



# DNB

DNB MARKETS

---

## ØKONOMISKE UTSIKTER

---

AUGUST 2023

## Internasjonale anslag

### BNP. Prosentvis endring fra året før

Land/område	PPP-vekt	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Verden		6.1	3.3	2.9	2.8	3.0	3.1
Industriland	42.3	5.2	2.6	1.5	1.3	1.6	1.8
USA	15.8	5.7	2.1	2.1	1.1	1.7	2.1
Eurosonen	11.4	5.3	3.5	0.8	1.5	1.7	1.7
Japan	4.0	2.1	1.1	1.4	1.0	1.0	1.0
Storbritannia	2.2	7.4	4.1	0.5	1.1	1.5	1.8
Sør-Korea	1.7	4.1	2.6	1.5	2.5	2.0	2.0
Canada	1.4	5.0	3.4	1.5	1.0	2.0	2.0
Sveits	0.5	4.3	2.2	1.0	1.5	1.5	1.5
Sverige	0.4	4.6	2.9	-0.5	0.6	1.3	1.5
Fastland-Norge	0.3	4.2	3.8	1.2	1.0	1.4	1.4
Danmark	0.3	4.9	3.9	1.0	1.5	1.5	1.5
Fremvoksende økonomier	57.7	6.7	3.8	4.0	3.8	3.9	3.9
Kina	18.1	8.4	3.0	5.1	4.0	4.2	4.0
India	6.8	9.1	7.2	6.0	6.5	6.0	6.0
Russland	3.1	5.6	-2.1	1.0	1.0	1.5	2.0
Brasil	2.4	5.0	2.9	2.0	1.5	2.0	2.5
Øvrige fremvoksende	27.2	5.2	4.2	3.2	3.5	3.6	3.6
Asia eks. Kina og India	7.1	3.5	5.7	5.0	5.0	5.0	5.0
MENA og Sentral-Asia	7.6	4.6	5.3	3.0	3.5	3.5	3.5
Sør-Amerika eks. Brasil	4.8	7.0	3.9	2.0	2.0	2.5	2.5
Fremvoksende Europa	4.5	7.3	0.8	1.5	2.5	2.5	3.0
Afrika	3.2	4.7	3.9	3.5	3.5	3.5	3.0
Norges handelspartnere		5.2	3.3	0.6	1.2	1.6	1.7

Kilde: Refinitiv Datastream, DNB Markets

### Konsumpriser. Prosentvis endring fra året før

Land/område	2021	2022	2023	2024	2025	2026
USA	4.7	8.0	3.9	2.6	2.8	2.8
Eurosonen	2.6	8.4	5.9	3.2	3.0	3.1
Japan	-0.2	2.5	3.0	2.0	1.5	1.0
Storbritannia	2.6	9.1	7.8	3.6	2.7	2.9
Sør-Korea	2.5	5.1	3.5	2.0	2.0	2.0
Canada	3.4	6.8	4.0	2.5	2.5	2.5
Sveits	0.6	2.8	2.5	1.5	1.0	1.0
Sverige	2.2	8.4	8.8	3.0	2.5	2.7
Norge	3.5	5.8	5.8	4.4	3.3	2.9
Danmark	1.9	8.5	4.5	3.0	2.5	2.5
Kina	0.9	1.9	1.0	2.0	2.0	2.5
India	5.5	6.7	5.5	4.5	4.0	4.0
Russland	6.7	13.8	5.5	5.0	4.0	4.0
Brasil	8.3	9.3	5.0	4.0	3.5	3.0
Industriland	2.8	6.6	4.2	2.5	2.4	2.4

Kilde: Refinitiv Datastream, DNB Markets

## Innholdsfortegnelse

Internasjonale anslag .....	2
Sammendrag: Myk landing og langvarig renteløft .....	5
USA .....	11
Eurosonen .....	15
Storbritannia .....	20
Sverige .....	23
Kina .....	28
Fremvoksende økonomier .....	33
Norge.....	36
Konjunktorene .....	36
Priser og lønninger.....	40
Budsjettpolitikken .....	43
Pengepolitikken.....	44
Hva sier DNBs tall om forbruk og sparing? .....	46
Fordelingseffekter av økt inflasjon og rente .....	47
Rentemarkedene .....	49
USD-renter: Lavere lange renter i året som kommer .....	49
EUR-renter: Flat trend det siste året, noe oppsiderisiko på kort sikt .....	52
NOK-renter: Korte renter nærmer seg toppen.....	53
Valutamarkedene .....	55
USD: Moderat svekkelse av dollaren .....	55
EUR: Videre, og mer markert, styrking av euroen fremover.....	56
NOK: Fortsatt utsikter til svak krone på sikt .....	57
SEK: Kronesvekkelse som er kommet for å bli .....	59
GBP: Forsiktig svekkelse av pundet på sikt. ....	60
Kredittmarkedene .....	61
Globale kredittmarkeder .....	61
Nordisk høyrente.....	62
Aksjemarkedene.....	64
Energimarkedene .....	67
Oljemarked.....	67
Europeisk gassmarked.....	68
Norge anslagstabell.....	69
Rente- og valutaprognooser .....	70

Redaksjonen ble avsluttet 23. august 2023



## SAMMENDRAG

### Myk landing og langvarig renteløft

- Vestlige sentralbankers innstrammingskampanje gir avtrykk i de økonomiske utsiktene. Vi venter imidlertid en myk landing på begge sider av Atlanteren, med stagnasjon heller enn resesjon i de fleste landene, og fortsatt relativt stramme arbeidsmarkeder.
- Bremsen i husholdningens etterspørsel ligger an til å bli sterkere i Norge og Sverige enn i de fleste andre europeiske land, på grunn av husholdningenes høye gjeld og fraværet av fastrenteavtaler. Men også her hjemme vil forbruket støttes av et sterkt arbeidsmarked, en uvanlig høy sparebeholdning og, etter hvert, stigende reallønninger. Boligprisene vil trolig utvikle seg svakt i det kommende halvåret, men det bratte fallet i boligbyggingen og høy innvandring begrenser potensialet for et større prisfall.
- Kinas økonomi vil på sin side fortsatt preges av boblesprekken i eiendomsmarkedet, tilbakeholdne forbrukere og myndigheter som balanserer behov for stimulanser mot behov for en stabil økonomi på sikt. Det legger en demper på veksten i global økonomi, og på råvareprisene.
- Investeringer i rike land holdes oppe av politiske tiltak myntet på å realisere en rask klima- og energiomstilling, og tendenser til hjemflytting av produksjon og økt proteksjonisme som følge av risikovurderinger. Disse faktorene bidrar til lavere produktivetsvekst og en høyere underliggende kostnadsvekst. Vi anslår at inflasjonen i vestlige land stabiliserer seg nærmere tre enn to prosent.
- Vi venter uvanlig langvarige styringsrentetopper og en beskjeden rentenedgang deretter. Nivået på renter med både kort og lang løpetid blir liggende godt over nivåene vi har sett de foregående femten årene.
- I valutamarkedet anslår vi at euroen får ny medvind i det kommende året, mens den norske krona taper terreng igjen. Om ett år venter vi at EURUSD og EURNOK har steget til henholdsvis 1,20 og 12,00.

#### 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
---------------------	-----------------

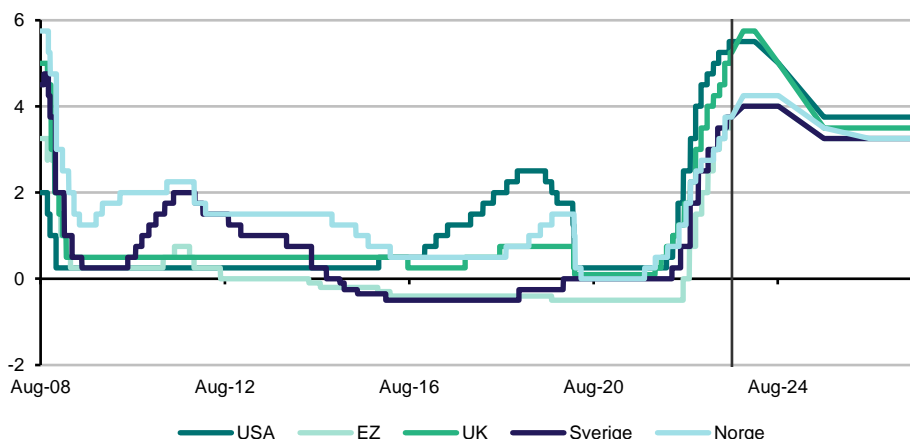
#### Aksjeanalyse

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. %



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

## Økonomiske utsikter: Globalt overblikk

### Inflasjonen ventes å falle videre på kort sikt, for så å etablere seg klart over 2 prosent

Inflasjonen i vestlige land nådde de høyeste nivåene siden 1980-tallet i løpet av 2022, først og fremst som følge av sterk oppgang i prisene på mange varer, inkludert energi, gjennom pandemien og etter den russiske invasjonen av Ukraina. Prissjokken, og den kraftige renteoppgangen som fulgte for å stagge den, rammet forbrukernes kjøpekraft. Flere faktorer fungerte imidlertid som støtdempere i denne perioden, slik at forbruket holdt seg oppe.

- Oppdemmede sparemidler, som følge av tilbakeholdt forbruk på tjenester og eksepjonelle finans- og pengepolitiske støtteordninger, gjorde det mulig å øke pengebruken på tjenester markert etter år med pandemirelaterte restriksjoner.
- Storstilte energistøtteordninger i mange europeiske land dempet utslaget av den voldsomme gassprisoppgangen etter Russlands kutt i gassoverføringer.
- Lønnsveksten klatret til det høyeste nivået siden 1984 i USA i løpet av fjoråret. Etter hvert klatret også lønnsveksten i Europa kraftig oppover, særlig på kontinentet og i Storbritannia. Sammen med sterk sysselsettingsvekst bidro det til å dempe fallet i realdisponibel inntekt.
- Det store innslaget av fastrentekontrakter med lange bindingstider, særlig i USA, men også i de store økonomiene i kontinental-Europa, inngått på særdeles lave rentenivåer, skjermer mange låntakere mot kalddusjen fra sentralbankene.

I løpet av første halvår av 2023 har inflasjonen, avtatt markert. Lavere energipriser er en viktig bidragsyter. At kinesisk økonomi, med eiendomssektoren i spissen, har langsiktige utfordringer og trolig vil vokse svakt også i årene som kommer, demper potensialet for en kraftfull rekyl i råvareprisene. En annen viktig bidragsyter er det kraftige fallet i innkjøps- og transportpriser, som gradvis smitter over til utsalgsprisene forbrukerne står overfor. Fallet har bakgrunn i at flaskehalsene i globale verdikjeder forsvant da hverdagslivet normaliserte seg igjen etter pandemien. Forbrukerne hadde mye å ta igjen i tjenesteforbruket, mens den unormalt høye vareetterspørselen falt markert tilbake.

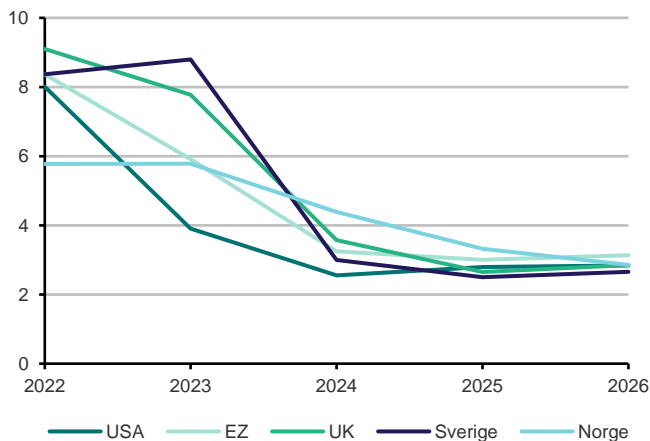
I motsatt retning trekker den gjenstridige prisveksten på tjenester. Den løftes av høy lønnsvekst og solid etterspørsel. I USA holdes tjenesteinflasjonen i første rekke oppe av husleiene. I Europa er den fortsatt stigende, og det vil trolig drøye en stund til før tendensen snur.

Gjennom året vil årsveksten i konsumprisene i vestlige land falle videre. Når de sterke baseeffektene er uttømt, vil inflasjonen imidlertid trolig etablere seg på et høyere nivå enn sentralbankenes 2-prosentsmål – vi anslår rundt 3 prosent.

Forbruket i vestlige land har blitt hjulpet av støtdempere, i tiden med sterk vekst i konsumpriser og renter

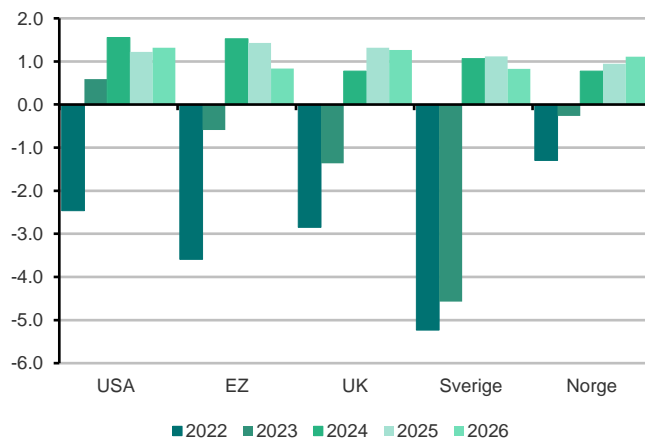
Framover blir inflasjonen langt lavere enn den har vært, men den vil trolig stabilisere seg nærmere 3 enn 2 prosent

### Inflasjon. Faktisk (2022) og DNB Markets' anslag. % å/å



Kilde: Refinitiv Datastream, DNB Markets

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



Kilde: Refinitiv Datastream, DNB Markets

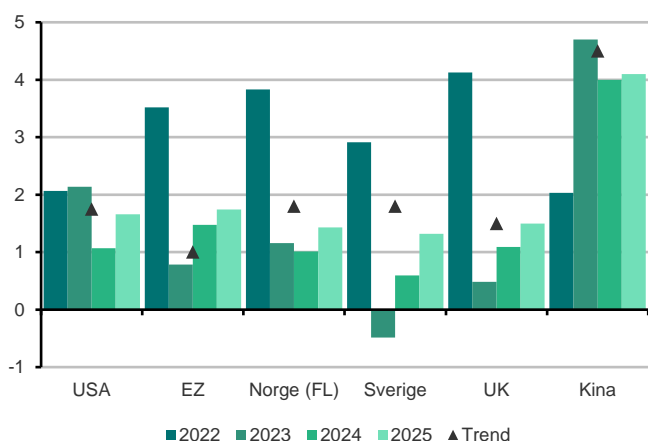
### Inflasjonsmedvind demper forbruksbremsen: Stagnasjon, men trolig ikke resesjon

Renteoppgangen det siste året har dempet den økonomiske veksten. Etterspørselen etter lån både fra husholdninger og bedrifter avtar, samtidig som bankene er mer forsiktige i sin utlånspraksis enn da rentene var kriselave. Utslagene er imidlertid svært forskjellig på tvers av sektorer. Bygg og anlegg tynges av fallende igangsetting av boliger. I tjeneste- og vareproduserende sektor er situasjonen snudd på hodet i forhold til pandemiårene: Førstnevnte blomstrer som følge av oppdemmet kjøpelyst, mens industrien er i bakrus. Derfor ser vi at industri- og eksporttunge land, som Tyskland og Sverige, viser tydeligere svakhetstegn enn økonomier som USA og Frankrike.

Renteoppgangen demper den økonomiske veksten, men utslagene er skjeve på tvers av sektorer

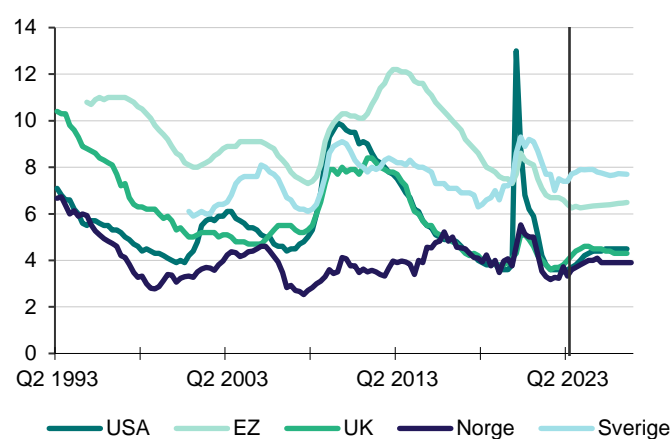
Samlet sett må landingen fram til første halvår av 2023 karakteriseres som myk, gitt tempoet på og omfanget av den pengepolitiske innstramningen. Både i USA og i europeiske land er arbeidsledigheten fortsatt svært lav, og lønnsveksten høy.

