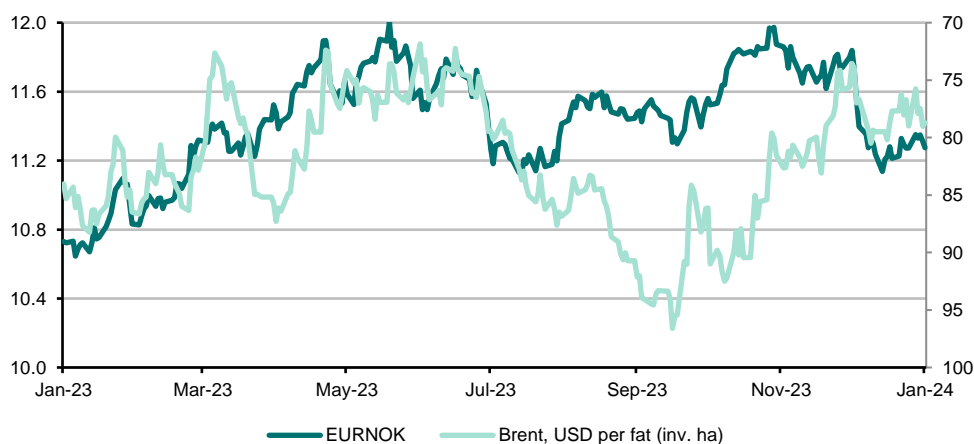
Men, det sikreste vi kan si er at usikkerheten frem mot valget nok vil være stor. Usikkerhet pleier å spille seg ut i markedet i form av mindre etterspørsel etter risikable aktiva og økt etterspørsel etter trygge havner. Av trygge havner i globale finansmarkeder er det lite som overgår den amerikanske dollaren. Dermed er det grunn til å tro at usikkerheten i tiden frem mot valget kan gi en sterkere dollar enn våre anslag tilsier.

NOK: Fortsatt utsikter til kronesvekkelse fremover

Etter at vårens kronesvekkelse ble reversert over sommeren, svekket kronen seg på ny gjennom høsten. Stadig høyere renter globalt fulgte i kjølvannet av at veksttakten holdt seg oppe, og bidro til svakere risikosentiment. På tampen av året styrket imidlertid kronen seg mye på kort tid, etter at Norges Bank noe overraskende hevet styringsrenten samtidig som Fed signaliserte at rentetoppen var nådd. Dette sammenfalt også med at Norges Bank avsluttet sine daglige valutakjøp midtveis i desember. På nyåret har imidlertid kronestyrkingen stagnert, og den handelsveide kronen (I-44) er om lag 6 prosent svakere enn på starten av fjoråret.

Selv om kroneutviklingen ikke har sammenfalt med utviklingen i olje- og gassprisene til enhver tid, har lavere energipriser bidratt til kronesvekkelsen gjennom det siste året. Sammenhengen mellom energipriser og kronkurs er kompleks. På den ene siden har kronkursen en tendens til å følge utviklingen i energipriser fortløpende. Dette skyldes trolig at endringene i petroleumspriser bidrar til å endre markedsaktørenes forventninger til aktiviteten og inntjening i norsk økonomi, samt at energiprisene kan endres i takt med endringer i risikosentiment. På den andre siden innebærer endringer i energipriser at oljeselskapenes behov for kronekjøp til skatt, utbytte og tilbakekjøp endres, samt at regjeringens behov for kronevekslinger for overføringer til eller fra Statens pensjonsfond utland endres. Selv om underskuddet på statsbudsjettet innebærer at oljeselskapenes kronekjøp lenge har vært høyere enn Norges Banks kronesalg, har det tidvis vært en ubalanse i disse vekslingene. Dessuten virker markedsaktørene å legge større vekt på Norges Banks vekslinger på vegne av Finansdepartementet, enn oljeselskapenes kronekjøp, siden førstnevnte er kjent og utført av sentralbanken. For øyeblikket mener vi at de samlede petroleumrelaterte vekslingene er en faktor som trekker i retning sterkere krone, men at dette vil avta fremover i takt med at inntjeningen i petroleumssektoren normaliseres.

EURNOK og oljepris



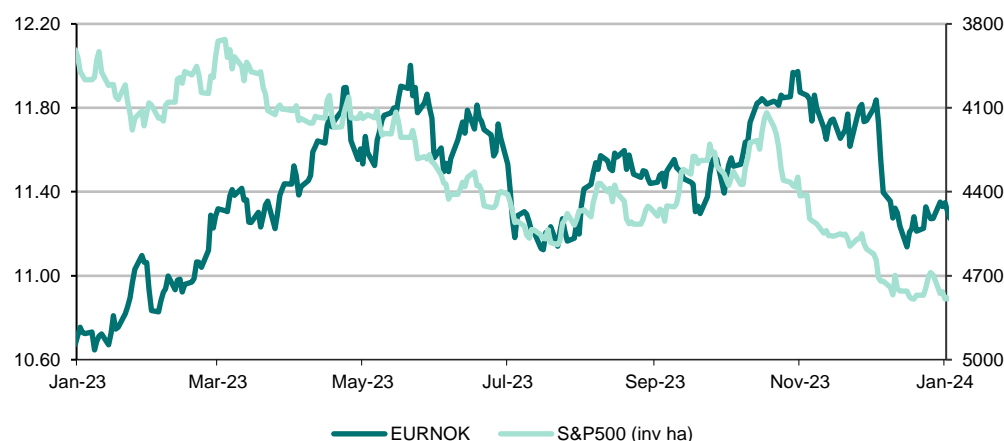
Kilde: LSEG Datastream, DNB Markets

Vi legger til grunn en gradvis oppgang i oljeprisen i våre prognoser, fra dagens nivå nær 78 dollar fatet, til nærmere 85 dollar i andre halvår i år. Samtidig er utsiktene for oljemarkedet mer usikre enn på lenge, og selv om vi venter at OPEC vil klare å balansere markedet med sine produksjonskutt, er det en ikke ubetydelig sannsynlighet for at balansen i oljemarkedet blir for svak, og at OPEC endrer fokus fra prisnivå til opprettholdelse av markedsandel. Det vil i så fall kunne medføre et betydelig fall i oljeprisen, ned mot 50 dollar fatet. Et slikt oljeprisfall vil isolert sett være en negativ faktor for kronen. Samtidig vil lavere energipriser støtte opp under den globale veksten, noe som kan dempe de negative konsekvensene for kronen. Ved tidligere oljeprisfall av denne typen varierer kroneutslagene. Mange ganger har det betydd svakere krone, men andre ganger har faktorer som bekymring rundt europeiske statsfinanser eller økte rentedifferanser bidratt til at de samlede kronekursutslagene har blitt langt mindre.

Betydningen av rentedifferanser for valutakursen har variert det siste året, og det er særlig i perioder med større endringer i rentedifferansene i sommer og i desember, når Norges Bank har overrasket med rentehevingene, at utslagene i kronkursen har blitt store. Selv om vi tror markedet forventer for tidlige og for mange rentekutt fra Norges Bank i år, noe som betyr at vi venter renteoppgang på kort sikt, så er det større forskjell mellom markedets og våre forventninger i andre valutaer. Vi tror dermed at kronen kan få motvind fra utviklingen i rentedifferansene fremover.

Vi ser fortsatt en tendens til at endringer i markedets risikovilje tidvis kan overskygge fundamentale faktorer som driver av kronkursen. Dette skjer særlig i perioder med brå skift i risikoviljen. Samtidig er november måned et eksempel på en periode der solid risikosentiment ikke var nok til å forhindre at kronen svekket seg i samme periode. Med vår forventning om at markedets prising av sentralbankutsiktene innebærer renteoppgang i flere valutaer, kan dette bidra til å dempe risikosentimentet fremover. Samtidig tror vi ikke frykten for en global resesjon vil utfolde seg, noe som kan i motsatt retning for risikosentimentet. Samlet sett mener vi det er grunn til å tro at risikosentimentet vil være en moderat motvind for kronen fremover.

EURNOK og S&P 500



Kilde: LSEG Datastream, DNB Markets

Vi er fortsatt av den oppfatning at kronkursen ikke er alt for langt unna det vi mener er et langsiktig nivå, og at strukturelle trekk ved norsk økonomi trekker i retning av en gradvis kronesvekkelse fremover. Over tid har kostnadsnivået i norsk økonomi steget mer enn hos våre handelspartnere. Kronesvekkelsen har dermed bidratt til å opprettholde tapet av kostnadmessig konkurranseevne som følger av høy pris- og kostnadsvekst.

Det er vanlig å anta at et rimelig nivå på valutakursen er det som bidrar til balanse i både utenriks- og innenlandsøkonomien. Selv om norsk økonomi de siste årene har blitt truffet av flere sjokk som finanskrisen, statsgjeldskrisen, pandemien og krigen, har norsk økonomi lenge hatt høy kapasitetsutnyttning, med vekst nær trend, lav og stabil ledighet og inflasjon ikke alt for langt unna målet. Vi har et vedvarende underskudd på handelsbalansen utenom petroleum, men dette følger av at vi har underskudd på statsbudsjettet, og må antas å være en normaltilstand. Gitt denne utviklingen, mener vi at også kronkursen må være nær et rimelig nivå. Dersom dette ikke hadde vært tilfelle, burde vi ha sett at husholdninger og næringsliv hadde tilpasset seg ved å vri forbruk og investeringer mot innenlandsk produserte varer og tjenester, mens eksportbedriftene skulle ha kapret markedsandeler. Dette har bare skjedd i begrenset utstrekning.

Norske husholdninger har over tid hatt høy sparing, og det siste tiåret har en stadig større andel av denne sparingen blitt plassert i utenlandske verdipapirer. Den andelen av disse investeringene som ikke er valutasikret, bidrar til kronesvekkelse. Selv om spareraten er lavere enn normalt for tiden, tror vi et fortsatt solid arbeidsmarked og positiv reallønnsvekst vil bidra til

25. januar 2024

at husholdningenes sparerate tar seg opp fremover, og at dette igjen vil bidra til å trekke i retning av en svakere krone.

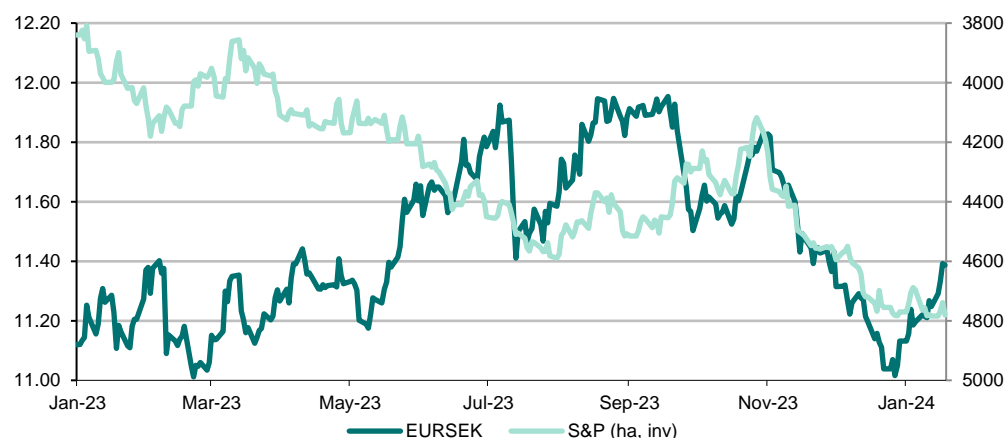
Samlet sett mener vi utsiktene for kronen tilsier en gradvis svekkelse. I det korte bildet skyldes dette høyere utenlandske renter og svakt risikosentiment, mens lenger ut i tid mener vi strukturelle faktorer tilsier en videre svekkelse. På 12 måneders sikt tror vi derfor EURNOK kan handle nær 12,00.

SEK: Helomvending for kronen etter sterk avslutning på året

Etter at den svenske kronen svekket seg til rekordsvake nivåer tidlig i høst, har kronen styrket seg betydelig gjennom fjerde kvartal. Sammenlignet med starten av fjoråret, er imidlertid den handelsveide svenske kronen (KIX) lite endret.

Kronestyrringen i høst kom i en periode der risikosensitive aktiva steg markert i takt med overraskende sterke nøkkeltall og viser med all tydelighet at sammenhengen mellom kroneutviklingen og risikosentiment tidvis er sterk. Som nevnt over tror vi renteoppgang i tiden fremover vil bidra til å dempe risikoviljen i markedet. Dessuten tror vi bekymringene for den svenske husholdningsgjelden og gjeldsgraden innenfor næringseiendom kan blusse opp igjen hvis rentene stiger. Begge deler bør bidra til å svekke den svenske kronen.

EURSEK og S&P 500



Kilde: LSEG Datastream, DNB Markets

En annen faktor som har fått mye oppmerksomhet den siste tiden, er Riksbankens kronekjøp i forbindelse med valutasikringen av deler av valutareservene. Beslutningen om å valutasikre ble annonsert i slutten september ifjor, og sentralbanken har kjøpt kroner jevnt og trutt. Samlet skal Riksbanken selge 8 milliarder dollar og 2 milliarder euro, og vi antar at kronekjøpene er ferdig i løpet av januar. Selv om beløpene i seg selv ikke er spesielt store, forsterkes gjennomslaget på valutakursen av at Riksbanken har vært tydelige på at den mener kronekursen er overdrevent svak og at å påvirke valutakursen flere ganger har vært et uttalt mål for pengepolitikken. Vi tror ikke det er sannsynlig at Riksbanken vil øke andelen valutareserver som valutasikres. Dermed tror vi også at det blir lite ytterligere drahjelp å hente for den svenske kronen fra denne kanten.