#### BNP. Faktisk og anslag. % å/å



Kilde: Refinitiv Datastream, DNB Markets

#### Arbeidsledighet. Faktisk og anslag. %



Kilde: Refinitiv Datastream, DNB Markets

Vi anslår at vestlige land også i tiden som kommer klarer å unngå en økonomisk nedtur. Rett nok blir etterspørselsimpulsene fra husholdningene værende relativt svake, særlig det nærmeste året. Forbrukernes ønske om å «ta igjen det tapte» innenfor blant annet reise- og fritidsaktiviteter, er tross alt i ferd med å dabbe av, samtidig som høye rentekostnader legger en demper på kjøpelyst- og evne. På den annen side bidrar kombinasjonen av inflasjonsnedgang og høy lønnsvekst at reallønningene tar seg opp igjen. Sammen med beskyttelsen tidligere inngåtte lange fastrentelån utgjør i mange land, og en sparebeholdning som fortsatt er høyere enn før pandemien, vil det etter vårt syn bidra til å hindre at vestlige forbrukere strammer så kraftig inn at det fører økonomiene inn i et tilbakeslag. Lavere inflasjon vil dempe lønnskravene i årene som kommer, men med fortsatt relativt stramme arbeidsmarkeder vil lønnsveksten trolig holde seg høyere enn i årene før pandemien

Vestlige forbrukere vil neppe stramme inn så mye at det fører økonomiene inn i et tilbakeslag

### Store skift, i form av energiomstilling og geopolitiske konflikter, løfter investeringene

Investeringsviljen i bedrifter og hos offentlig sektor i vestlige land vil trolig også ta seg videre opp fremover, som følge av strukturelle skift som trumfer høyere finansieringskostnader.

- Politiske vedtatte mål om klima- og energiomstilling krever store investeringer i blant annet rehabilitering av bygninger, nye og renere produksjonsprosesser, og tiltak for å øke produksjon av og tilgang til ren energi. Myndighetene i Europa og USA har valgt ulike metoder for å oppnå målene. EU satser i første rekke på pisk (som reguleringer og avgifter på utslipp, og kvotesystemer), mens USA satser på gulrot (store skattelettelser for grønn industri som etablerer seg i landet).
- Geopolitiske spenninger har økt ytterligere etter Russlands invasjon av Ukraina, ikke minst mellom Kina og USA. Bevisstheten om at det kan være risikabelt å belage seg på produksjon i eller kritiske leveranser fra land man er på kollisjonskurs med, preger i økende grad

Klima- og energiomstillingen krever store investeringer

bedriftenes investeringsvalg. Vi ser en nedgang i grensekryssende direkteinvesteringer, og en tendens til at flere bedrifter flytter produksjon hjem etter årtier med utflytting av produksjon til lavkostnadsland. Det medfører behov for investeringer i produksjonsfasiliteter, men også i teknologi for å holde kostnadene nede.

- Myndighetene bidrar til tilbakeflyttingstrenden via politiske vedtak, særlig på strategiske områder som avansert teknologi, sett på som kritisk for økonomisk framgang og nasjonal sikkerhet. Et av de ferskeste eksemplene er den amerikanske CHIPS-loven, vedtatt i oktober 2022, der det blant annet ble innført forbud mot bidrag til enhver aktivitet som støtter utvikling av avanserte halvledere i Kina eller andre land som blir sett på som en trussel mot nasjonal sikkerhet. Omfattende subsidier for å bygge opp egenproduksjon ble også lansert. Japan, Nederland og andre viktige land i verdikjeden, har innført lignende restriksjoner.

Skiftene omtalt ovenfor vil trolig påvirke økonomisk vekst, inflasjon og renter.

- Investeringene i klima- og energiltak er politisk motiverte. De vil neppe løfte produktivetsveksten, men trolig dempe den på kort og mellomlang sikt, ettersom mange teknologier fortsatt er på et tidlig, og ulønnsomt stadium. Sammen med økte avgifter på utslipp og press på innsatsvarer vil det virke inflasjonsdrivende.
- Bedriftenes valg om å flytte produksjon hjem er motivert av risikovurderinger, ikke produktivitetshensyn. Hjemflytting og flytting av fasiliteter til andre lavkostnadsland, vil øke kostnadsveksten, selv om investeringer i automatisering kan dempe utslaget.
- Hjemflytting av produksjon vil øke etterspørselen etter arbeidskraft i rike land, selv om investeringer i automatisering bidrar til å dempe effekten. Det vil gi større forhandlingsmakt til lønnstakere, og bidra til å øke lønnsveksten. Jo mer tilgangen til arbeidskraft begrenses av aldning og mindre migrasjon fra lavtlønnsland, jo mer kan vi vente at lønnsveksten tiltar.
- Omslaget i investeringsstrømmene og generelt økt proteksjonisme er dårlig nytt for vekstpotensialet i verdensøkonomien. Potensialet for teknologioverføring, en viktig kilde til produktivetsvekst, særlig i framvoksende økonomier, blir innskrenket med de stadig økende handelsbarrierene og mindre økonomisk samkvem.

### Rentenivået blir værende høyt. Euroen gjør comeback, også på bekostning av krona

Vestlige sentralbanker har gjennom perioden med langvarig høy inflasjon påpekt at det er risikabelt å reversere den pengepolitiske innstramningen for tidlig. Advarselen har bakgrunn i erfaringer fra 1970-tallet, da inflasjonen viste seg å bare falle midlertidig tilbake i forbindelse med økonomiske nedturer og påfølgende rentekutt, for så å stige til enda høyere toppe.

Med våre anslag, uten økonomiske tilbakeslag med tilhørende markert oppgang i arbeidsledigheten, men gjenstridig underliggende inflasjon, tror vi sentralbankene stå ved denne risikovurderingen. Vi tror derfor at rentetoppene vil vare lengre enn markedet priser inn i skrivende stund (august 2023), og at både lange og korte renter også om tre års tid vil være høye relativt til perioden etter finanskrisen.

Konkret anslår vi at det amerikanske styringsrenteintervallet blir liggende på 5,25 – 5,50 prosent fram til juni 2024, for så å gradvis justeres ned til 3,75 prosent fram mot våren 2025. Bank of England ender trolig opp med den høyeste styringsrentetoppen, på 5,75 prosent i november, men kutter trolig raskere, fra sommeren 2024, slik at renta er nede på 3,50 prosent sommeren etter.

Både den europeiske sentralbankens innskuddsrente og Riksbankens styringsrente ventes å nå en topp på 4,00 prosent i september. Begge ventes å bli kuttet gradvis igjen fra september 2024, mot 3,25 prosent. Her hjemme når Norges Bank trolig sin styringsrentetopp i september i år, på 4,25 prosent. Fra desember 2024 anslår vi en forsiktig nedgang, mot 3,25 prosent høsten 2025.

Med en slik utvikling tror vi både amerikanske, britiske, svenske og norske swaprenter med ti års løpetid vil avta noe fram mot neste sommer, til nivåer som fortsatt er høye sammenlignet

De strukturelle skiftene vil trolig føre med seg lavere produktivetsvekst, økte kostnader og vedvarende press i vestlige arbeidsmarkeder.

Vi anslår at Bank of England ender opp med den høyeste rentetoppen, på 5,75 prosent, et kvart prosentpoeng over Feds rentetopp.

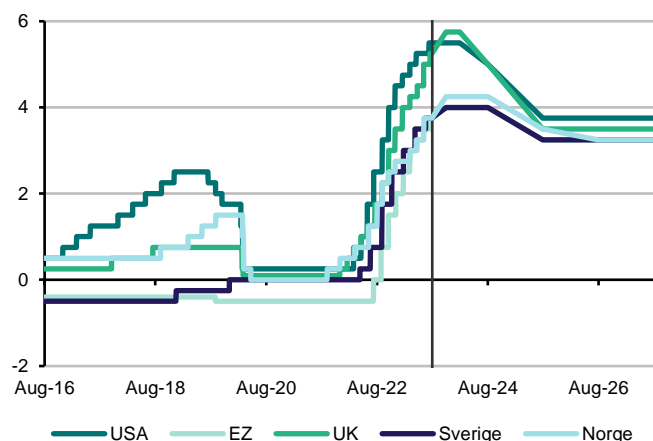
Norges Banks rentetopp anslås til 4,25 prosent, mens Riksbankens og ECBs (innskuddsrente) topp anslås til 4,00 prosent.

Bank of England og Fed vil trolig starte rentekuttene sommeren 2024, ECB og Riksbanken i september samme år, mens Norges Bank trolig avventer til slutten av 2024.



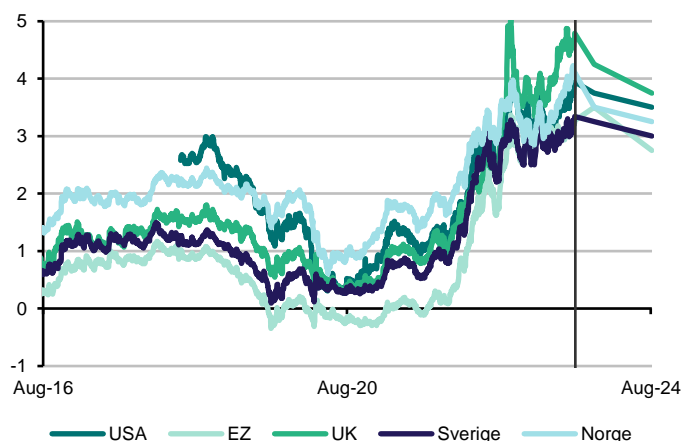
med tiåret før pandemien. Eurorentene har noe oppsidepotensiale på kort sikt, om vi treffer på vårt anslag om rentehopp også i september. Vi tror euroen vil få medvind når de økonomiske pilene viser seg å peke oppover. Krona vil derimot trolig fortsette å tape terreng. En lite likvid valuta med beskjeden rentegevinst vis-a-vis handelspartnere og en økonomi som i stadig mindre grad har en særegen motor basert på naturressurser, vil prises på et lavere nivå enn vi har vært vant til. Om ett år venter vi at EURUSD og EURNOK har steget til henholdsvis 1,20 og 12,00.

### Sentralbankenes styringsrenter. Faktisk og anslag. %



Kilde: Refinitiv Datastream, DNB Markets

### 10-års swaprenter. Faktisk og anslag. %



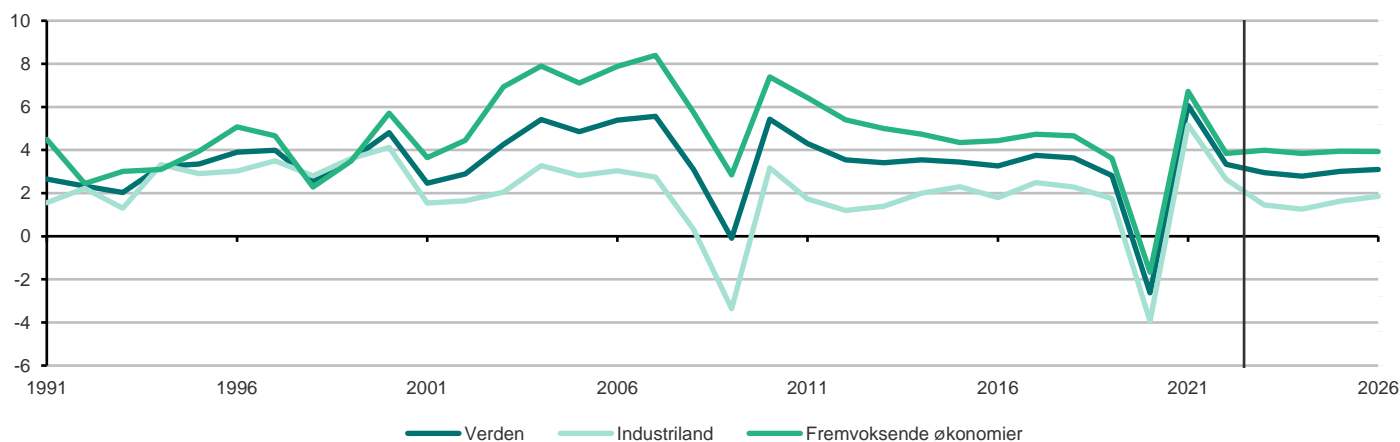
Kilde: Refinitiv Datastream, DNB Markets

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

- **En forsinket, men kraftigere renteeffekt.** Vi anslår at økonomiene holder stand framover, med relativt lav arbeidsledighet, til tross for at rentenivåene er på sitt høyeste på 15 år. Disse vurderingene kan vise seg å være for optimistiske. Kanskje har vi undervurdert hvor sterkt forbruket vil hemmes av vedvarende høye renter og flere år med reallønnsnedgang, når gjeninnhenting etter pandemien er overstått. Vi kan ha lagt for mye vekt på innslaget av fastrentebinding, og/eller overvurdert gjennomsnittshusholdningens beholdning av sparing, eventuelt deres vilje til å bruke av den. Om renteeffekten blir sterkere på forbruket enn vi anslår, vil trolig også både aksje- og boligpriser falle mer tilbake. Det kan i seg selv bidra til å forsterke en nedtur for forbruket, ettersom sparebehovet øker når formue reduseres. Om nedturen i husholdningenes forbruk blir større enn vi anslår, vil det føre til en økonomisk nedtur og en tydelig oppgang i arbeidsledigheten. Det vil bidra til at rentene kuttes både tidligere og kanskje også mer enn vi anslår i denne rapporten.
- **Finansiell turbulens etter tiår med jakt på avkastning.** I mars 2023 ble det turbulens i finansmarkedene da det viste seg at enkelte mindre banker i USA hadde en forretningsmodell som gjorde at de ikke taklet den bråe oppgangen i rentene. Stormen har løyet, men det er selvsagt mulig at flere sårbarheter i det finansielle systemet som har oppstått i den lange perioden med svært lave renter og høy risikoappetitt, kommer til syne i tiden som kommer. Finansiell uro, med kraftige børsfall og oppgang i kredittpåslag, vil dempe den økonomiske aktiviteten, ikke minst gjennom redusert investeringsvilje, og føre til lavere renter enn vi anslår i denne rapporten.
- **Hard landing i Kina.** Vi ser for oss svak økonomisk vekst i Kina, ikke bare i år men også i overskuelig framtid. Det er en risiko for at fallet i boligbygging- og priser akselererer, og at myndighetene får problemer med å kontrollere ringvirkningene av dette, med tilhørende stress i det finansielle systemet og realøkonomien. Dersom den kinesiske økonomien lander hardt, med betydelig fall i BNP, vil det sette et klart negativt avtrykk i verdensøkonomien og i råvarepriser. Begge deler vil taler for lavere rente enn det vi anslår i denne rapporten.

- **Et lavere underliggende inflasjonstrykk enn anslått.** Vi kan ha overdrevet effektene på både inflasjon og aktivitet av deglobalisering og klima- og energiomstillingen. Kanskje uteblir investeringsløftet for de rike økonomiene. Omfanget av hjem- og omflytting av produksjon kan bli mindre enn vi ser for oss. De «grønne» investeringene kan dessuten i større grad enn vi anslår gå på bekostning av andre typer investeringer, slik at de samlede investeringene ikke blir særlig høye. De politiske klimatiltakene kan bli nedskalert eller utsatt, slik at verken aktivitet eller kostnader løftes slik vi i utgangspunktet ser for oss. Om det ikke stemmer at det underliggende kostnadspresset legger seg på et høyere nivå enn før, tilsier det at rentenivået blir lavere enn vi anslår tre år fram i tid.
- **Et høyere underliggende inflasjonstrykk enn anslått.** På den annen side kan vi også ha underdrevet løftet i den underliggende kostnadsveksten. Vi anslår at inflasjonen stabiliserer seg rundt 3 prosent, et nivå sentralbankene trolig kan leve med uten at de anser en hestekur med en ny runde med pengepolitisk innstramning og tilhørende økonomisk nedkjøling som strengt nødvendig. Om inflasjonen derimot stabiliserer seg på et høyere nivå, for eksempel rundt 4-5 prosent, vil risikovurderingene trolig se annerledes ut. Da er det sannsynlig at rentene heves videre utover i prognoseperioden.
- **Nye geopolitiske kriser:** De geopolitiske spenningene er høyere enn på lang tid. Vi ser det fortsatt som lite sannsynlig at forholdet mellom Russland og Vesten bedres i årene som kommer, selv i et scenario der krigen i Ukraina avsluttes. Vi tror forholdet mellom Kina og Vesten også vil forverres ytterligere, men det kan skje på en bråere og mer dramatisk måte enn vi legger til grunn. Om Kina for eksempel skulle gå inn med styrker i Taiwan, er det god grunn til å vente et sammenbrudd i samhandelen, med store sanksjoner fra begge sider. Det vil gi store forstyrrelser i verdenshandelen, og føre til lav vekst og høy inflasjon. Med erfaringene fra året som har gått tror vi sentralbankene i en slik situasjon vil legge vekt på å forankre inflasjonsforventningene, og derfor heve rentene mer enn vi nå anslår.
- **Høyere energi- og råvarepriser.** Vi anslår fortsatt høye matvare- og energipriser, men at prisveksten på disse varegruppene avtar, og ikke skyter fart på nytt. Her kan vi ta feil. At Russland avsto en videreføring av avtalen som sikret at ukrainsk korn kunne eksporteres, samt nyheter om ødelagte avlinger i forbindelse med tørke, kan gi et nytt, stort løft i matvareprisene. Vi kan heller ikke utelukke at gassprisene i Europa, som har falt mye fra de ekstreme nivåene i august 2022, kommer opp igjen. Om Kinas økonomiske rekyl blir kraftigere enn vi anslår, vil råvareprisene, inkludert energipriser, stige mer. Om prisveksten gjør et nytt hopp i en situasjon der temperaturen i vestlige økonomier fortsatt er relativt høy, kan det føre til høyere, eller mer langvarig høye renter, enn vi anslår i rapporten.

### BNP. Volum. Faktisk og anslag. % å/å



Kilde: Refinitiv Datastream, DNB Markets

## USA

### Bremser, men unngår resesjon

Amerikansk økonomi har greid seg overraskende bra i 2023, i lys av den bratte renteoppgangen. Vi venter lav vekst i begynnelsen av neste år, men ingen resesjon. Inflasjonen har avtatt betydelig, og ventes å falle videre uten at Federal Reserve (Fed) trenger å trå enda hardere på bremsepedalen. Men, lite slakk i arbeidsmarkedet betyr at det vil drøye til midt i 2024 før første rentekutt kommer.

#### Myk landing heller enn mild resesjon

Etter Feds uvanlig raske renteoppgang det siste halvannet året, og en påfølgende innstramming av bankenes lånevilkår, har mange resesjonsindikatorer pekt klart i retning av et tilbakeslag. Både Conference Boards ledende indikator og New York Feds resesjonsmodell, basert på rentekurven (se også kapitlet om lange renter) lyser rødt. Ifølge Bloomberg er resesjonssansynligheten nå på 60 prosent.

Dette til tross, våre vurderinger peker nå sterkere i retning av at det blir en myk landing for økonomien, uten fall i BNP. Det viktigste argumentet bak dette synet er svært hardføre husholdninger. De har fortsatt høye sparebeholdninger, en lav gjeldsbelastning og nesten utelukkende langsiktige fastrenteavtaler, de fleste inngått på svært lave rentenivåer. Bedriftene fortsetter på sin side å øke sine realinvesteringer, ikke bare i utstyr, men også i bygninger. Investeringene har trolig fått en kraftig stimulans av politikkbeslutningene i 2022, som innebærer subsidier av grønne prosjekter gjennom Inflation Reduction Act (IRA) og strenge restriksjoner på handel med elektroniske komponenter gjennom Chips Act. Derneft tilsier vedvarende stor knapphet på arbeidskraft at selskapene trolig vil være forsiktige med å si opp ansatte, selv om etterspørselen bremser noe opp. Dette kan dempe omslaget i arbeidsmarkedet.

Et tilleggsmoment er at deler av økonomien (industri og bolig) allerede har vært gjennom en nedgangsperiode, som ikke har dratt med seg resten av økonomien. Det kan både skyldes at næringene utgjør en relativt liten andel av BNP, men også at fallet endte opp med å være relativt moderat. Nå er det tegn til bedring både for industrien og boligmarkedet.

#### Makroøkonomiske nøkkeltall. USA. Prosent å/å

	2022	2023	2024	2025	2026
Privat forbruk	2.8	2.4	1.2	1.5	1.8
Offentlig forbruk	-0.6	3.1	1.6	1.5	1.5
Boliginvesteringer	-10.7	-12.5	-0.2	4.1	5.0
Næringsinvesteringer	4.3	3.2	0.8	2.5	4.3
Eksport	7.2	1.7	0.9	2.3	2.8
Import	8.2	-2.4	1.5	2.5	2.8
BNP	2.1	2.1	1.1	1.7	2.1
Arbeidsledighet (prosent)	3.7	3.7	4.2	4.5	4.5
KPI	8.0	3.9	2.6	2.8	2.8
Kjerne-PCE	5.0	3.6	1.6	2.7	2.8
Lønn	5.3	4.5	4.2	4.1	4.2

Kilde: Refinitiv Datastream, DNB Markets

Våre nye prognoser innebærer en BNP-vekst på drøyt 2 prosent i år og i overkant av 1 prosent neste år. Deretter legger vi grunn at veksten tar seg noe opp og gradvis normaliseres frem mot slutten av prognoseperioden.

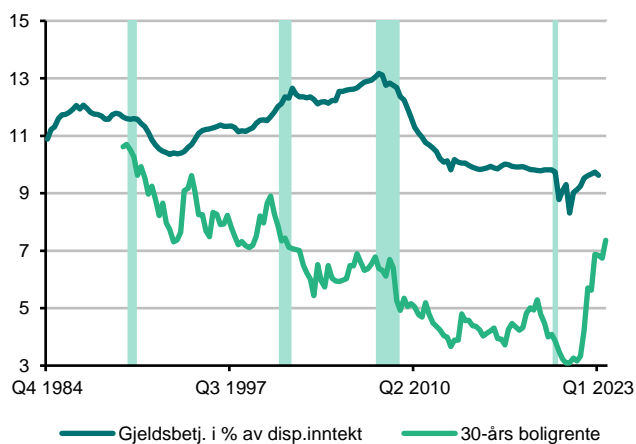
### Hardføre husholdninger hindrer resesjon

Så lenge husholdningenes etterspørsel unngår en knekk, er det vanskelig å se for seg en resesjon i USA. Det private forbruket utgjør tross alt rundt 70 prosent av hele økonomien. Et tilbakeslag utløses gjerne av en uventet hendelse, som gir økt frykt, høyere sparing og nedgang i konsumet. Siden husholdningene nå fremstår som svært hardføre, mener vi det er lav risiko for et slikt tilbakeslag.

For det første har husholdningene fortsatt en ekstraordinært stor beholdning av sparepenger. Det skyldes lavt forbruk under pandemien, ettersom tjenester var underlagt restriksjoner. Overskuddssparingen har blitt omtrent halvert siden begynnelsen av fjoråret, men det er store beløp igjen, selv om de resterende reservene kanskje er mindre likvide skjevt fordelt. I tillegg har husholdningene lav gjeldsbelastning. Gjelden utgjør en mye mindre andel av husholdningenes inntekter inntekt enn forut for finanskrisen. Andelen som har bundet renten på boliglånet er dessuten svært høy, på rundt 85 prosent. Det er dessuten veldig vanlig å binde renten over en lengre periode (som regel i hele 30 år), noe som gjør at mange ikke har merket noe særlig til renteoppgangen ennå. Gjennomslaget av høyere renter vil komme gradvis, når folk (av ulike grunner) må bytte bolig og dermed refinansiere lånet til en vesentlig høyere rente enn før.

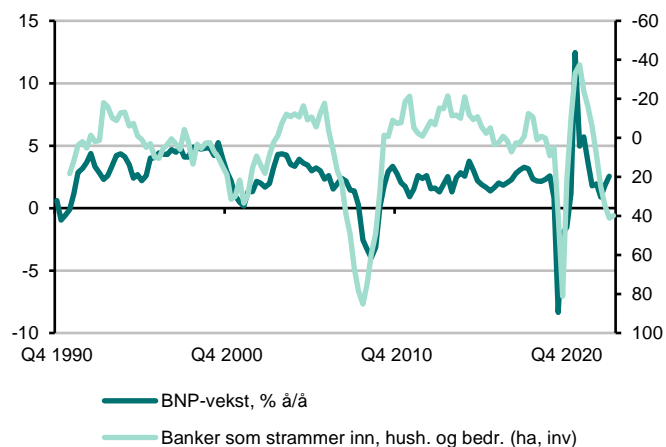
Husholdningene har holdt forbruket oppe gjennom å tære på sparebufferen etter pandemien.

### Gjeldsbetjeningskostnad og boliglånsrente (%)



Kilde: Refinitiv Datastream, DNB Markets

### Utlånsvilkår og BNP-vekst



Kilde: Refinitiv Datastream, DNB Markets

Sist, men ikke minst, ligger det nå an til at kjøpekraften vil bedre seg fremover. Siden inflasjonen har kommet mye ned (til 3,2 prosent i juli), er det allerede oppgang i reallønnen. Det vil i økende grad bidra til en økning også for realdisponibel inntekt, som er den viktigste driveren for det private konsumet.

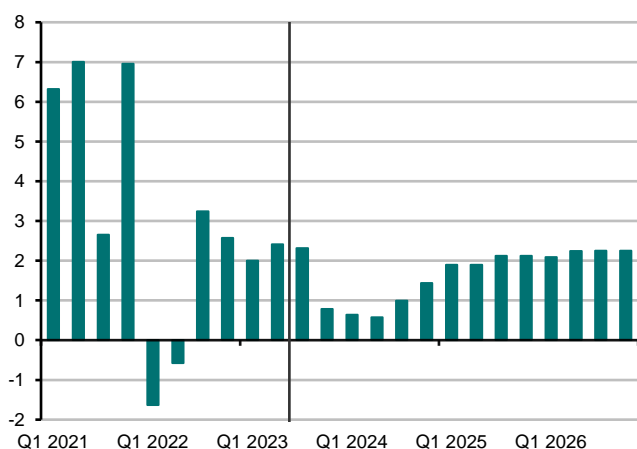
### Bankinnstramming kan svekke bedriftene

Bankuroen i mars skapte betydelig usikkerhet om veien videre for økonomien. Tross flere bankkonkurser og mye støy i markedet, roet situasjonen seg raskt ned. Det skyldtes nok at problemene stort sett var knyttet til mindre og mellomstore banker, med spesielle forretningsmodeller som ga en særlig sårbarhet et verdifall i obligasjonsporteføljene som følge av kraftig renteoppgang. I tillegg kom Fed raskt på banen med en ny lånefasilitet («Bank Term Funding Program») rettet mot bankene som fikk problemer. Den ble raskt tatt i bruk, og har etter hvert stabilisert seg på drøyt 100 mrd. USD. Den tradisjonelle krisefasiliteten («Discount Window») ble særlig benyttet av First Republic Bank, men er nå tilbake på normale nivåer.

Bankuroen har så langt gitt små negative effekter på aktiviteten.

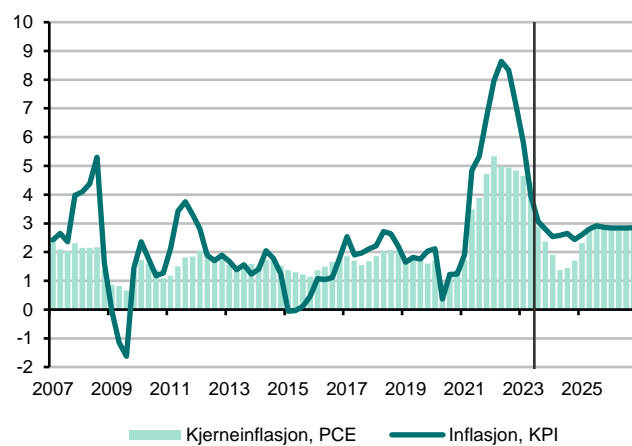
Bankene hadde begynt å stramme inn på sine utlånsvilkår lenge før uroen, og har fortsatt med dette i etterkant. Feds utlånsundersøkelse for tredje kvartal viser videre innstramming overfor bedrifter, men ikke overfor husholdninger. Innstrammingen kan ramme bedriftene som har behov for finansiering og/eller refinansiering. Tidligere har tilsvarende situasjoner falt sammen med nedturer for hele økonomien, men da har innstrammingen vært betydelig kraftigere enn det den er nå (se figur over). Det er heller ikke nødvendigvis noen klar årsakssammenheng mellom bankenes atferd og BNP-veksten. I dagens situasjon har selskapene god inntjening og dessuten gode finansieringsmuligheter i markedet. Misligholdet er dessuten lavt. Dersom innstrammingene ikke tiltar mye fremover, tror vi ikke denne kanalen vil sende økonomien inn i en ny nedgangsperiode.

### BNP. % k/k, annualisert



Kilde: Refinitiv Datastream, DNB Markets

### Inflasjon. % å/å



Kilde: Refinitiv Datastream, DNB Markets

### Myk landing gir for lite slakk i økonomien

Med en BNP-vekst på 1 prosent neste år, vil arbeidsledigheten sannsynligvis øke noe. Basert på en normal sammenheng mellom BNP og ledighet (ofte kalt Okuns lov), anslår vi oppgangen neste år til rundt 0,5 prosentpoeng. Dette er lite, og det er langt fra sikkert at det er nok til å dempe lønnsveksten tilstrekkelig til å få inflasjonen tilbake til målet. Vekstbildet i 2025 og 2026 tilsier en relativt stabil utvikling i arbeidsledigheten.

Historiske erfaringer tilsier at en så beskjeden oppgang i ledigheten ikke vil være nok til å få lønnsveksten ned til rundt 3,5 prosent. Gitt en produktivitetsvekst på 1,5 prosent, er dette nivået konsistent med inflasjonsmålet på 2 prosent. I vår prognosebane avtar lønnsveksten derfor kun fra rundt 4,5 prosent til 4,0 prosent. Nedgangen vi allerede har sett i lønnsveksten kan antakelig knyttes til et fall i antall ledige stillinger og at færre nå sier opp jobben sin frivillig.

### Inflasjonsgleden kan bli kortvarig

Inflasjonstakten, målt ved årsveksten i KPI, nådde en topp på 9,1 prosent i juni 2022. Deretter har den avtatt markert, til 3,0 prosent i juni i år. Både i juni og i juli steg kjerneinflasjonen med 0,2 prosent på månedsbasis, en veksttakt på linje med det langsiktige snittet fra 1980-2019.

Fremover venter vi en moderat oppgang i samlet inflasjon som følge av noe høyere energipriser denne høsten. Dette demper nedgangen mot målet, og vi tror uansett ikke Fed lykkes med å få inflasjonen helt ned mot 2 prosent. Snarere venter vi et at vedvarende press i arbeidsmarkedet vil bidra til å presse inflasjonen oppover mot 3 prosent i igjen på litt sikt. Grunnen er at den arbeidskrafttunge tjenesteinflasjonen vil bli liggende høyere enn ønsket.

Det er også andre årsaker til at inflasjonen kan bli gjenstridig fremover. Mindre global konkurranse, hjemflytting av industri og overgangen til mer fornybar energi vil antakelig bidra til høyere kostnader. Regningen vil til slutt ende opp hos forbrukerne.

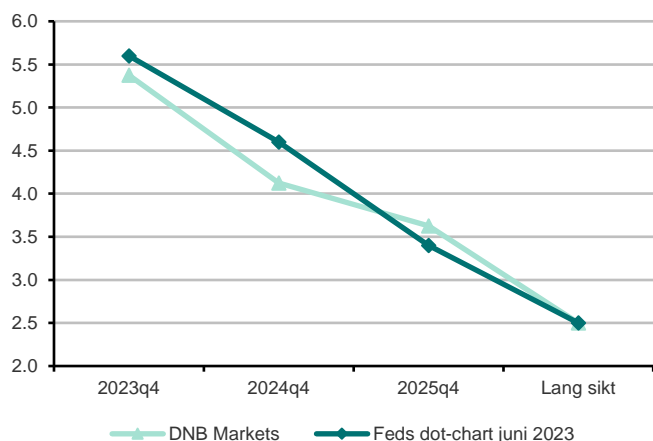
Vi venter at inflasjonen blir liggende opp mot 3 prosent på sikt, noe som bidrar til at renten vil bli holdt over det nøytrale nivået.