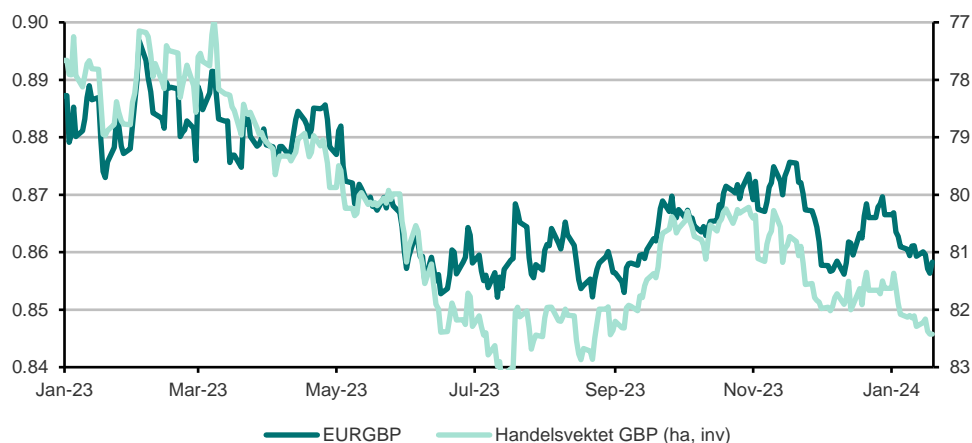
Videre mener vi det er strukturelle faktorer som bidrar til at også den svenske kronen svekkes gradvis over tid. Vi tror at den vedvarende høye spareraten i husholdningene bidrar til å svekke kronen, siden mye av denne sparingen plasseres i utenlandske verdipapirer, akkurat som i Norge. Etter en periode med negativ reallønnsvekst, venter vi videre oppgang i reallønningene fremover, som sammen med lavere renter løfter husholdningenes disponible inntekter. Dermed bør også sparingen få seg et løft og trekke i retning av en svakere krone.

Samlet sett mener vi det derfor er utsikter til at den svenske kronen svekker seg noe fremover, og tror at EURSEK kan handle nær 11,80 på 12 måneders sikt.

GBP: Forsiktig svekkelse av pundet fremover

Etter at det britiske pundet styrket seg frem mot sommeren i år, har pundet handlet sideveis innenfor et relativt smalt intervall. Britiske pund svekket seg kraftig gjennom 2022 i takt med stadig høyere energipriser, mens lavere gasspriser gjennom våren 2023 ga støtte til pundet i denne perioden. Siden begynnelsen av fjoråret har det handelsveide pundet styrket seg med om lag 6 prosent, og er med det blant G10-valutaene som har gjort det best i denne perioden.

EURGBP og handelsvektet pund



Kilde: LSEG Datastream, DNB Markets

En annen faktor som har vært viktig for utviklingen i pundet er høyere rentedifferanser mot andre valutaer som har trukket pundet sterkere. Etter at både lønnsvekst og inflasjon viste seg mer standhaftig enn ventet, har Bank of England hevet renten mer enn mange andre sentralbanker. Dette har rammet aktiviteten, og BNP-veksten har vært svak en periode. Selv om vi venter et økonomisk oppsving fremover, er inflasjonen på vei ned og tillater Bank of England å kutte styringsrenten. Selv om vi venter at de fleste sentralbankene vil kutte om lag i samme tempo, og at rentedifferansene dermed opprettholdes, vil det trolig ikke lenger gi pundet den samme drahjelpen som tidligere.

De siste årene har vi sett gjentatte eksempler på at politiske begivenheter hatt en betydning for valutakursen. Den sittende regjeringen må holde parlamentsvalg innen det neste året, men vi tror det blir holdt valg til høsten. Selv om ikke det er det samme konfliktnivået som tidligere, kan valget bidra til å skape usikkerheten om utsiktene fremover.

Samtidig fortsetter den britiske økonomien med et betydelig underskudd på driftsbalansen, da overskuddet i handelen med tjenester ikke er like stort som underskuddet i handelen med varer. I mange år har underskuddet blitt finansiert ved utlendingenes direkteinvesteringer og kjøp av britiske verdipapirer. Den siste tiden har imidlertid investorene redusert beholdningene av britiske verdipapirer, og det er kortsiktige lån og plasseringer i bankinnskudd som har finansiert underskuddet på driftsbalansen. Det gjør pundet langt mer sårbart for skift i markedets risikovilje. En ytterligere justering av markedet forventninger til rentekutt fra sentralbankene fremover, vil trolig bidra til perioder med svakere risikosentiment og til et noe svakere pund.

Samlet sett venter vi at pundet kan svekke seg noe fremover, og tror EURGBP vil handle nær 0,88 om 12 måneder.

KREDITTMARKEDENE

Bra år i vente for høyrentemarked

Det ligger an til nok et godt år for det nordiske høyrentemarkedet. Totalavkastningen vil trolig bli rundt 8-10 prosent, godt over normalen fra tidligere år.

Solid avkastning

Da vi startet året for 12 måneder siden var det nordiske høyrentemarkedet relativt stresset. Frykt for at økte renter ville gi høyere mislighold og tap hadde bidratt til en markant økning i kredittpåslagene, både på obligasjoner som allerede ble handlet i markedet, og på nye utstedelser. Eiendom var blant bransjene som hadde reprimert mest, men også i øvrige bransjer hadde kursene falt og påslagene økt. Kun 10 prosent av obligasjonene som inngår i DNB Markets sin nordiske høyrenteindeks ble handlet over par.

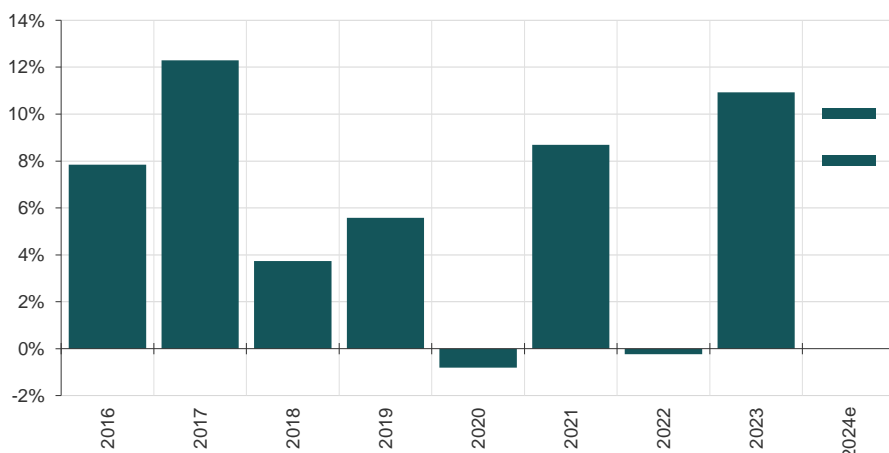
Siden har rentene fortsatt å overraske på oppsiden, og steget til nivåer man ikke har hatt siden før finanskrisen. Internasjonalt har renteoppgangen tidvis bidratt til et betydelig verdifall i obligasjonsmarkedene, men i Norden har denne effekten mer eller mindre uteblitt fordi markedet er dominert av obligasjoner med flytende rente. I stedet har renteoppgangen hatt en nesten umiddelbar økning i kupongrentene, og på den måten økt avkastningen for investorene.

Kombinasjonen – høye renter og høye kredittpåslag – har vært et uvanlig godt utgangspunkt for obligasjonsinvestorer, særlig sett i lys av at misligholdene har holdt seg lave. Totalavkastningen i 2023 ble rundt 11 prosent. Vi forventer noe lavere avkastning i år, men fortsatt godt over normalen fra tidligere år. Trolig vil det nordiske markedet som helhet gi rundt 8-10 prosent, som er godt i tråd med at den gjennomsnittlige kupongrenten er rundt 9 prosent. Risikoen anses som nokså balansert.

Mindre reprisingspotensial enn i 2023

Den viktigste forskjellen fra begynnelsen av 2023 er at en stor del av markedet nå er priset på eller noe over par. Dette demper potensialet for en kursdrevet nedgang i kredittpåslagene, som nå ligger rundt 590 basispunkter. Det finnes imidlertid sektorer med potensial for økte kurser og lavere kredittpåslag. I eiendomssektoren er finansieringskostnadene fortsatt uvanlig høye, som skyldes at investorbasen fortsatt er

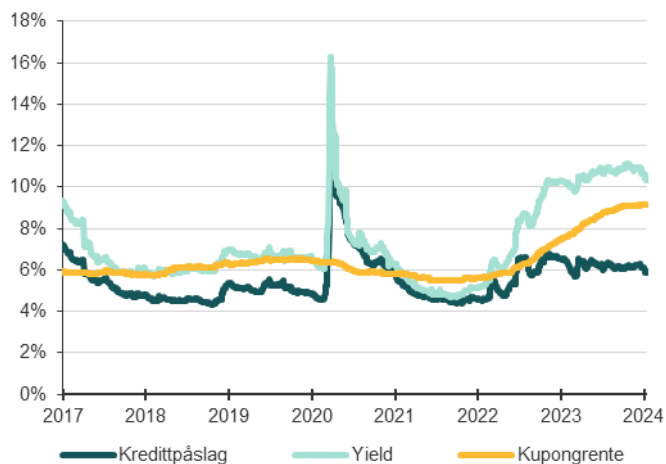
Nordisk høyrente: Totalavkastning per år. Prosent



Kilde: Bloomberg, DNB Markets

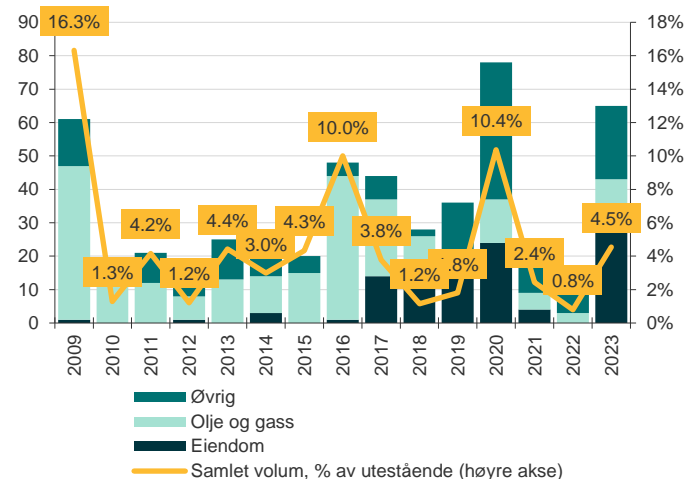
noe usikker på hvordan sektoren vil klare seg dersom rentene ikke kommer ned. Også blant industriselskaper og inkasso er det et visst potensial for reprising. Det bør imidlertid bemerkes at mange av utstederne som fortsatt er lavt priset har høy gjeldsgrad, og at prisen reflekterer en viss sannsynlighet for mislighold og/eller forlengelse av den opprinnelige løpetiden.

Nordisk høyrente: Kredittpåslag, effektiv rente (yield) og kupongrente. Prosent



Kilde: Bloomberg, DNB Markets

Nordisk høyrente: Antall mislighold per kalenderår og misligholdsrate i prosent



Kilde: Bloomberg, DNB Markets

Få emisjoner kan imidlertid bidra til at obligasjoner som allerede er «høyt» priset, stiger ytterligere i verdi. I fjor ble det utstedt obligasjoner for om lag 125 milliarder kroner. Det meste av dette var refinansiering av gammel gjeld, og nettoutstedelsene var rundt 0. Dette var andre året på rad med lavt emisjonsvolum. Samtidig har obligasjonsmarkedet blitt atskillig mer attraktivt blant investorer. Ordinære obligasjonsfond har hatt videre vekst i forvaltningskapitalen, samtidig som nye aktører har strømmet til markedet. Dette har i viss grad allerede bidratt til en viss ubalanse mellom tilbud og etterspørsel, med få selgere og mange potensielle kjøpere i annenhåndsmarkedet. Skulle vi få nok et år med lave emisjonsvolum kan det forsterke denne ubalansen, og bidra til enda lavere kredittpåslag. Typiske dobbel-B navn, for eksempel innenfor shipping, vil da være de mest åpenbare kandidatene for videre reprising.

Flere mislighold, men foreløpig kun små tap

Økte renter har allerede gitt en markant økning i antall mislighold. Samlet ble det registrert 65 mislighold i 2023, som er det nest høyeste siden før finanskrisen. Flere enn halvparten av misligholdene var innenfor eiendom, med svak utvikling i både næringseiendom og byggebransjen. De fleste av var imidlertid små, mens store utstedere klarte seg langt bedre, trolig som følge av at de har hatt flere ben å stå på i finansieringen. Små aktører har gjerne slitt mer med tilgang på bankfinansiering, og heller ikke klart å selge eiendeler på samme måte som store aktører. Det har økt sårbarheten for et rentedrevet løft i netto rentekostnader. Så langt har misligholdsprosessene vært relativt ordnet, som trolig skyldes at små utstedere typisk også har en smal investorbase som det er lettere å koordinere med. I tillegg har det i mange tilfeller vært en god kontantstrøm i de underliggende verdiene i selskapene. Dette er forskjellig fra tidligere år. Da har misligholdene gjerne kommet som en følge av sviktende inntjening. Resultatet av dette har uansett vært nokså moderate kreditttap.

Vi forventer at misligholdene vil holde seg høye også i år, men forventer at trenden fra i fjor fortsetter, der store utstedere med diversifisert finansiering vil klare seg nokså godt. Trolig vil noen utstedere måtte skyve på forfallstidspunktet. I 2023 ble misligholdsraten 4,5 prosent, og vi forventer et tilsvarende nivå i år.

AKSJEMARKEDENE

Oppsidemulighet for Oslo Børs

Sett i forhold til de reelle obligasjonsrentene er aksjer ganske dyre med et mulig unntak av energiaksjer. Fremover vil aksjemarkedet få noe hjelp fra lettelse i pengepolitikken, men uten noe særlig videre nedgang i obligasjonsrenten. Selskapenes inntjeningsmarginer er ganske høye og står i fare for å komme under press. Alt i alt tror vi internasjonale aksjer vil ha positiv avkastning, men sannsynligvis mindre enn høyrente-obligasjoner. En oljepris omtrent på dagens nivå vil gi en viss ekstra støtte til Oslo Børs, men energiprisene er mer usikre enn normalt på grunn av de mange kryssende geopolitiske begivenhetene.