### Fed vil nøle lenge med rentekutt

Sentralbanken har hevet renten kraftig og vi tror rentetoppen ble nådd i juli. Styringsrenten kom da opp i 5,25-5,50 prosent og ligger dermed godt over det Fed anser som nøytralt nivå (2,5 prosent). Vi tror Fed drøyer til juni neste år før første rentekutt kommer. Dette bygger på at vi får en ny runde med høyere energipriser fremover, og at arbeidsmarkedet holder seg stramt.

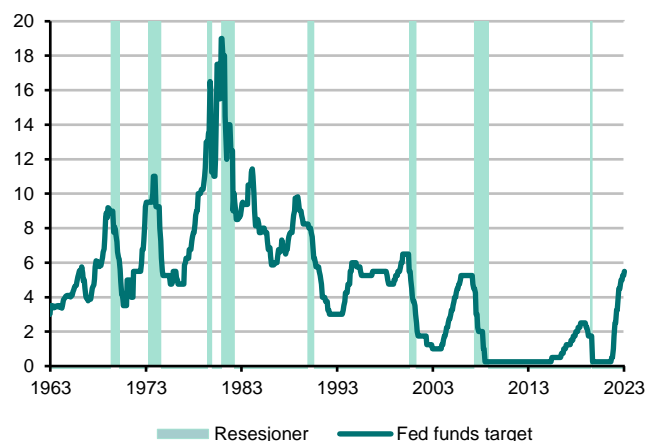
Selv om inflasjonen i våre prognoser blir liggende over inflasjonsmålet, tror vi likevel at Fed vil senke renten. Siden inflasjonen i våre prognoser blir relativt moderat (opp mot 3 prosent) vil det ikke være nødvendig med en like høy rente som vi har nå. Derfor legger vi til grunn en gradvis nedgang til rundt 3,75 prosent, et fortsatt restriktivt nivå.

### FOMC «dot-chart» og DNB Markets' prognoser



Kilde: Refinitiv Datastream, DNB Markets

### Fed Funds (%), og resesjoner



Kilde: Refinitiv Datastream, DNB Markets

### Flere risikofaktorer

En åpenbar nedsiderisiko er at økonomien sakter kraftig akterut og havner i resesjon, i tråd med indikatorvarslene. En mulig årsak til det kan være at renteoppgangen begynner å bite kraftig på det private forbruket. Det er ikke minst en risiko for bråstopp i kjøp av varige goder, som f.eks. biler, elektronikk og møbler. Denne etterspørselen fikk seg et kraftig løft under pandemien, og har i liten grad korrigert ned selv om forbruket av tjenester har hentet seg inn. Nivået på kjøp av varige goder ligger fortsatt 30 prosent over nivået fra i forkant av pandemien. Tjenestekonsumet ligger til sammenligning kun 5 prosent høyere. Etterspørselen etter varige goder kan falle tilbake raskt dersom husholdningenes bestemmer seg for å stramme mer inn.

Høyere lange renter enn vi anslår vil kunne forsterke slike negative effekter. Fitch har nylig nedgradert den amerikanske statsgjelden. Nedgraderingen viste svekkede utsikter for statsfinansene, noe som fort kan bli et tema for markedene fremover, og muligens bidra til ytterligere oppgang i rentene. De direkte utslagene av nedgraderingen var imidlertid små.

Nedgang i ledige stillinger kan dempe lønnsveksten mer enn vi har lagt til grunn. Våre prognoser viser en lønnsvekst på rundt 4 prosent fremover, basert på vår prognose om en myk landing i økonomien med en bare beskjeden oppgang i ledigheten. Antall ledige stillinger og antall oppsigelser har allerede begynt å avta. Dersom denne trenden blir sterkere enn vi venter i tiden som kommer, vil det kunne presse lønnsveksten (og dermed inflasjonen) mer ned. Inflasjonen vil også kunne avta mer enn vi anslår dersom veksten i husleiene faller mye tilbake.

# EUROSONEN

## Løft i kjøpekraften løfter forbruket

Veksten i eurosonen har falt det siste året, først og fremst drevet av fall i det private forbruket, som skyldes betydelig fall i husholdningenes kjøpekraft. Med videre fall i inflasjonen og fortsatt stramt arbeidsmarked, ligger det an til en bedring i husholdningenes realinntekter fremover. Dette vil løfte forbruket, og dermed veksten.

### Fallende vekst det siste året

I eurosonen, som i de fleste andre vestlige økonomier, har inflasjonen vært styrende for den økonomiske utviklingen det siste året. Den høye og stigende inflasjonen har gjort at husholdningenes kjøpekraft har falt betydelig, noe som har trukket ned det private forbruket. Privat forbruk falt i både fjerde kvartal i fjor og første kvartal i år, og den generelt svake utviklingen i forbruket er den viktigste forklaringen på at BNP-veksten i eurosonen har svekket seg det siste året.

Svak utvikling i industrisektoren har også bidratt til at veksten i eurosonen har falt det siste året. Industrien har blitt hardt rammet av energikrisen i kjølvannet av Russlands invasjon av Ukraina i fjor. Særlig har den kraftkrevende tyske industrien blitt hardt rammet, noe som har bidratt til å sende eurosonens største økonomi inn i en mild resesjon.

I de andre store eurolandene har derimot veksten holdt seg oppe bedre, også det siste året, støttet opp av sterk vekst innenfor tjenesteytende næringer. I både Frankrike, Italia og Spania, som til sammen utgjør omtrent 45 prosent av eurosonens BNP, er turisme viktig for veksten. Turismebølgen, spesielt fra USA, i 2022 og så langt i 2023, har dermed bidratt til å løfte aktiviteten innenfor tjenesteytende næringer, og til å løfte veksten i disse landene. Den generelt sterke veksten i tjenesteytende næringer har også hatt en positiv effekt på arbeidsmarkedet, som har strammet seg til.

### Stramt arbeidsmarked løfter lønnsveksten

Mens arbeidsledigheten i Tyskland har steget det siste året, har den fortsatt å falle i Frankrike, Italia og Spania. Sysselsettingsveksten i eurosonen samlet sett har kommet ned, men holder seg sterk, og er på nivåer godt over det historiske gjennomsnittet. Andelen bedrifter som melder om mangel på arbeidskraft har falt innenfor industrien, men har steget igjen innenfor tjenesteytende næringer, og andelen holder seg nær toppnivået fra i fjor. Tjenesteytende næringer sysselsetter langt flere enn industrisektoren, og utviklingen er dermed med på å forklare hvorfor arbeidsmarkedet holder seg svært stramt,

### Makroøkonomiske nøkkeltall. Eurosonen. Prosent å/å

	2022	2023	2024	2025	2026
Privat forbruk	4.3	0.1	1.2	1.2	1.4
Offentlig forbruk	1.1	-0.8	0.8	0.8	0.8
Brutto investeringer	3.8	1.6	3.1	4.1	4.1
Eksport	7.2	1.2	0.8	1.5	1.6
Import	8.0	-0.4	0.8	1.6	1.9
<b>BNP</b>	<b>3.5</b>	<b>0.8</b>	<b>1.5</b>	<b>1.7</b>	<b>1.7</b>
Arbeidsledighet (prosent)	6.7	6.4	6.3	6.4	6.5
KPI	8.4	5.9	3.2	2.9	2.9
Kjerne-KPI	3.9	5.2	3.4	3.2	2.9
Lønn	4.5	5.2	4.7	4.4	4.2

Kilde: Refinitiv Datastream, DNB Markets

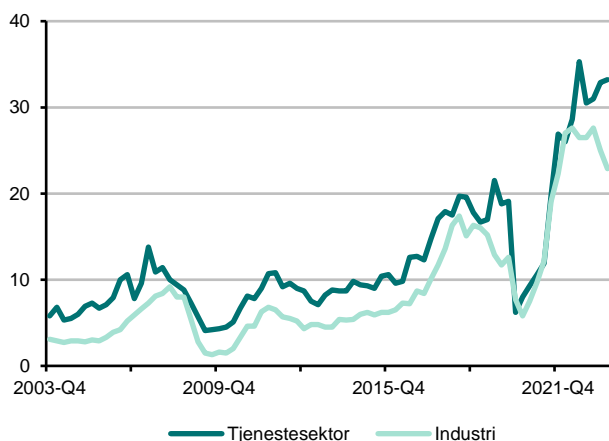
Veksten i eurosonen har svekket seg det siste året, først og fremst som følge av fall i kjøpekraften og svakere privat konsum...

...men og som følge av svak utvikling i industrien, som har sendt eurosonens største økonomi, Tyskland, inn i en resesjon

Veksten i tjenesteytende næringer og i de sør-europeiske landene har derimot vært bedre, og bidratt til å holde presset i arbeidsmarkedet oppe

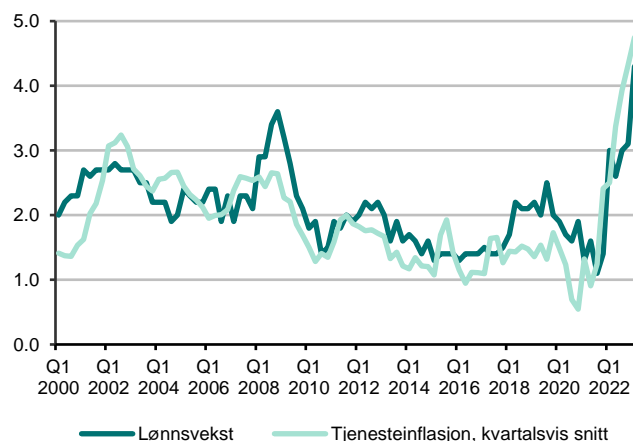
selv om den økonomiske veksten har falt det siste året. Det stramme arbeidsmarkedet, og at bedrifter i tjenesteytende næringer fortsatt opplever vanskeligheter med å få tak i arbeidskraft, kan forklare hvorfor lønnsveksten i eurosonen har fortsatt å stige, og nådd nye, rekordhøye nivåer i år.

### Mangel på arbeidskraft. Andel bedrifter i prosent



Kilde: Europakommisjonen (ESI), DNB Markets

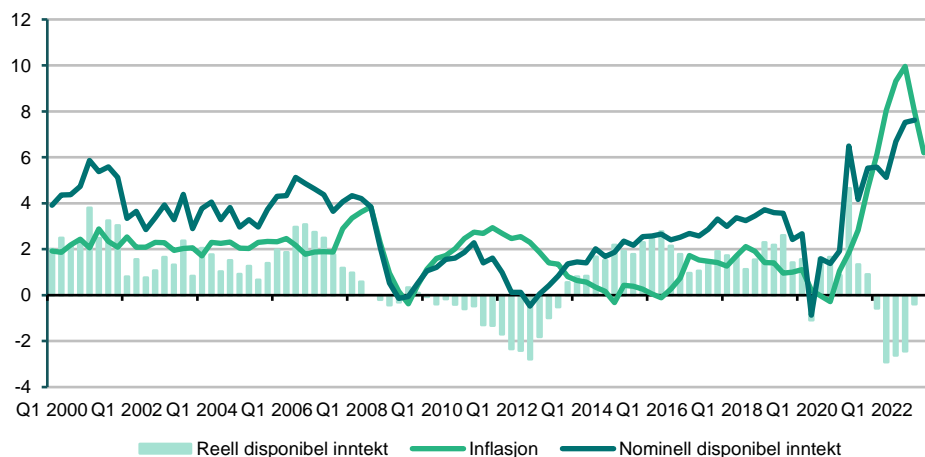
### Lønnsvekst og tjenesteinflasjon. Prosent å/å



Kilde: Refinitiv Datastream, DNB Markets

Selv om lønnsveksten har steget til rekordhøye nivåer har inflasjonen så langt vært høyere, noe som har gjort at husholdningenes kjøpekraft (eller reelle, disponible inntekter) har fortsatt å falle kraftig gjennom 2022 og starten av 2023. Dette er derimot på vei til å endre seg, fordi inflasjonen ligger an til å falle mer enn inntektsveksten fremover. All den tid fallet i husholdningenes kjøpekraft, og fallet i privat forbruk som det har medført, har vært hovedårsaken til at veksten i eurosonen har falt det siste året, er det grunn til å tro at når kjøpekraften nå ligger an til å stige igjen, vil det gi et løft i konsumveksten, som i sin tur vil løfte samlet økonomisk vekst. Vår forventning om at husholdningenes kjøpekraft vil gå fra å falle kraftig til å stige moderat er altså hovedgrunnen til at vi venter en bedring i veksten i eurosonen i tiden fremover, og at eurosonen unngår en resesjon.

### Husholdningenes inntekter og inflasjon. Prosent å/å



Kilde: Refinitiv Datastream, DNB Markets

Raskere fall i inflasjonen enn i lønnsveksten gjør at reallønnsveksten vil løfte forbruksveksten, og dermed den samlede økonomiske aktiviteten

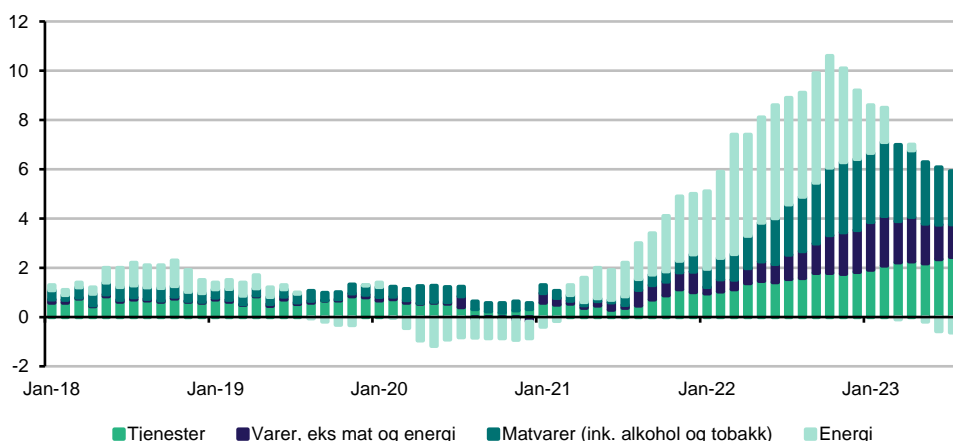
### Totalinflasjonen vil trolig falle betydelig den nærmeste tiden

Det er flere faktorer som gjør at vi tror husholdningenes kjøpekraft vil bedre seg i tiden fremover, men den viktigste er forventningen vår om at totalinflasjonen skal fortsette å falle. Fra en topp på 10,6 prosent år/år i oktober i fjor, har totalinflasjonen allerede falt mye, til 5,3 prosent i juli. Energi har gått fra å trekke totalinflasjonen kraftig opp gjennom 2021 og 2022, til å faktisk trekke



totalinflasjonen ned de siste månedene. Dette er en trend vi tror vil fortsette. Selv om gassprisene i Europa tidvis fortsetter å svinge mye, ligger de godt under nivåene fra siste halvår i fjor. Med mindre vi får en ny, kraftig oppgang i gassprisene vil altså lavere energipriser enn for et år tilbake trolig fortsette å gi et negativt bidrag til totalinflasjonen i eurosonen, i alle fall det neste halvåret.

### Total inflasjon. Prosentpoeng bidrag til årsvekst fra ulike undergrupper



Kilde: Refinitiv Datastream, DNB Markets

Mens energiprisene faller på årlig basis, bidrar også vareinflasjonen til å trekke både totalinflasjonen og kjerneinflasjonen ned, fordi prisoppgangen er svakere enn tidligere. Prisene på varer har blitt drevet opp de siste par årene, først som følge av pandemien, og siden som følge av krigen i Ukraina. Sistnevnte har først og fremst trukket opp matvareprisene, som utgjør omtrent 20% av KPI i eurosonen. Matvareinflasjonen i eurosonen steg fra omtrent 1,5 prosent i starten av 2021 til 15,5 prosent i mars i år. Siden mars har derimot matvareinflasjonen falt igjen, og vi legger til grunn at denne trenden vil fortsette. Prisoppgangen på andre varer har også avtatt den siste tiden, og vi legger til grunn at den skal fortsette å gjøre det. Det skyldes at de faktorene som trakk vareprisene opp til å begynne med: høyere råvarepriser, tilbudsideforstyrrelser og kraftig oppgang i vareetterspørselen under og etter pandemien, i det store og det hele nå er tilbaketogte kapitler.