Nøylene start på 2024

Inflasjonen i USA har kommet markert ned siden sommeren 2022, og den amerikanske sentralbanken har signalisert at styringsrenten sannsynligvis toppet ut høsten 2023. De siste månedene av 2023 bød derfor på et kraftig fall i obligasjonsrentene internasjonalt og en bred oppgang i aksjemarkedene. Det amerikanske aksjemarkedet steg til nye rekordnivåer og var opp imponerende 17 prosent i fra bunnen i fjerde kvartal - sterkt hjulpet av de store teknologiaksjene – som Amazon, Microsoft og Meta. Imidlertid, mens S&P500 var opp 25 prosent i fjor, steg den likeveiede S&P500 indeksen bare 12 prosent. Europeiske aksjer steg også kraftig gjennom fjerde kvartal til nye rekordnivåer i bl.a. i Tyskland.

Utviklingen for norske aksjer var som vanlig også preget av forløpet til oljeprisen. Den dro markedet opp i tredje kvartal da oljeprisen gikk fra 75 USD/fat til 95 USD/fat mens det sterke markedet i resten av verden i fjerde kvartal ikke slo igjennom i Norge fordi oljeprisen falt tilbake. Samlet for året fikk det norske markedet likevel et løft og avsluttet året med oppgang på 9 prosent fra 2022.

Starten på 2024 har vært klart mer nøylene etter løftet i fjerde kvartal. Dette henger sammen med at den økonomiske nøkkeltallene har signalisert at lettelse i pengepolitikken kanskje ligger noe lenger frem i tid enn det som ble priset gjennom slutten av fjoråret.

Aksjemarkedene er blitt dyrere

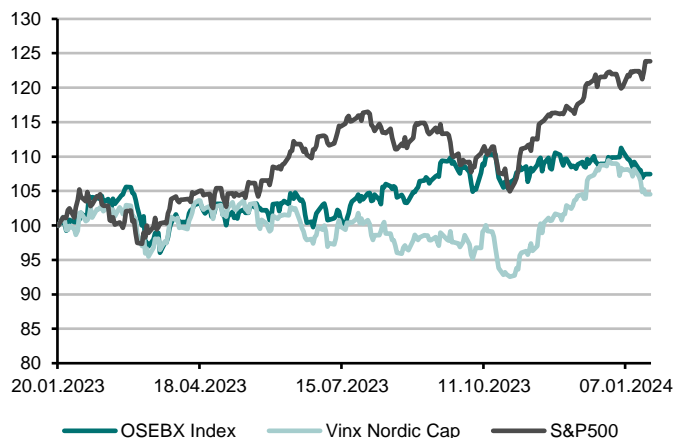
Utviklingen i verdens aksjemarkeder fortsetter å preges av forventninger til den videre utviklingen i vekst og inflasjonen i verden hvor utviklingen i USA er toneangivende. Til tross for bedre enn ventet BNP-vekst i 2023, har konsensus' inntjeningsestimater for S&P500 blitt revidert ned med nesten 5 prosent fra starten av året. Oppgangen i aksjemarkedet kan dermed hovedsakelig forklares med en høyere prising av inntjeningen. Prisingen av amerikanske aksjer målt ved forholdet mellom pris og fortjeneste gikk fra 15x på bunnen i oktober 2022 til hele 20x ved utgangen av 2023. Prisingen for det likeveiede S&P500 er noe mindre utfordrende med 16.5x. Den forventede realavkastningen på 10 års statsobligasjoner er for tiden 1,7 prosent. Den såkalte «risikopremien» man får ved å holde aksjer fremfor obligasjoner, er nå på sitt

Morten Jensen
+47 91 58 03 26
morten.jensen@dnb.no

Paul Harper
+47 90 29 55 87
paul.harper@dnb.no

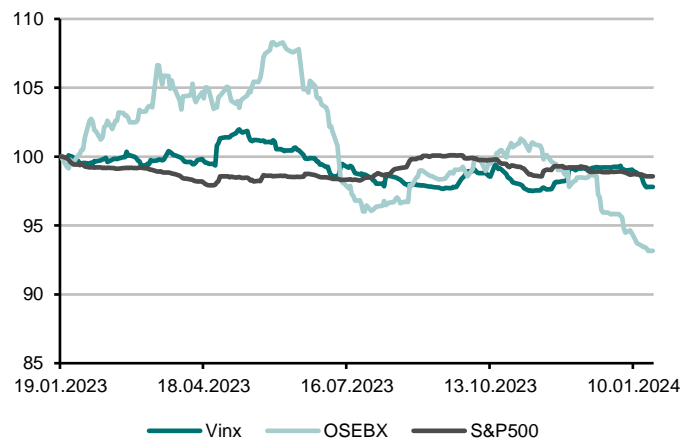
minste siden 2002 i USA. Aksjemarkedet er dermed ganske høyt priset også relativt til renteplasseringer.

Børsutvikling. Indeks, januar 2023 = 100



Kilde: LSEG Datastream, DNB Markets

Forventet inntjening 2024. Indeks, 19 januar 2023 = 100



Kilde: LSEG Datastream, DNB Markets

Også for 2024 antar nå konsensus et løft i selskapsinntjeningen i USA på hele 12 prosent. Noe hjelp vil inntjeningen få om amerikanske økonomi fortsetter å levere BNP-vekst – slik vi tror - i stedet for det fryktede tilbakeslaget. Men selskapenes inntjeningsmarginer er i utgangspunktet klart høyere enn normalt og vil derfor være under press fra bedring i markedsbalanser og fallende inflasjon.

Kombinasjonen av et ganske dyrt aksjemarked på starten av året samt beskjedne utsikter til inntjeningsvekst trekker i retning av relativt begrenset rom for kursoppgang. Mest sannsynlig tror vi aksjer vil ha positiv avkastning i år, men slite med å slå avkastningen for høyrenteobligasjoner. Skulle vi - mot formodning - få et internasjonalt økonomisk tilbakeslag ligger det an til større aksjekorreksjon.

Stort utfallsrom for oljeprisen øker risikoen i norske aksjer

Energiselskapene utgjør en stor del av markedsverdiene her hjemme. I fjor hadde Equinor en inntjening på 3,8 dollar per aksje med en gjennomsnittlig oljepris på 82,2 USD/fat. I år ligger konsensus forventningen til oljeprisen og inntjening til Equinor på om lag samme nivå, mens oljeprisen i dag er litt lavere. Inntjening til Equinor er 30 prosent av total OSEBX EPS og hvis vi legger til Aker BP og andre oljeprodusenter, er 40 prosent av OSEBX inntjening direkte påvirket av oljeprisen. Inntjening fra oljeservice kommer i tillegg, så energi-sektoren totalt er i underkant av 50 prosent av indeks EPS.

Utviklingen i balansen i oljemarkedet har imidlertid gjennom andre halvår 2023 gått fra å være stram til å vise et visst tilbudsoverskudd. Den videre utviklingen avhenger nå om tilbudet fortsetter å vokse og hvordan OPEC – og da særlig Saudi Arabia – forholder seg til at deres markedsandel faller. Utfallsrommet for oljeprisen er derfor stor både på opp- og nedsiden. DNB sitt hovedsyn er en oljepris i området 82 USD/fat, men det er mulig med store prisutslag som vil være veldig avgjørende for energiaksjenes forløp.