Alt i alt tror vi dermed totalinflasjonen vil falle, fra 5,3 prosent år/år i juli til et snitt på 4,1 prosent i fjerde kvartal i år, og videre ned mot 3 prosent i 2024 og utover. Kjerneinflasjonen vil også falle, men på grunn av presset i arbeidsmarkedet og kun moderat nedgang i tjenesteinflasjonen, tror vi kjerneinflasjonen vil falle noe mer moderat den nærmeste tiden, fra 5,5 prosent år/år i juli til et snitt på 4,5 prosent i fjerde kvartal i år, og videre ned til rundt 3 prosent i 2024 og utover.

### Stramt arbeidsmarked vil støtte lønnsveksten

Den andre, sentrale faktoren som gjør at vi tror husholdningenes kjøpekraft vil bedre seg i tiden fremover, i tillegg til at totalinflasjonen skal komme videre ned, er at vi tror fallet i den nominelle inntekstveksten vil bli moderat. Det skyldes flere faktorer. For det første er arbeidsmarkedet som nevnt svært stramt, til tross for fallet i den økonomiske aktiviteten det siste året. Selv om andelen bedrifter som melder om mangel på arbeidskraft mest sannsynlig vil falle fremover, ser det ut til at knappheten på arbeidskraft er såpass betydelig innenfor tjenesteytende næringer at det mest sannsynlig vil bidra til å holde lønnsveksten oppe i en god stund til. Når lønnsveksten først har kommet opp på høye nivåer, som den nå har, i tillegg til at inflasjonen fortsatt er høyere enn det folk har vært vant med de siste tiårene, skal det også mer til før lønnsveksten kommer betydelig ned igjen.

Energiprisene bidrar nå negativt til total inflasjon. Matprisene og generelle varepriser stiger fortsatt, men mindre enn før

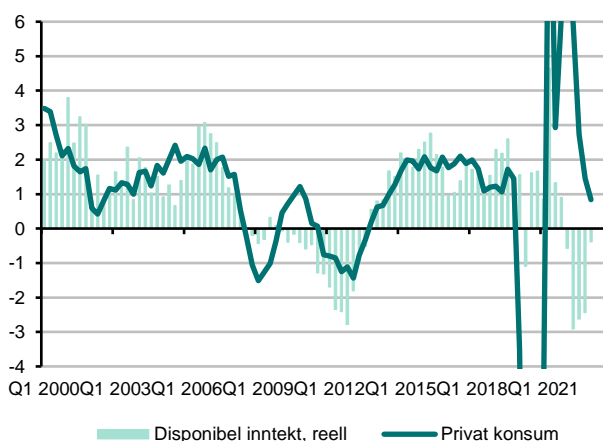
Med fortsatt stramt arbeidsmarked og uvanlig høy inflasjon vil trolig lønnsveksten holde seg høy lenge

En annen grunn til at vi tror på en moderat nedgang i lønnsveksten i eurosonen de neste par årene er at vi forventer at arbeidsledigheten vil flate ut heller enn å stige. Det skyldes at fallet i arbeidsledigheten i eurosonen ikke bare er drevet av sykliske forhold. I Frankrike, Italia og Spania har det vært en tydelig nedadgående trend i arbeidsledigheten helt siden 2015, noe som er delvis drevet av strukturelle faktorer, som arbeidsmarkedsreformer. Et eksempel er President Macrons omfattende reformer i Frankrike, som har ført til misnøye og demonstrasjoner. Disse reformene har imidlertid hatt en positiv effekt, i form av et tydelig fall i ledigheten i løpet av hans presidentperiode.

I Tyskland har arbeidsledigheten derimot steget det siste året, men likevel har den samlede arbeidsledigheten i eurosonen falt til rekordlave nivåer. Det understreker at disse type strukturelle faktorer er viktige bidragsyttere til fallet i ledigheten, som vi dermed tror er av en varig karakter. Alt i alt forventer vi, basert på dette, at inntektsveksten bare skal falle moderat i eurosonen fremover, og mindre enn inflasjonen. Det vil gi et løft til husholdningenes kjøpekraft, som vil gi et løft til privat konsum, og dermed et løft til den samlede økonomiske aktiviteten.

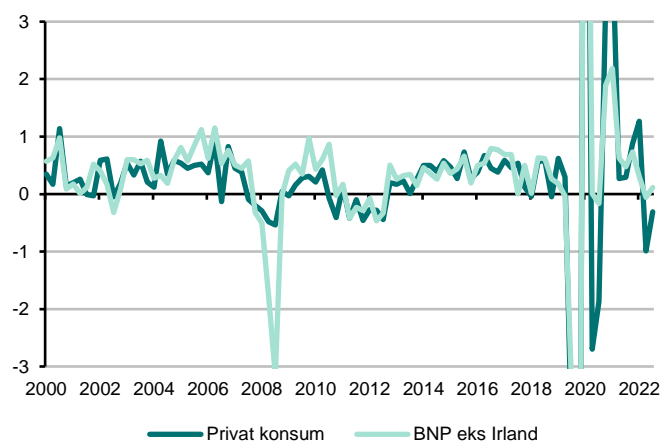
Strukturelle faktorer bidrar til fall i arbeidsledigheten i Frankrike, Italia og Spania. Dette trekker ledigheten i eurosonen ned, selv om den stiger i Tyskland

### Disponibel realinntekt og privat konsum. Prosent å/å



Kilde: Refinitiv Datastream, DNB Markets

### Privat konsum og BNP. Prosent å/å



Kilde: Refinitiv Datastream, DNB Markets

### Energiomstilling gir investeringsbehov

En annen faktor som vi tror vil være med på å trekke opp veksten i eurosonen i årene fremover er økte private investeringer. EU har ambisiøse mål om energiomstilling, der myndighetene bruker pisk fremfor gulrot, i form av økte skatter og avgifter dersom bedrifter ikke oppfyller mål om energieffektivisering. Effekten av dette på investeringer er vanskelig å kvantifisere, men med planene som nå foreligger, legger vi til grunn at dette vil gi et løft i investeringene, først og fremst i privat sektor. Alt i alt tror vi veksten i private investeringer vil stige fra rundt 1,6 prosent å/å i år til rundt 3 prosent neste år og rundt 4 prosent i 2025 og 2026. Når vi legger opp til en betydelig vekst i privat konsum, fra nær nullvekst i år til 1,2 prosent både neste år og i 2025, tror vil det vil løfte veksten i BNP, fra rundt 0,8 prosent i år til 1,5 prosent neste år og 1,7 prosent i 2025 og 2026.

### Renteoppgangen kan smerte mer enn vi legger til grunn

Den store risikofaktoren til vårt relativt optimistisk syn på realøkonomien, er rentene. Mer spesifikt har vi til gode å se de fulle effektene av den kraftige renteoppgangen i eurosonen det siste året. Den europeiske sentralbanken (ECB) har, i likhet med andre vestlige sentralbanker, hevet rentene kraftig for å prøve å bekjempe den høye inflasjonen. ECB var sent ute med å begynne å heve, men når de først kom i gang tok de kraftig i. ECBs innskuddsrente har steget fra -0,50 prosent i fjor sommer til 3,75 prosent nå, altså mer enn 4 prosentpoeng i løpet av ett år. Det er ikke utenkelig at de innstrammende effektene av dette ikke har vist sin fulle styrke helt ennå og kan komme til å tynge bildet fremover mer enn vi har lagt til grunn.

At renteoppgangen det siste året skal ha en mer innstrammende effekt på husholdningenes disponible inntekter er den største risikofaktoren for vårt relativt optimistiske syn...

ECBs siste utlånsundersøkelser har vist at bedriftenes etterspørsel etter lån fra bankene har falt kraftig det siste året, og at hovedårsaken til det er de økte rentene. Pengemengden og netto lån ut i økonomien har falt betydelig, noe som ofte samsvarer med svakere økonomisk aktivitet. For eurosonens del er det derimot ikke en veldig tett sammenheng mellom kredittvekst og generell økonomisk vekst, slik vi ser i andre økonomier, som for eksempel Kina. Dermed tror vi sysselsettingsveksten vil holde seg oppe, til tross for at utlånsundersøkelsene viser at bedrifter låner mindre nå som rentene har kommet opp.

Det som gjør at vi ser på renteoppgangen som en risikofaktor er heller effekten av høyere renter på husholdningenes kjøpekraft. Dersom husholdningene får en kraftig økning i gjeldsbetjeningskostandene sine, som følge av høyere boliglånsrenter, kan forbruket utvikle seg svakt, til tross for økningen i realinntektene. Avgjørende i denne sammenheng er hvor rentesensitive husholdningene i eurosonen er. Dersom det var vanlig med flytende renter, eller rentebinding i kort tid i av gangen, hadde det vært naturlig å forvente en svakere forbruksvekst fremover, som følge av økte gjeldsbetjeningskostander. Det er derimot ikke vanlig med flytende rente eller korte rentebindinger i eurosonens største økonomier, snarere tvert imot.

I både Tyskland og Frankrike, de to største økonomiene, er det svært uvanlig med flytende rente på boliglånene. Det store flertallet i Frankrike har rentebinding på ti år eller mer, og dette er også det vanligste i Tyskland, men der er det også en stor andel som har noe kortere rentebinding, på mellom fem og ti år. I Spania og Italia er det noe mer vanlig med flytende rente, men også her er rentebinding i ti år eller mer det vanligste. I de fire store eurolandene, som utgjør 75 prosent av totalen, er det altså uvanlig med flytende rente, og mest vanlig med lang rentebinding. Selv om mange husholdninger i eurosonen etter hvert kommer til å merke effekten av høyere boliglånsrenter, tror vi dermed at den negative effekten vil være liten i forhold til den positive effekten av oppgangen i husholdningenes realinntekter som vi ser for oss.

### ECB fortsatt i innstrammingsmodus

Med dette bakteppet; bedring i veksten, et relativt stramt arbeidsmarkedet og moderat nedgang i kjerneinflasjonen, tror vi ECB vil være i innstrammende modus i en lang stund fremover. Mer spesifikt tror vi ECB vil heve renta én gang til i løpet av høsten, mest sannsynlig på rentemøtet i september, slik at innskuddsrenta kommer opp på 4 prosent. At vi tror på en ekstra renteheving skyldes at ECB-president Lagarde har antydnet at de ønsker å se tegn til mindre press i arbeidsmarkedet før de kan føle seg trygge på at kjerneinflasjonen faktisk er på vei nedover. Slike tegn har det vært lite av så langt, og derfor heller vi mot at toppen på innskuddsrenta til ECB blir på 4 prosent. Vi erkjenner likevel at det er stor sannsynlighet for at rentetoppen allerede er nådd i eurosonen. Uavhengig av om rentetoppen allerede er nådd eller ikke tror vi rentene vil holdes på toppnivået i litt over et år fremover. Når kjerneinflasjonen etter hvert kommer mer tydelig ned i løpet av neste år, og presset i arbeidsmarkedet mest sannsynlig har avtatt noe, tror vi ECB kan være komfortable med å kutte rentene neste høst. Vi tror de vil kutte rentene med 25 basispunkter på annen hvert rentemøte fra og med september neste år, til innskuddsrenta er nede på 3,25 prosent i mars 2025, hvor vi tror den vil bli liggende ut vår prognoseperiode.

ECBs balansereduksjon er allerede godt i gang, først og fremst som følge av at banker har tilbakebetalt lån under den langsiktige utlånsfasiliteten TLTRO (Targetet Longer-Term Refinancing Operation). Reduksjonen av ECBs store obligasjonsbeholdning går mer gradvis for seg, og sentralbanken virker innstilt på å fortsette å redusere denne på en så gradvis måte at det ikke skaper store forstyrrelser i markedene for statsgjeld. Vi legger til grunn at ECB skal fortsette å gå forsiktig frem, og at dette dermed ikke er noe som vil ha en stor betydning for markedsrentene i tiden fremover.

...men husholdningene i eurosonenes største økonomier er ikke spesielt rentesensitive

ECB er fortsatt i innstrammingsmodus. Vi tror rentetoppen blir på 4 prosent, før moderate rentekutt starter om et drøyt år

ECBs vil trolig fortsette å gå forsiktig frem når de reduserer balansen sin

# STORBRITANNIA

## Gjenstridig inflasjon og lønnsvekst

Den britiske økonomien har stagnert, men vi tror ikke den er på vei inn i en resesjon. Svak vekst løfter arbeidsledigheten og demper lønnsvekst og inflasjon på sikt. Bank of England når en rentetopp på 5,75 prosent i november, men siden nedgangen i inflasjon tar tid drøyer sentralbanken til mai 2024 med kutt.

### Økonomien unngår så vidt resesjon

Utviklingen gjennom første halvår har vært svak, men BNP har ikke avtatt og økonomien har dermed unngått resesjon så langt. Våre negative anslag fra januar er dermed gjort til skamme. Vi så da for oss et fall både i det private forbruket og i realinvesteringene. Ingen av delene har så langt materialisert seg, og i april gikk vi bort fra resesjonsprognosen. Vi ser nå for oss en svak utvikling gjennom andre halvår, og en svært forsiktig oppgang i aktiviteten i perioden 2024-26.

Myndighetenes tiltak bidro til å dempe konsekvensene av de høye energiprisene. Ordningen med energiprisgaranti (EPG) ble innført fjor og har gitt betydelig støtte til husholdningene frem til nå. Fremover vil effekten bli lavere (eller null) siden energiprisene har falt en del. I tillegg har husholdningene så langt klart seg bedre enn vi hadde forestilt oss, til tross for fall i kjøpekraften. Det skyldes at de har hatt oppsparte midler å tære på etter pandemien.

Nedgangen i energiprisene har trolig bidratt til bedre utvikling i økonomien enn ventet så langt i år. Gassprisen fortsatte å falle gjennom de første månedene av året. Fallet betød at prisene kom ned til et nivå vi ikke har sett siden 2021. Siden britene er blant de største forbrukerne av gass i Europa, er gassprisen spesielt viktig.

Renteoppgangen har blitt kraftigere enn anslått i januar. Det skulle isolert sett bety en svakere utvikling i økonomien. De to siste hevingene (på hhv. 50bp og 25bp) kom imidlertid i sommer og har ikke fått særlig gjennomslag i økonomien ennå. Det tar uansett tid før renteeffektene slår ut, ikke minst fordi både husholdninger og næringsliv i stor grad benytter seg av fastrente. Vi legger derfor til grunn at renteeffekter i økende grad vil dempe aktiviteten fremover.

Vi anslår at BNP vil øke med 0,5 prosent i år og med drøyt 1 prosent neste år, og ta seg enda noe mer opp i 2025/26. Til sammenligning ligger trendveksten antakelig på rundt 1,5 prosent, etter at den trolig har falt noe etter at Storbritannia gikk ut av EU.

### Makroøkonomiske nøkkeltall. Storbritannia. Prosent å/å

	2022	2023	2024	2025	2026
Privat forbruk	5.1	0.3	1.0	1.5	1.7
Offentlig forbruk	1.6	-0.5	1.7	1.2	1.2
Brutto investeringer	5.0	2.4	1.3	2.0	2.3
Eksport	11.2	-2.2	1.5	2.1	2.3
Import	12.0	-5.3	1.8	2.2	2.0
BNP	4.1	0.5	1.1	1.5	1.8
Arbeidsledighet (prosent)	3.8	4.1	4.6	4.5	4.3
KPI	9.1	7.8	3.6	2.7	2.9
Lønn	6.0	6.3	4.4	4.0	4.2

Kilde: Refinitiv Datastream, DNB Markets

### Husholdningene sto imot inntektsfallet

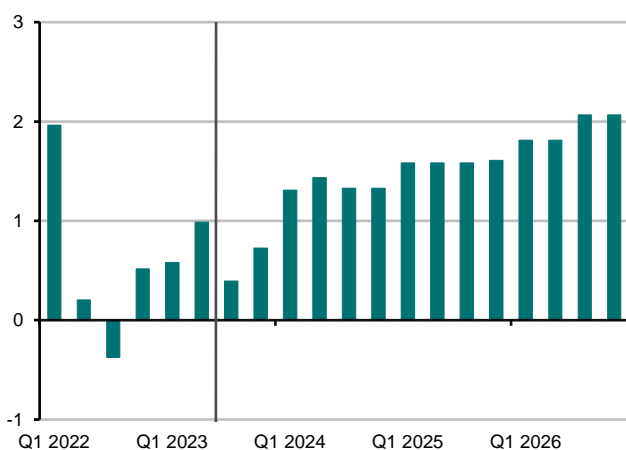
Også dette året vil bli preget av nedgang i husholdningenes realinntekter, slik vi antok i januar. Slik det ser ut nå, kan nedgangen bli rundt 2 prosent for hele året under ett. Når forbruket likevel ikke har falt, skyldes det at sparingen var høy etter pandemien. Dermed kunne sparingen reduseres, å virke som en buffer for forbruket. Husholdningene kunne dermed opprettholde forbruket sitt selv om inntektene falt. De trakk imidlertid ikke så mye på sparingen at raten falt under det som var normalt før pandemien. Det er derfor betydelig overskuddssparing igjen, som kan støtte forbruket fremover.

Fremover ser det ut til at inflasjonen vil avta raskere enn lønnsveksten. Det betyr at perioden med reallønnsfall antakelig snart er bak oss. Husholdningene vil dermed igjen få oppleve bedring i kjøpekraften, noe vi tror vi bidra til en gradvis oppgang i det private forbruket.

Fastrenten er en annen buffer husholdningene har benyttet seg av. Kun rundt 20 prosent av boliglån har flytende rente. Dermed har de fleste lån så langt ikke blitt påvirket av renteoppgangen. Bindingstiden er imidlertid relativt kort (normalt 2-5 år), hvilket betyr at mange må refinansiere sine lån til betydelig høyere renter i de kommende kvartalene. Mens høyere reallønnsvekst antakelig vil trekke forbruket opp fremover, vil effektene av renteoppgangen trolig trekke konsumet ned.

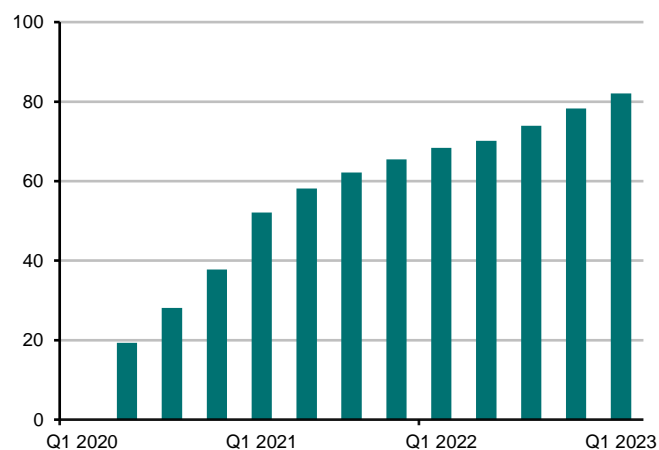
Forbruket ble holdt oppe av sparebufferen, tross fall i kjøpekraften. Vi anslår at det er betydelig overskuddssparing igjen.

### BNP. % k/k annualisert



Kilde: Refinitiv Datastream, DNB Markets

### Husholdningenes overskuddssparing i mrd. GBP



Kilde: Refinitiv Datastream, DNB Markets

### Fortsatt stramt arbeidsmarked

Med en BNP-vekst langt under trend i et års tid, har arbeidsledigheten begynt å stige. Ledigheten nådde en bunn på 3,5 prosent i juli i fjor, og er nå kommet opp i 4,2 prosent. I etterkant av pandemien har det også vært svært mange ledige stillinger, som følge av stor etterspørsel etter arbeidskraft. Dette har bidratt til en skyhøy lønnsvekst. I løpet av det siste året har imidlertid antall ledige stillinger avtatt en del. I mai i fjor var det 1,3 millioner stillinger, mens det i mai i år er drøyt 1,0 millioner. Nedgangen indikerer, sammen med økende ledighet, et noe mindre stramt arbeidsmarked.

Fremover ser vi for oss en ytterligere oppgang i arbeidsledigheten. Med vekst under trend også neste år, indikerer våre anslag at ledighetsraten kan komme opp til 4,5 prosent. Dette er ventet å falle sammen med en videre nedgang i antall ledige stillinger. Likevel tror vi ikke dette er nok til å få lønnsveksten ned tilstrekkelig til at inflasjonen kommer ned mot inflasjonsmålet. Mindre arbeidsinnvandring etter Brexit og fortsatt høyt sykefravær etter pandemien bidrar også til at arbeidsmarkedet holder seg stramt fremover.

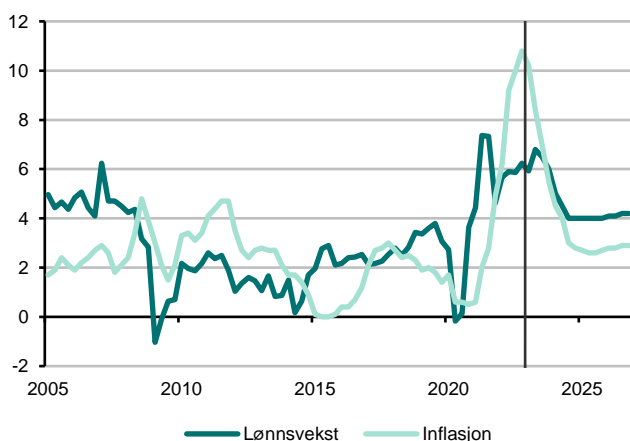
### Gjenstridig inflasjon og lønnsvekst

Selv om arbeidsmarkedet har svekket seg noe det siste året, har lønnsveksten fortsatt å tilta. For hele økonomien var lønnsveksten (inklusive bonus) så høy som 8,2 prosent i juni, målt som tre-måneders snitt. Gitt en relativt lav produktivitetsvekst, er lønnsveksten dermed langt høyere enn det som er konsistent med inflasjonsmålet på 2 prosent. Dette er trolig grunnen til at Bank of England (BoE) i det siste har indikert at renteoppgangen vil fortsette så lenge presset i arbeidsmarkedet ikke begynner å avta. Vi legger til grunn at gradvis mer slakk i arbeidsmarkedet vil dempe lønnsveksten, spesielt inn i 2024.

Høy lønnsvekst gjør at renten må holdes over det nøytrale rentenivået høy lenge

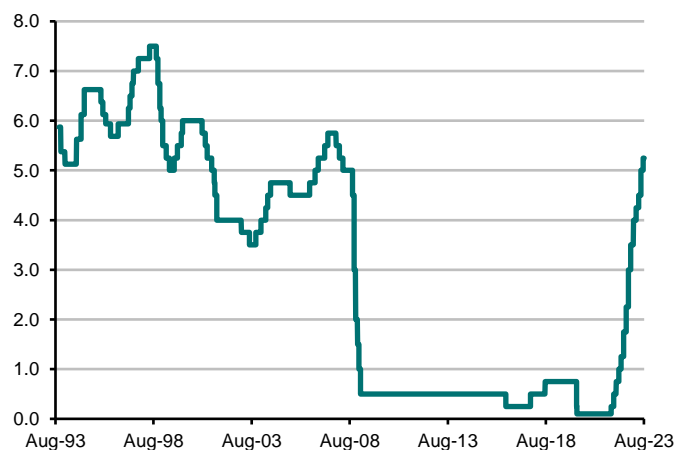
Inflasjonen har også overrasket på oppsiden og reallønningene har avtatt siden begynnelsen av fjoråret. Kjerneinflasjonen har vært spesielt gjenstridig, og ser ut til å løftes av tjenesteinflasjonen. Dette har antakelig sammenheng med den høye lønnsveksten. Fremover venter vi en gradvis nedgang for inflasjonen, blant annet fordi lønnsveksten ventes å avta. Vi tror likevel ikke at BoE lykkes i å få inflasjonen helt ned til målet. Snarere tyder våre anslag på at inflasjonen vil begynne å øke opp mot 3 prosent mot slutten av prognoseperioden, i tråd med det vi venter for de store vestlige økonomiene.

### Lønnsvekst og inflasjon. % å/å



Kilde: Refinitiv Datastream, DNB Markets

### Styringsrente (Bank Rate). %



Kilde: Refinitiv Datastream, DNB Markets

### Rentetoppen nærmer seg, lenge til kutt

BoE begynte med forsiktige rentehevinger i desember i 2021, og har nå hevet på fjorten påfølgende rentemøter. Selv om sentralbanken allerede i februar i år antydte at rentetoppen kunne være nådd, ble renten satt opp både i mars, mai, juni og august. Tre av disse hevingene var på 25 basispunkter, men i juni overrasket sentralbanken markedet med å heve med 50 basispunkter. Begrunnelsen var store uventede utslag på oppsiden både for inflasjonen og for lønnsveksten. Den britiske styringsrenten, Bank Rate, har nå kommet opp i 5,25 prosent, og er dermed langt oppe i det innstrammende området. Normalrenten anses å ligge rundt 2,5 prosent.

I våre prognoser legger vi til grunn at det kommer to hevinger til, i september og i november i år. I så fall blir rentetoppen 5,75 prosent. Etter det venter vi at styringsrenten blir holdt uendret til inflasjon og lønnsvekst begynner å komme godt nedover. Første kutt kommer etter vårt syn i mai neste år, og deretter kan det bli en gradvis rentenedgang til 3,5 prosent. Siden inflasjonen ventes å bli liggende over inflasjonsmålet, tror vi BoE må holde renten høyere enn den normale renten i en lengre periode fremover.

## SVERIGE

### Lavere aktivitet og økt ledighet

Aktiviteten i svensk økonomi er på vei ned og vi forventer at arbeidsmarkedet blir mindre stramt fremover. Svak reallønnsutvikling bidrar til å dempe inflasjonen, selv om kronen er svak. Vi tror Riksbanken hever renten til 4,0 prosent i september, men vil at den vente helt til neste høst før den gradvis senker renten ned til 3,25 prosent.

#### Svak aktivitetsutvikling så langt i år, men nivået er fremdeles høyt

BNP-tallene rapportert så langt i år tyder på at svensk økonomi opplever en betydelig nedgang i den økonomiske aktiviteten. Den månedlige BNP-indikatoren tyder på at aktiviteten har falt 3 prosent fra januar til juni i 2023. Indikatoren baseres riktig nok på ukomplett informasjon og svinger mye fra måned til måned. Likevel har tendensen vært fallende helt siden september i fjor, og det virker dermed hevet over enhver tvil at den økonomiske aktiviteten er på retrett.

Selv om tendensen er avtagende, er det verdt å merke seg at svensk økonomi var blant de som falt minst under pandemien, og dessuten hentet seg raskest inn i etterkant. Om vi sammenligner utviklingen i BNP mellom land fra 2019 og frem til i dag, har aktivitetsnivået i svensk økonomi totalt sett utviklet seg sterkere enn i Norge, eurosonen og USA, til tross for fallende aktivitet det siste halvåret. At oppgangstiden faser over i en mer moderat utvikling kan ses på som naturlig, og det er ikke åpenbart at tolkningen bør være at svensk økonomi er inne i en resesjon trigget av høy inflasjon og renteoppgang, selv om disse faktorene mest sannsynlig bidrar til at utviklingen er nedadgående i øyeblikket.

Uten et fullstendig nasjonalregnskap vet vi ikke hva som har bidratt til markert svakere tendens i andre kvartal, men utenriksregnskapet gir klare indikasjoner på at det har vært et betydelig fall i nettoeksporten samtidig som privat forbruk fortsetter den svake tendensen. Tallene for første kvartal viste riktignok en oppgang i veksten, men dette var primært drevet av en økning i lagerkomponenten. Uten bidraget fra lager var det nullvekst med fall i privat forbruk motvirket av økte investeringer, offentlig forbruk og nettoeksport. Basert på revisjoner av månedstallene anser vi det som sannsynlig at tallene for første kvartal kan bli revidert ned når fullstendig nasjonalregnskap for andre kvartal publiseres 29. august.

Statistikken viser at den svenske økonomien har fallende økonomisk aktivitet så langt i 2023, om enn fra et høyt nivå. Vi tror på et svakt andre halvår før veksten igjen tiltar gradvis.

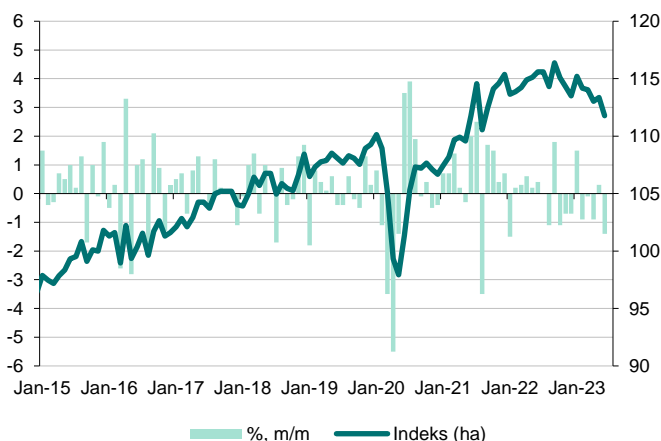
#### Makroøkonomiske nøkkeltall. Sverige. Prosent å/å

	2022	2023	2024	2025	2026
Privat forbruk	2.0	-2.3	0.1	1.1	1.4
Offentlig forbruk	0.1	1.1	0.9	1.0	1.2
Brutto investeringer	6.2	-0.8	0.9	2.4	2.1
Eksport	7.1	1.9	1.1	2.0	2.2
Import	9.4	0.2	1.0	2.2	2.4
BNP	2.9	-0.5	0.6	1.3	1.5
Arbeidsledighet (prosent)	7.5	7.6	7.9	7.7	7.7
KPI	8.4	8.8	3.0	2.5	2.7
Kjerne-KPI (KPIF)	7.7	6.1	2.2	2.9	2.8
Lønn	2.7	3.8	4.1	3.6	3.5

Kilde: Refinitiv Datastream, DNB Markets

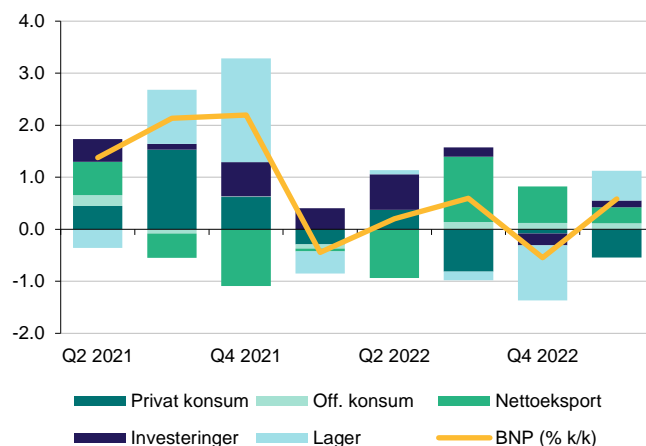
Fremover forventer vi at investeringstallene fortsatt vil være preget av den svake utviklingen for boligmarked og næringseiendom, samtidig som privat forbruk er relativt flatt. Det kan også se ut til at industrisektoren i Europa er på vei inn i tyngre tider, og det påvirker deler av svensk eksportindustri. Svakere krone vil på den annen side bidra noe til å holde aktiviteten oppe, men i sum tror vi bildet blir svakt gjennom høsten før veksten igjen tiltar i 2024. Vi anslår at BNP vil falle med 0,5 prosent i 2023 og stige med 0,6 i 2024, før veksten gradvis øker til 1,3 prosent i 2025 og 1,5 prosent i 2026.

### BNP-indikatoren



Kilde: Refinitiv Datastream, DNB Markets

### Bidrag til kvartalsvis BNP-vekst i prosentpoeng



Kilde: Refinitiv Datastream, DNB Markets

### Mot svakere arbeidsmarked og fortsatt svakt forbruk

Til tross for høy inflasjon, stigende renter og svakere aktivitetstall, har arbeidsmarkedet holdt seg stramt. Begge målene på arbeidsledighet, AKU-ledigheten og den registrerte ledigheten, har kommet ned til lave nivåer. Den registrerte arbeidsledigheten lå på 6,6 prosent fra mai til desember i fjor, men falt videre til 6,1 prosent i mai før den steg til 6,3 prosent i juli. AKU-ledigheten svinger langt mer fra måned til måned, men var nede i 7,2 prosent i mai før den steg til 7,9 prosent i juni. I tillegg til at ledigheten er lav, har sysselsettingsveksten holdt seg oppe så langt i år.