Etter flere renteøkninger fra Norges Bank i 2023 forventer vi mindre potensial for vekst i renteinntekter for norske banker i år samtidig som noe høyere lånetap må forventes fra unormalt lave nivåer i 2023. Det gir en flat eller litt negativ inntjeningsprofil for 2024 sammenlignet med 2023. Etter energi, så er finans den nest største bidraget til OSEBX inntjening med 22 prosent av totalen.

25. januar 2024

For andre råvareproduserende norske børselskaper, som Yara og Norsk Hydro, har den skuffende utviklingen i Kina presset råvarepriser og inntjeningsestimater ned i 2023. Selv om vi tror veksten i Kina vil holde seg noenlunde oppe, ser vi ikke klare endringer i dette bilde.

Lakseprisene har holdt seg høye, men kostnadene har også økt. I tillegg har prisingen av sektoren falt etter usikkerheten som ble skapt av den overraskende innføringen av grunnrenteskatt.

ENERGIMARKEDENE

Stabilt høye energipriser i sikte

Oljemarked

Siste halvår av 2023 svekket oljebalansen seg mer enn ventet. I utgangspunktet var konsensus at OPEC skulle ha god kontroll på oljeprisen, og at kraftige lagertrekk skulle fortsette inn mot utgangen av året og inn i 2024. Det viste seg å være feil, og den 30. november 2023 annonserte OPEC at de kom til å kutte mer. Det var signalet på at OPEC definitivt hadde havnet på defensiven.

Årsaken til at OPEC har blitt tvunget til dypere kutt var har vist seg å være tredelt. Såkalte sanksjonerte fat (fra Iran og Venezuela) fant veien til markedet igjen, Brasilianske volum økte raskere enn ventet, og amerikansk skiferproduksjon har overrasket sterkt på oppsiden.

Vi venter likevel at OPEC skal klare å snu oljemarkedsbalansen til et underskudd på 0,3 millioner fat per dag dersom de fortsetter med sine produksjonskutt ut året. Den betydelige svekkelsen i oljemarkedsbalansen har ført til at vi har revidert ned våre oljeprisestimer til 82 USD per fat i 2024 og 85 USD per fat i 2025.

Oljeetterspørselen har vært sterk i 2023. Vi anslår at etterspørselen steg med 2,3 millioner fat per dag (mfd) i 2023, og at den endte på 101,7 mfd, en ny rekord. Dette var til tross for at mesteparten av pandemieffekten er hentet inn i den vestlige verden og en ellers relativ beskjeden økonomisk vekst i verdensøkonomien. Sterk etterspørselsvekst i Kina var med på å dytte etterspørselen betydelig opp i 2023. I år venter vi at etterspørselsveksten skal dempe seg, ettersom vi nå tror at det meste av innhentings-effekten fra Kina nå vil være unnagjort, og en videre beskjeden økonomisk vekst som er godt under trenden. Vi anslår at oljeetterspørselsvekst i 2024 blir på 1,2 mfd, før dette avtar til 0,83 mfd i 2025.

På tilbudssiden steg oljeproduksjonen som ikke omfattes av OPEC-kvoter med hele 3 mfd i 2023 – en oppgang på 0,7 mfd over etterspørselsveksten på 2.3 mfd. Vi venter at tilbudsveksten skal avta til 1,6 mfd i 2024. OPEC produksjonen som er omfattet av produksjonskvoter er ned 2,5 mfd siden høsten 2022, noe som gjør at OPEC står for 90 prosent av de totale kuttene i denne perioden. Vi tror villigheten til videre kutt fra OPEC sin side for å forsvare oljeprisen begynner å nærme seg slutten.

Med økt press på OPEC mener vi det er økt risiko for at kartellet endrer strategi fra å forsvare pris til å heller øke volum for å presse ut produksjonen med høyest marginalkostnad. I et slikt scenario vil prisen svekke seg betydelig og vi kan se priser ned mot 50 USD per fat. Skulle et slikt scenario utspille seg, venter vi at skiferproduksjonen i USA må falle med rundt 1 mfd i løpet av en tolv månedersperiode. Med dette som bakteppe mener vi at prisrisikoen i oljemarkedet er vridd mot nedsiden, og kun en kraftig nedstenging av oljeproduksjonen vil kunne stramme til markedet og presse prisene betydelig opp.

Oljeprisanslag, Brent i USD per fat

	Q1 24	Q2 24	Q3 24	Q4 24	2025	2026
DNB Markets	78	82	85	84	85	85
Futureskurve	78	77	76	75	73	71
Bloomberg*	83	83	84	84	81	80

Kilde: Bloomberg, DNB Markets *-median konsensus 22. januar 2024

Helge André Martinsen
+47 99 12 49 95
helge.andre.martinsen@dnb.no

Tobias Ingebrigtsen
+47 48 42 58 01
tobias.ingebrigtsen@dnb.no

Europeisk gassmarked

Gassmarkedet i Europa er nå preget av en svak fundamentalbalanse. Gassetterspørselen fortsetter å være kraftig ned, samtidig som forsyningen er god. To faktorer har pekt seg ut som instrumentelle for at Europa kom seg ut av energikrisen i etterkant av krigen i Ukraina: betydelig reduksjon i konsum av gass og rekordhøy LNG-import.

Etter bortfallet av russisk gass i Europa, er gasskonsumet kommet betydelig ned fra normale nivåer (gjennomsnitt 2017-2021). I 2023 snittet gasskonsumet 18 prosent ned fra disse nivåene og er det laveste nivået på flere år, til tross for at prisene er ned hele 70 prosent siden 2022 eller 13.3 prosent ned siden 2021, som var et rekordår for europeisk gasskonsum.

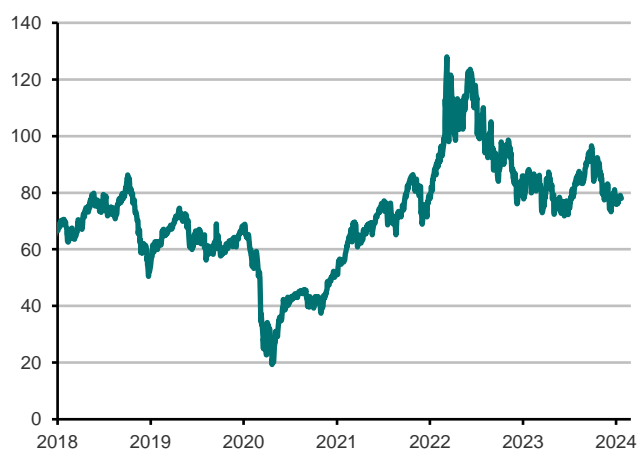
Det store spørsmålet alle stiller seg er hvilken andel av denne kraftige nedgangen i gasskonsumet blir varig borte? En del av konsumet møter nå motvind i form av at det er kommet flere substitutter. Rekordutbygging av fornybar kraftproduksjon gjør at behovet for gass i kraftsektoren går ned. Energieffektivisering av bygninger, og økt bruk av varmepumper fører til at behovet for gass i oppvarming også blir varig redusert. Det eneste tegnet til bedring foreløpig, er en forsiktig stigende trend i årsveksten for europeisk industri.