Tillitsundersøkelsen til Konjunkturinstituttet viser at det store forskjeller mellom ulike næringer når det kommer til etterspørsel etter arbeidskraft. Ikke overraskende har den vært svak i bygg- og anleggsbransjen, samt detaljhandelen, siden andre halvår 2022. For industrien har bildet snudd til negativt over sommeren, mens tjenestesektoren fremdeles er ekspansiv. Det gir et svakt negativt bilde totalt sett, og harmonerer godt med utviklingen vi har sett i antall ledige stillinger, som har beveget seg litt ned fra det rekordhøye nivået i 2022. Fremover venter vi at ledigheten vil stige noe, ettersom nivået allerede er lavt og aktivitetsutviklingen er ventet å bli noe svakere. Vi anslår at AKU-ledigheten vil stige fra 7,6 i 2023 til 7,9 i 2024 før den igjen faller noe når aktiviteten tiltar i 2025 og 2026.

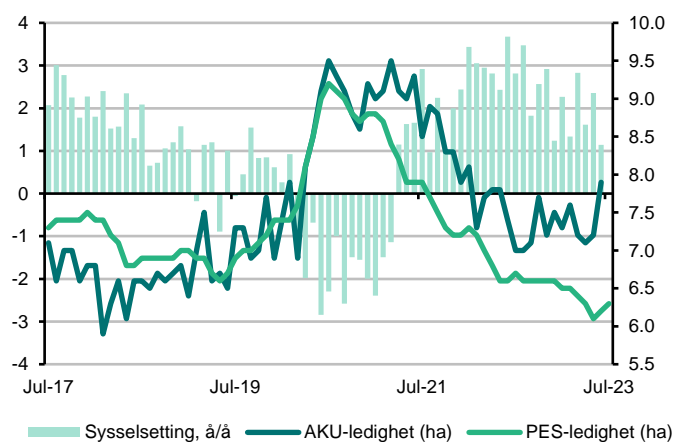
Selv om etterspørselen etter arbeidskraft er høy og ledigheten lav, har vi ikke sett sterke tegn til at lønnsveksten er i ferd med å løftes markert i svensk økonomi. Av økonomiene vi følger, skiller det svenske arbeidsmarkedet seg ut ved å ha svært sterk lønnsdisiplin overfor avtalene som inngås i de sentrale forhandlingene. Selv i en periode hvor arbeidsledigheten har falt kraftig, som gjennom 2022, har lønnsglidningen kun steget marginalt. Vi legger derfor til grunn at lønnsveksten i svensk økonomi i grove trekk vil fortsette å følge rammene inngått av avtalen. Våren 2023 ble det inngått avtale for to år, som innebar en lønnsvekst i 2023 på 4,1 prosent og 3,3 prosent i 2024. Gitt våre anslag for inflasjon, er konsekvensen at svenske arbeidstakere får et kraftig reallønnsfall i 2023, men at det ligger an til reallønnsvekst i årene etter.

Arbeidsmarkedet har utviklet seg sterkt så langt i 2023, med lav ledighet og høy sysselsetting. Både tillitsundersøkelser og bildet vi tegner for aktivitetsutviklingen tyder på at arbeidsmarkedet vil svekkes noe frem mot 2024.

Til tross for fallende ledighet, er lønnsveksten moderat i svensk økonomi. Avtalen for 2023 og 2024 er fastsatt og gir reallønnsfall for årene samlet.

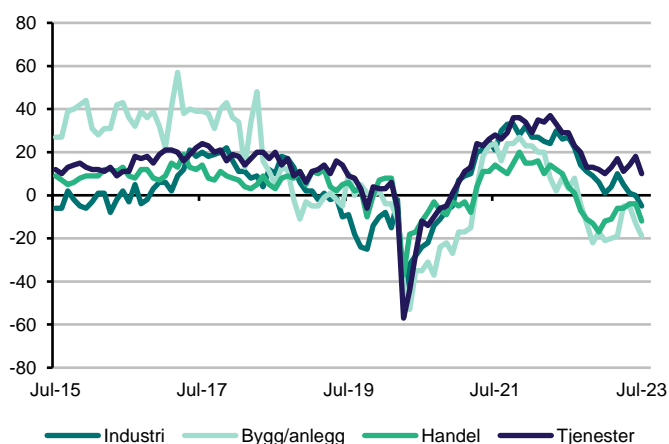


### Arbeidsmarkedet. %



Kilde: Refinitiv Datastream, DNB Markets

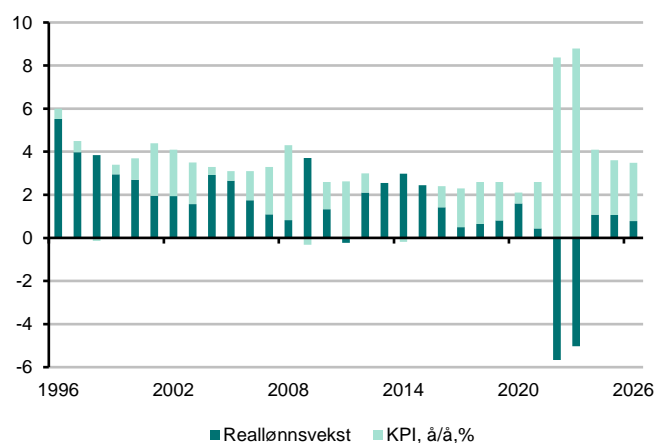
### Konjunkturbarometeret: Fremtidig sysselsetting



Kilde: Konjunkturinstituttet, DNB Markets

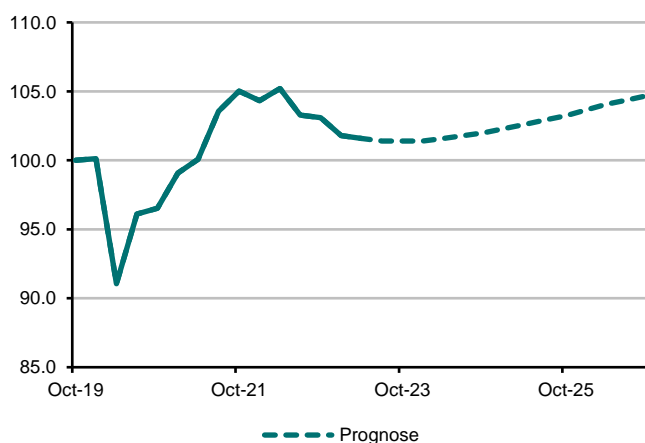
Den svake reallønnsveksten, økte renter og en svak krone gjør at svenske husholdninger opplever tøffe tak. Dette har vi allerede kunnet spore via forbrukstallene, som har vist en fallende tendens for privat forbruk helt siden mars i fjor. De gode nyhetene er at rentetoppen er svært nær, samtidig som inflasjonstakten er ventet å avta. Det gjør at husholdningene ikke får tiltakende kostnadspress i privatøkonomien, men tvert imot vil oppleve gradvis bedring gjennom 2024 og fremover. Vi anslår derfor at forbruket vil holde seg moderat også i andre halvår av 2023, før veksten tiltar gradvis. I sum gir dette årsvekstrater på -2,3 prosent i 2023 og 0,1 prosent i 2024.

### Reallønnsvekst, historikk og prognose. %



Kilde: SCB, Refinitiv Datastream, DNB Markets

### Privat forbruk, indeks 2019 Q4 = 100



Kilde: Refinitiv Datastream, DNB Markets

### Inflasjonen er fortsatt høy, men temmes delvis av svekket etterspørsel

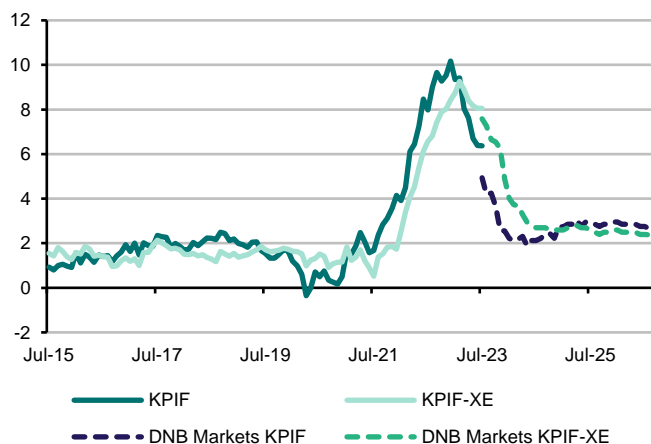
Urovekkende høy inflasjon har fortsatt å være tema for den svenske økonomien så langt i 2023. I Sverige var den totale prisveksten hele 8,4 prosent i 2022, og våre anslag tyder på at den kommer til å bli noe høyere i 2023, trukket opp av et sterkt bilde for kjernepriser, samt økte renter. KPIF, som holder renter utenfor, men inkluderer energivarer, har falt fra 9,3 prosent i januar til 6,4 prosent i juli. Fall i energiprisene bidrar ikke bare til at inflasjonen kommer ned på kort sikt, men kan gi mindre kostnadspress for bedrifter og dermed trekke ned prisveksten generelt fremover. Vi anslår at det vil være noe realprisvekst på energi i årene som kommer, men i like ekstrem grad som fjoråret bød på, noe som isolert trekker ned KPIF i 2023.

For kjerneinflasjonen uten energivarer, (KPIF-XE), startet året på 8,7 prosent i januar og har kommet ned til 8,0 prosent i juli. Det har imidlertid vært store underliggende forskjeller i

Inflasjonen har fortsatt å stige, til tross for at vareprisveksten har kommet ned. Tjenestepriene har overrasket sterkt på oppsiden i første halvår av 2023.

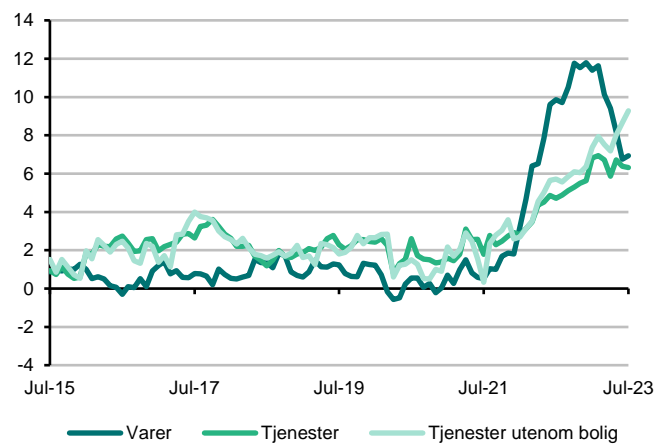
prisveksten mellom varer og tjenester. Der prisveksten på varer har falt fra 11,4 prosent i januar til 6,9 prosent i juli, har prisene på tjenester utenom bolig steget fra 7,4 prosent til 9,3 prosent i samme periode. I svensk økonomi ser vi med andre ord helt tydelig hvordan vareprisene nå er på vei ned igjen, ettersom mange av kostnadsimpulsene som drev opp prisene etter pandemien har fått gjennomslag i konsumprisene og i noen tilfeller er på vei ned igjen. Samtidig er det tydelig at prisveksten nå har akselerert i tjenestesektoren, hvor høy etterspørsel i kombinasjon med økende lønns- og rentekostnader bidrar til å trekke prisene opp.

### Inflasjon, historikk og prognose. %



Kilde: Refinitiv Datastream, DNB Markets

### Inflasjon, undergrupper. %

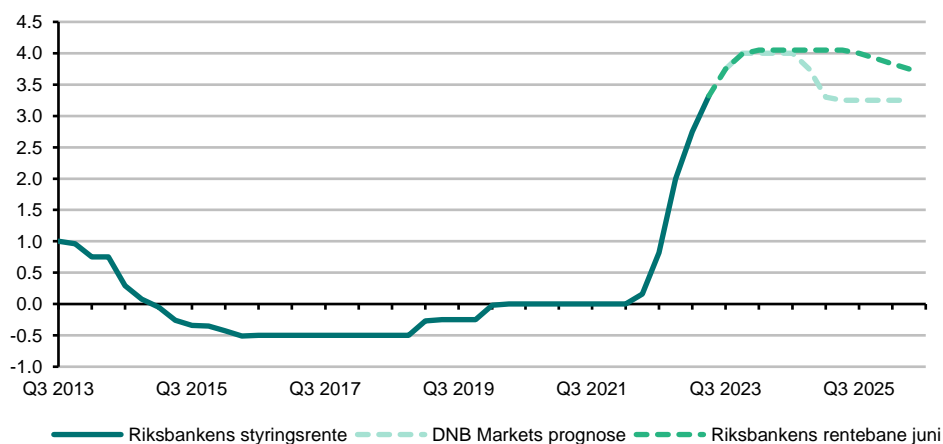


Kilde: Refinitiv Datastream, DNB Markets

I løpet av andre halvår 2023 legger vi til grunn at den friske prisveksten i tjenestesektoren roer seg noe, i takt med svakere etterspørsel. Samtidig vil den store svekkelsen av kronekursen så langt i 2023 være med å trekke opp inflasjonen for importerte varer og tjenester i tiden fremover. Dette gjør at vi anslår at prisveksten vil ligge noe over normalen også i andre halvår, før vi legger til grunn en prisvekst på linje med snittet for de siste ti årene deretter. Dette innebærer at inflasjonen faller gradvis ned mot litt over 2 prosent i 2024. Prisveksten internasjonalt vedvarer, og faktorene som driver dette, gjelder også for svensk økonomi. Vi anslår derfor at inflasjonen blir liggende noe over 2 prosent i årene deretter.

Svakere etterspørsel vil bidra til mer normal prisutvikling fra måned til måned i 2024, og dermed vil inflasjonsraten falle en god del. Vi tror likevel inflasjonen blir liggende litt høyere enn to prosent på mellomlang sikt.

### Styringsrente, historikk og prognoser. %



Kilde: Refinitiv Datastream, DNB Markets

### Riksbanken hever en gang til og går over til ventemodus

Riksbanken har vist evne til å skifte standpunkt flere ganger i løpet av det siste året. 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, men retorikken var tydelig endret. Denne gangen var signalet at det kunne hende det ville komme en heving til (rentebanen toppet på 3,65 prosent), men at den ville heve i forsiktige steg på 25 basispunkter 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 en tydelig intensjon om å heve videre i september. Rentebanen ble løftet slik at den nå topper på 4,05 prosent og dermed åpner døren for enda en heving i november. Mer varig tjenestepreisinflasjon og en svak krone var grunnene til at retorikken ble endret.

Vi tror Riksbanken vil heve som planlagt i september, men ta en mer avventende posisjon i november. I november har trolig ECB allerede nådd sin rentetopp, inflasjonen vist roligere takter og veksten gjennom høsten vært så svak at arbeidsmarkedet viser tegn til å bli mindre stramt. Det er stor risiko for at det kan komme en siste heving i november, men vi holder en knapp på at rentetoppen blir på 4,0 prosent. Selv om inflasjonen faller, tar det tid før prisveksten er så svak til at en reduksjon av renten er på sin plass. Vi tror renten holdes på 4,0 prosent til september 2024 før den gradvis reduseres ned til 3,25 prosent i 2025. Siden prisveksten ikke kommer helt ned til målet, anslår vi at renten holdes på 3,25 ut prognoseperioden. Følgelig venter vi at Riksbanken vil justere ned sin rentebane i løpet av de neste møtene.

Riksbanken hever til 4,0 prosent i september, men vil trolig ønske å se en videre utvikling i november. Vi tror de vil starte med rentenedgang i september 2024, gradvis ned til 3,25 prosent i 2025.

## KINA

### Laber vekst blir den nye normalen

Etter gjenåpningen glimret den ventede kinesiske forbruksfesten med sitt fravær. Mens luften siger ut av boligmarkedet, velger middelklassen heller å spare mer. Uten kraftfulle økonomiske stimulanser fra myndighetene, ser det ut til at moderat vekst blir den nye normalen. Dette kan fremme fremtidige reformer og en nødvendig omstilling av økonomien.

#### Ingen forbruksfest uten at inntektene tar seg opp

Etter tre år med pandemi og sporadiske nedstengninger, endret Kinas myndigheter brått politikken på tampen av 2022. Protester fra unge byboere lå til grunn, og dette signaliserte at økonomisk vekst og middelklassens velstand igjen ble høyt prioritert av myndighetene. Gjenåpningen førte imidlertid ikke til en kraftig økonomisk opptur. Tross betydelige sparebuffer hos husholdningene, uteble forbruksfesten. Bortsett fra luksusmerker som LVMH, som opplevde sterk vekst, var det få tegn til betydelig oppdemmet etterspørsel. Mens høyinntektsgruppene kunne øke forbruket igjen, holdt mellom- og lavinntektsgruppene mer igjen. Samlet sett steg urbant privat forbruk kun med 3,8 prosent annualisert i andre kvartal, mindre enn trenden fra før pandemien. Den underliggende prisveksten, utenom mat og energi, holdt seg på bare 0,6–0,8 prosent, godt under det vanlige. Arrene fra en periode med stor usikkerhet, og inntektssvikt, er tydelige. Med utsikter til sterkere motvind for eksportnæringen, en boligsektor i nedtur og myndigheter som balanserer behov for stimulanser mot behov for en stabil økonomi på sikt, er det lite som tilsier at lønnsveksten vil ta seg opp.