Norsk rørgass og flytende naturgass (LNG) sto for over 70 prosent av Nordvest-Europas gassforsyning i 2023. Norsk rørgass er begrenset av infrastrukturen og periodevis nedstenginger på grunn av vedlikehold. Slike vedlikeholdsstanser kan få store utslag, og i fjor falt norsk rørgasseksport til Europa med 14 prosent som følge av dette sammenlignet med 2022.

Flytende naturgass gjorde den store forskjellen etter bortfallet av russiske gassvolum. LNG-importvolumene har nesten doblet seg i 2023 sammenlignet med 2021. Denne store økningen har koblet Europa mer til det globale gassmarkedet.

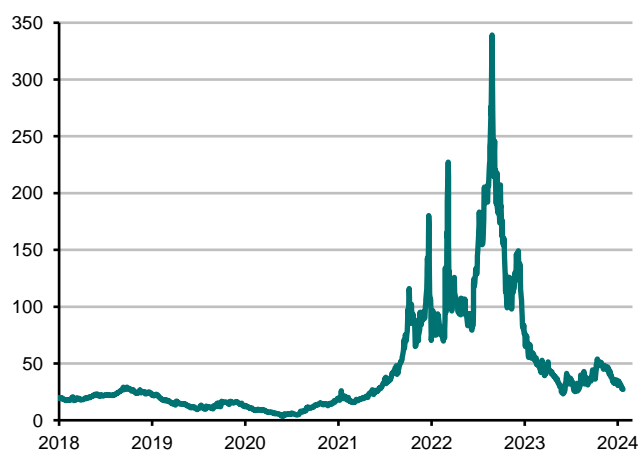
Det europeiske gassmarkedet, som før nøy godt av stabil og billig rørgass fra Russland, er nå nødt til å konkurrere på verdensmarkedet om gassen. Dette har ført til økt volatilitet i europeiske gasspriser, et fenomen som vi mener er her for å bli så lenge LNG utgjør en så betydelig del av gassmiksen. Sett i lys av den svake etterspørselen har tilførselen av gass inn på kontinentet vært mer enn tilfredsstillende og lagersituasjonen tilsier at vi komfortabelt vil kunne komme gjennom denne vinteren og være god stilt til å bygge opp gasslagrene igjen mot neste vinter.

Oljepris. Brent i USD per fat



Kilde: Bloomberg, DNB Markets

Europeisk gasspris. TTF i EUR per MWh



Kilde: Bloomberg, DNB Markets

Norge anslagstabell

Norge: Makroøkonomiske hovedstørrelser 2022 - 2027

	2022	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Realøkonomi ¹⁾	Mrd.		Endring i prosent				
Privat forbruk	1816	6.2	-0.9	0.2	2.1	2.4	2.5
Offentlig forbruk	1037	1.1	2.7	1.7	1.1	1.1	1.1
Bruttoinvesteringer i fast kapital	1124	5.2	-1.4	-0.3	2.3	2.9	3.1
- Oljevirkosomhet	177	-7.2	6.8	7.5	2.8	2.0	2.0
- Fastlands-Norge	928	7.6	-2.1	-1.7	2.2	3.1	3.4
- Bedriftene	451	17.1	4.0	0.0	0.7	1.5	2.0
- Boliger	235	-1.4	-15.6	-8.5	6.4	8.2	8.2
- Offentlig forvaltning	242	1.3	-0.4	0.6	2.0	2.0	2.0
Etterspørsel fra Fastlands-Norge	3782	5.1	-0.2	0.2	1.9	2.2	2.3
Eksport i alt	3166	4.7	0.9	1.3	1.3	0.8	0.7
- Råolje og naturgass	2014	1.3	-3.1	0.0	0.4	-0.5	-0.8
- Tradisjonell eksport	626	-1.7	6.8	3.3	2.3	2.0	2.0
Import i alt	1547	12.3	1.9	0.3	2.5	2.7	2.8
- Tradisjonell import	973	3.1	-2.3	-1.0	2.5	3.0	3.1
BNP	5705	3.0	0.2	0.3	1.4	1.3	1.4
- Fastlands-Norge, sj.	3643	3.8	1.0	0.6	1.4	1.8	1.9
<u>Arbeidsmarked</u>							
Sysselsatte, 1000 personer	2890	3.9	1.3	0.4	0.5	0.7	0.9
Arbeidsledighetsrate, AKU *		3.3	3.6	4.0	4.1	4.1	4.1
Registrerte ledige *		1.8	1.8	2.4	2.8	2.8	2.8
<u>Priser og lønninger</u>							
Årslønn		4.4	5.4	5.1	4.2	4.0	3.8
Konsumpriser		5.8	5.5	4.2	3.3	2.9	2.3
- KPIJAE		3.9	6.2	4.5	3.4	2.8	2.5
Bruktboligpriser		4.9	-0.3	1.7	5.3	7.0	6.3
Råoljepris i USD *		99	82	85	85	85	85
<u>Memo:</u>							
Husholdningenes sparerate *		4.5	3.7	5.1	6.4	7.0	7.8

1) Anslag på sesongjusterte tall

* Nivå tall

Kilde: Statistisk Sentralbyrå, DNB Markets

Rente- og valutaprognooser

Land	Styringsrenter				
	24-Jan-24	1 mnd	Apr-24	Jul-24	Jan-25
USA: Fed Funds	5.50	5.50	5.50	5.25	4.75
Euroland: Deposit	4.00	4.00	4.00	3.75	3.25
UK: Bank rate	5.25	5.25	5.25	5.00	4.50
Sverige: Repo	4.00	4.00	4.00	4.00	3.50
Norge: Folio	4.50	4.50	4.50	4.50	4.00

Land	Tre måneders pengemarkedsrenter				
	24-Jan-24	1 mnd	Apr-24	Jul-24	Jan-25
USA: Term SOFR	5.32	5.35	5.25	5.00	4.50
EZ: Euribor	3.93	3.90	3.75	3.55	3.00
Storbritannia: Term SONIA	5.21	5.20	5.05	4.75	4.25
Sverige: Stibor	4.10	4.00	4.00	4.00	3.50
Norge: Nibor	4.70	4.70	4.75	4.70	4.25

Land	10 års swaprenter			
	24-Jan-24		Apr-24	Jan-25
USA	3.75		4.25	3.50
Euroland	2.72		3.00	2.50
Storbritannia	4.07		4.25	3.75
Sverige	2.67		3.00	2.50
Norge	3.79		4.00	3.50

Valutaprognose	Valutakurser		
	24-Jan-24	Apr-24	Jan-25
EURUSD	1.09	1.08	1.17
EURGBP	0.85	0.86	0.88
EURSEK	11.36	11.60	11.80
EURNOK	11.39	11.60	12.00
SEKNOK	100.3	100.0	101.7
USDNOK	10.46	10.74	10.26
GBPNOK	13.34	13.49	13.64
Importveid kronekurs, I-44	118.3	119.5	122.0

Kilde: LSEG Datastream, DNB Markets

DISCLAIMER

The note (the “Note”) must be seen as marketing material and not as an investment recommendation within the meaning of Regulation (EU) NO 596/2014 on market abuse (Market Abuse Regulation) and associated rules, implemented in the relevant jurisdiction. The Note has been prepared by DNB Markets, a division of DNB Bank ASA. DNB Bank ASA is a part of the DNB Group. The Note is based on information obtained from public sources that DNB Markets believes to be reliable but which DNB Markets has not independently verified, and DNB Markets makes no guarantee, representation or warranty as to its accuracy or completeness. Any opinions expressed herein reflect DNB Markets' judgement at the time the Note was prepared and are subject to change without notice. The Note should not be relied on and is not a substitute for the skill, judgment and experience of the user, its management, employees, advisors and/or clients when making investment and other business decisions. No DNB Party is acting as fiduciary or investment advisor in connection with the dissemination of the Note.

The Note is for clients only, and not for publication, and has been prepared for information purposes only by DNB Markets. The Note is the property of DNB Markets. DNB Markets retains all intellectual property rights (including, but not limited to, copyright) relating to the Note. Sell-side investment firms are not allowed any commercial use (including, but not limited to, reproduction and redistribution) of the Note contents, either partially or in full, without DNB Markets' explicit and prior written consent. However, buy-side investment firms may use the Note when making investment decisions, and may also base investment advice given to clients on the Note. Such use is dependent on the buy-side investment firm citing DNB Markets as the source. The Note shall not be used for any unlawful or unauthorized purposes. The Bank, its affiliates, and any third-party providers, as well as their directors, officers, shareholders, employees or agents (individually, each a “DNB Party”; collectively, “DNB Parties”) do not guarantee the accuracy, completeness, timeliness or availability of the Note. DNB Parties are not responsible for any errors or omissions, regardless of the cause, nor for the results obtained from the use of the Note, nor for the security or maintenance of any data input by the user. The Note is provided on an “as is” basis. DNB PARTIES DISCLAIM ANY AND ALL EXPRESS OR IMPLIED WARRANTIES, INCLUDING, BUT NOT LIMITED TO, ANY WARRANTIES OF MERCHANTABILITY OR FITNESS FOR A PARTICULAR PURPOSE OR USE, FREEDOM FROM BUGS, SOFTWARE ERRORS OR DEFECTS, THAT THE NOTE'S FUNCTIONING WILL BE UNINTERRUPTED OR THAT THE NOTE WILL OPERATE WITH ANY SOFTWARE OR HARDWARE CONFIGURATION. In no event shall DNB Parties be liable to any party for any direct, indirect, incidental, exemplary, compensatory, punitive, special or consequential damages, costs, expenses, legal fees, or losses (including, without limitation, lost income or lost profits and opportunity costs) in connection with any use of the Note, even if advised of the possibility of such damages.

Confidentiality rules and internal rules restrict the exchange of information between different parts of the Bank and this may prevent employees of DNB Markets who are preparing the Note from utilizing or being aware of information available in DNB Markets/the Bank that may be relevant to the recipients of the Note. Please contact DNB Markets at 08940 (+47 915 08940) for further information and inquiries regarding this Note. The Note is not an offer to buy or sell any security or other financial instrument or to participate in any investment strategy. Distribution of material like the Note is in certain jurisdictions restricted by law. Persons in possession of the Note should seek further guidance regarding such restrictions before distributing the Note.

The Note has been prepared by DNB Markets, a division of DNB Bank ASA, a Norwegian bank organized under the laws of the Kingdom of Norway and under supervision by the Norwegian Financial Supervisory Authority, The Monetary Authority of Singapore, and on a limited basis by the Financial Conduct Authority and the Prudential Regulation Authority of the UK, and the Financial Supervisory Authority of Sweden. Details about the extent of our regulation by local authorities outside Norway are available from us on request. Information about DNB Markets can be found at www.dnb.no/markets.

Additional information for clients in Singapore.

The Note has been distributed by the Singapore Branch of DNB Bank ASA. It is intended for general circulation and does not take into account the specific investment objectives, financial situation or particular needs of any particular person. You should seek advice from a financial adviser regarding the suitability of any product referred to in the Note, taking into account your specific financial objectives, financial situation or particular needs before making a commitment to purchase any such product. You have received a copy of the Note because you have been classified either as an accredited investor, an expert investor or as an institutional investor, as these terms have been defined under Singapore's Financial Advisers Act (Cap. 110) (“FAA”) and/or the Financial Advisers Regulations (“FAR”). The Singapore Branch of DNB Bank ASA is a financial adviser exempt from licensing under the FAA but is otherwise subject to the legal requirements of the FAA and of the FAR. By virtue of your status as an accredited investor or as an expert investor, the Singapore Branch of DNB Bank ASA is, in respect of certain of its dealings with you or services rendered to you, exempt from having to comply with certain regulatory requirements of the FAA and FAR, including without limitation, sections 25, 27 and 36 of the FAA. Section 25 of the FAA requires a financial adviser to disclose material information concerning designated investment products which are recommended by the financial adviser to you as the client. Section 27 of the FAA requires a financial adviser to have a reasonable basis for making investment recommendations to you as the client. Section 36 of the FAA requires a financial adviser to include, within any circular or written communications in which he makes recommendations concerning securities, a statement of the nature of any interest which the financial adviser (and any person connected or associated with the financial adviser) might have in the securities.

Please contact the Singapore Branch of DNB Bank ASA at +65 6212 6144 in respect of any matters arising from, or in connection with, the Note. The Note is intended for and is to be circulated only to persons who are classified as an accredited investor, an expert investor or an institutional investor. If you are not an accredited investor, an expert investor or an institutional investor, please contact the Singapore Branch of DNB Bank ASA at +65 6212 6144.

We, the DNB group, our associates, officers and/or employees may have interests in any products referred to in the Note by acting in various roles including as distributor, holder of principal positions, adviser or lender. We, the DNB group, our associates, officers and/or employees may receive fees, brokerage or commissions for acting in those capacities. In addition, we, the DNB group, our associates, officers and/or employees may buy or sell products as principal or agent and may effect transactions which are not consistent with the information set out in the Note.

Additional Information, including for Recipients in the United States:

The Note does not constitute an offer to sell or buy a security and does not include information, opinions, or recommendations with respect to securities of an issuer or an analysis of a security or an issuer.

Hovedkontor 915 04800
Dronning Eufemias gate 30
0191 Oslo

Analyse Valuta/Renter/Råvarer

Makro, renter og valuta

Oddmund Berg	Tlf: 41 63 81 70
Ingvild Borgen	Tlf: 48 11 52 00
Kelly Ke-Shu Chen	Tlf: 91 73 40 10
Kjersti Haugland	Tlf: 91 72 37 56
Eirik Larsen	Tlf: 91 19 36 00
Knut A. Magnussen	Tlf: 47 60 40 46
Magne Østnor	Tlf: 90 74 79 02
Kyrre Aamdal	Tlf: 90 66 11 12

Energimarkedsanalyse

Tobias Ingebrigtsen	Tlf: 48 42 58 01
Helge André Martinsen	Tlf: 99 12 49 95

Kredittmarkedsanalyse

Ole André Kjennerud	Tlf: 47 75 74 82
---------------------	------------------

Aksjemarkedsanalyse

Paul Harper	Tlf: 90 29 55 87
Morten Jensen	Tlf: 91 58 03 26