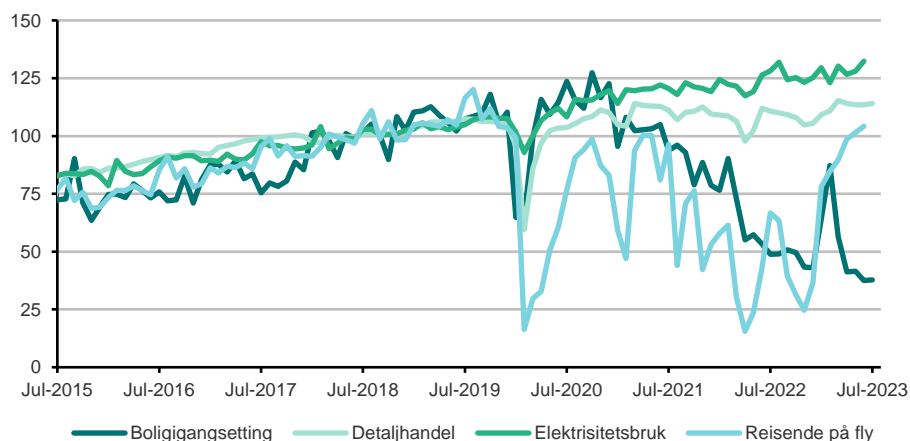
#### Mens luften siger ut av boligmarkedet, velger middelklassen heller å spare mer

Nedturen i boligmarkedet utgjør nå den fremste økonomiske risikoen for Kina. Sektoren er ikke bare en vesentlig del av økonomien, men den er også gradvis blitt dominert av spekulanter – kjøpere som tar opp lån for å investere i sekundærboliger. Oppgangen i boligprisene siden årtusensskiftet har gjort slike investeringer langt mer lønnsomme enn

Tross betydelige sparebuffer hos husholdningene, uteble forbruksfesten.

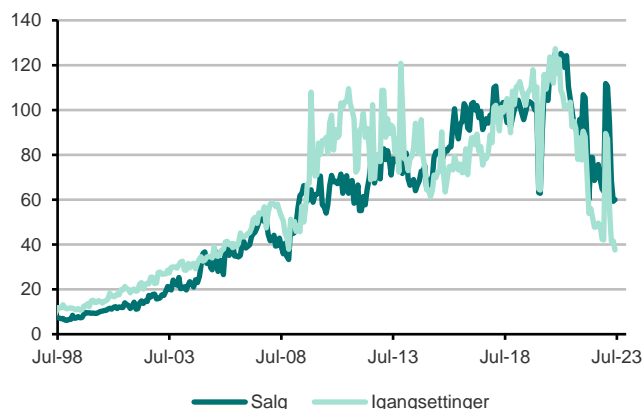
Boligangsettingen ligger langt under det som trengs for balanse i det lange løp, men omslaget har latt vente på seg.

#### Økonomiske nøkkeltall fra Kina. Volum. Indeks 2018 = 100



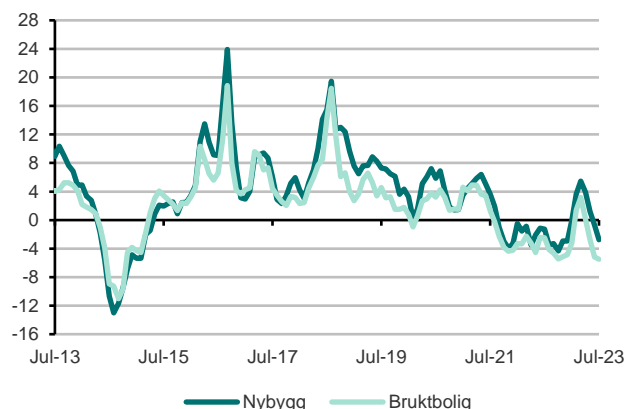
andre alternativer. Troen på fortsatt prisvekst, sammen med tilliten til myndighetenes kontroll over landtilgang og boligpriser, gjorde at husholdninger – frem til nå – har prioritert boligkjøp. Nedgangen i både boligsalg- og bygging de siste to årene har vært dramatisk, mens også gjennomsnittlige boligpriser har fått seg en knekk.

### Igangsettinger og salg av bolig, kvm. Indeks 2018 = 100



Kilde: Refinitiv Datastream, DNB Markets

### Gjennomsnittlige kvadratmeterpriser. % å/å



Kilde: Refinitiv Datastream, DNB Markets

At boligmarkedet er så volatilt henger sammen med at det er svært mange spekulanter. I 2019 eide hele 96 prosent av husholdningene med urbane hukou-registreringer (som gir rett til å kjøpe bolig i fødsels- eller registreringsbyen) sin egen bolig. Over 40 prosent eide til og med to eller flere boliger. Med rundt 650 millioner kinesere med urbane hukou-registreringer og nesten en milliard mennesker bosatt i byer, er markedet satt opp slik at det er en betydelig etterspørsel i leiemarkedet. Likevel, med en så høy andel av sekundærboliger, kan svingningene i boligmarkedet bli brå når vurderinger av framtidsutsiktene snur.

Selv om boligigangsettingen ligger langt under det som trengs for balanse i det lange løp, har omslaget latt vente på seg. Til tross for myndighetenes innsats med å senke boliglånsrentene, støtte utbyggere og lette på regulatoriske begrensninger, har situasjonen forblitt ille. Dette skyldes trolig svikt i tiltroen til boliger som investeringsobjekt.

- **Boligkjøpere har mistet tilliten til eiendomsutviklere.** Nesten halvparten av de børsnoterte utbyggerne har i løpet av det siste året slitt med å betale renter og avdrag i rett tid. Kinas største private eiendomsutvikler, Country Garden, står i fare for mislighold. Evergrande, landets nest største private eiendomsutvikler, er nå begjært konkurs. I motsetning til praksis i mange andre land, må kinesiske husholdninger betale hele kjøpsbeløpet ved kontraktsinngåelse. Forhåndssalg utgjør dermed en svært betydningsfull inntektskilde for utbyggerne. Når denne inntektsstrømmen tørker opp, blir det betydelig vanskeligere for utbyggerne å håndtere lånene sine og opprettholde byggeaktiviteten, eller starte nye prosjekter. Til tross for myndighetenes innsats for å sikre finansiering for utbyggernes prosjekter, gjennom for eksempel gjennom pålegg til bankene – noe som nylig er blitt utvidet til 2024 – har ikke stemningen tatt seg opp.
- **Spekulanter har innsett at boligprisene ikke vil stige i like høy takt fremover.** Selv om prisene gradvis har sunket siden toppen i 2021, ser vi tegn til at boliginvestorer nå vurderer andre alternativer. Husholdningene velger i større grad bankinnskudd og raskere nedbetaling av boliglån. Salget har vært særlig svakt i distriktene og mindre byer, der byggeaktiviteten har vært langt høyere enn økonomisk aktivitet og befolkningsvekst tilsier. Mangel på etterspørsel fra spekulanter kan trolig forverre situasjonen for utbyggerne.
- **Førstegangskjøpere utsetter boligkjøp i håp om ytterligere prisfall.** De mest betydelige lettelsene i boligpolitikken har vært rettet mot førstegangskjøpere, med lavere og subsidierte renter samt reduserte krav til egenkapital fra lokale myndigheter. Selv med en reduksjon på nesten 300 basispunkter i boliglånsrentene, uteblir kjøpelysten. Ettersom boligprisene

Med en høy andel av sekundærboliger, kan svingningene i boligmarkedet bli brå

fortsetter å falle, utsetter flere kjøpene sine i håp om ytterligere prisreduksjoner. Dette forklarer økningen i sparing og bidrar til å opprettholde svakhetene i boligmarkedet.

Vi tror at byggeaktiviteten ikke kan forbli så lav som den er nå, uten at det fører til mangel i boligmarkedet på sikt. Derfor forventer vi at nedgangen vil dempes, og gå over til stabilisering i løpet av dette året, og at nye igangsettinger vil begynne å ta seg opp igjen først i andre halvår av 2024. Det innebærer en økonomisk vekst i 2024 på kun 4 prosent.

### Myndighetenes respons er annerledes denne gangen

Kinesiske myndigheter har tidligere brukt boligsektoren som et verktøy for å stimulere økonomien under perioder med økonomisk tilbakeslag. Responsen virker annerledes nå. Det henger trolig sammen med myndighetenes forventning om en strukturell nedgangsperiode for boligsektoren og deres aksept for at stimulansene kan ende opp med å koste mer enn de smaker. Riktignok har en lang liste med stimulanseplaner blitt annonsert gjennom sommeren, med mye er kun tomme ord.

Etter pandemien og det første året med boligkrise, satte myndighetene i gang flere infrastrukturprosjekter. Men med allerede mange påbegynte prosjekter, kan det være mangel på gode prosjekter med betydelig samfunnsøkonomisk nytteverdi. På grunn av økonomiske problemer hos flere lokale myndigheter, er viljen til å starte nye prosjekter på lokalt nivå begrenset. Likevel ser vi at de sentrale myndighetene vil strekke seg langt for å dempe nedgangen i bygge- og anleggsbransjen, samt relaterte næringer. De har signalisert planer om statsfinansierte prosjekter, inkludert renovering av eldre bygninger, byutviklingsprosjekter i nærheten av større byer, og økt utbygging av kommunale boliger. Dette vil mildne nedgangen, men neppe føre til ett nytt kraftig oppsving.

Det som derimot ville hatt en betydelig effekt på økonomien, er reformer som styrker velferdsstaten, slik at husholdningene reduserer den høye sparingen. Selv om myndighetene sier at de ønsker å løfte sentimentet, styrke eksportnæringen og få opp forbruket blant husholdningene, så er de foreskrevne løsningene skuffende. Forbruket har ikke vært svakt fordi befolkningen har manglet anledning til å forbruke. Planer om å utvide butikkenes åpningstider eller legge til rette for arrangementer og festivaler vil trolig ha lite samlet effekt på forbruket. Å legge til rette for flere eksportmesser gjør også lite for å dempe nedgangen i kinesisk eksport, når den skyldes svakere eksternt etterspørsel.

Den manglende lanseringen av kraftfulle stimulanser kan tolkes som et bevisst valg fra myndighetene. De er forsiktige med å stimulere en allerede spekulativ boligsektor, spesielt når de forventer en synkende befolkning og lavere vekst i tilflytningen til byene i de kommende tiårene. Myndighetene er opptatt av å begrense nedsiden for boligsektoren, men ønsker også å unngå en opptur som ikke er bærekraftig. Økonomien må omstilles. Den tidligere vekstmodellen, som var sterkt avhengig av råvarer og drevet av investeringer i bolig- og infrastrukturutvikling, er mindre hensiktsmessig framover.

### Høy ungdomsledighet tyder på et behov for omstilling

Selv om Kina står overfor et befolkningsfall og en kommende eldrebølge, har stadig flere unge vanskelig for å finne jobb. Blant unge mellom 16 og 24 år, var ledighetsraten i overkant av 21 prosent i juni måned, før myndighetene sluttet å oppgi også denne statistikken. Slakk i arbeidsmarkedet vitner om en ujevn omstilling av økonomien. I mange tiår har Kina satset stort på utdanning. Dette er egentlig oppskriften på å øke produktiviteten, noe som skal kompensere for nedgangen i arbeidsstyrken. Mer enn to tredjedeler av befolkningen i arbeidsfør alder fullfører videregående, nesten tre ganger så mye som i nabolandet India. Av 15 millioner jobbsøkende unge i år, er nesten 12 millioner uteksaminert fra universitetet. Samtidig er omstillingen i økonomien ikke på langt nær kommet like langt. Tross stigende ungdomsledighet, melder fabrikker om mangel på kvalifisert arbeidskraft. Ettersom lønnsøkninger neppe løser denne ubalansen i arbeidsmarkedet, må heller den strukturelle omstillingen i økonomien få fart. Denne skjer neppe om myndighetene skulle ty til gamle virkemidler for å stimulere til vekst.

Stimulansene kan ende opp med å koste mer enn de smaker

Den manglende lanseringen av kraftfulle stimulanser kan tolkes som et bevisst valg fra myndighetene.

### Myndighetene er trolig fremdeles i stand til å unngå kollaps i boligmarkedet

Jo lenger boligmarkedets omsetning forblir svak og jo flere utbyggere som misligholder gjelden, desto vanskeligere blir det for myndighetene å få bukt med den onde spiralen i markedet. Det er en risiko for en mer omfattende og langtrukken boligsprekk enn vi anslår i våre prognoser. Dersom boligprisene faller mye, blir spekulanter fristet til å selge. Men med høye egenkapitalkrav og en generell lav gjeldsgrad blant husholdningene, er det usannsynlig med en bølge av tvangssalg. Det er snarere de høyt gjeldsbelastede utbyggerne som står i fare. Ringvirkningene vil da treffe bank- og finanssystemet gjennom ytterligere mislighold, og råvaremarkedene gjennom svinnende etterspørsel. Samtidig gir Kinas finanssystem, dominert av godt kapitaliserte statseide banker, myndighetene verktøy for å intervensjonere. Selv om det legger press på statsfinansene, kan statseide utbyggere videre direkte sørge for at forhånds solgte boliger blir fullførte. Usikkerheten knyttet til disse kostnadene er imidlertid store. Anslag fra IMF viser at myndighetene vil måtte bruke mot 3-8 prosent av BNP for å sikre at samtlige forhånds solgte boliger, solgt av utbyggere i mislighold, blir ferdigstilt. Det er betydelige beløp, men overkommelig for Kinas sentrale myndigheter å levere.

Kinas finanssystem, dominert av godt kapitaliserte statseide banker, gir myndighetene flere verktøy for å intervensjonere

... det er estimert at myndighetene må bruke 3-8 prosent av BNP for å sikre at samtlige forhånds solgte boliger, solgt av utbyggere i mislighold, blir ferdigstilt.

### Selv om enkelte sektorer gjør det skarpt, er bedriftenes investeringer samlet sett svake

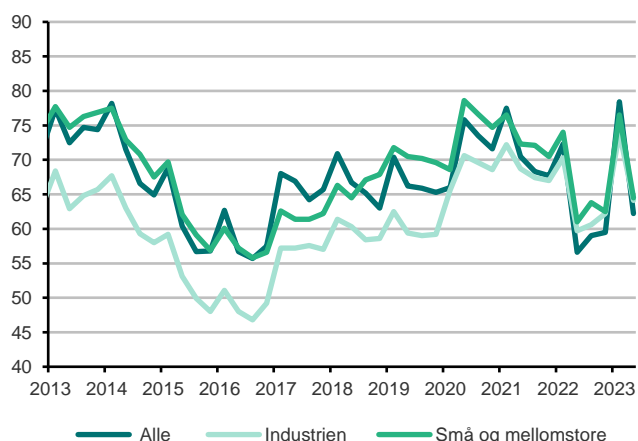
Etter storstilt statlig og privat satsing på bilbransjen, og fornybar kraft som sol, vind, batteri og nett, har disse sektorene opplevd kraftig vekst de siste årene. Kina har i løpet av knappe tre år blitt verdens største personbileksportør. Landet har lenge vært verdensledende innenfor mange teknologier forbundet med den grønne omstillingen. Men selv om disse sektorer opplever vekst, er de ikke store nok til å løfte hele økonomien når boligmarkedet svikter.

Bedriftenes investeringsvilje samlet sett har vært lav...

Videre er det påfallende at bedriftenes investeringsvilje samlet sett har vært lav. Etter en kortvarig oppgang i første kvartal, virker det som stemningen igjen er på bunn. Når bedriftenes investeringsvilje er lav, reduseres også kredittetterspørselen. Rentekutt eller lavere reservekrav for bankene gir lite effekt under slike forhold. At stemningen blant private selskap har snudd så brått er påfallende, og ikke lett å forklare. Vi tror at mye kan skyldes de ustabile rammebetingelsene for privat næringsliv, utfordringene for eksportnæringen og det ansente forholdet til Vesten. Om det er tilfellet, er det lite som tilsier en snarlig og varig bedring.

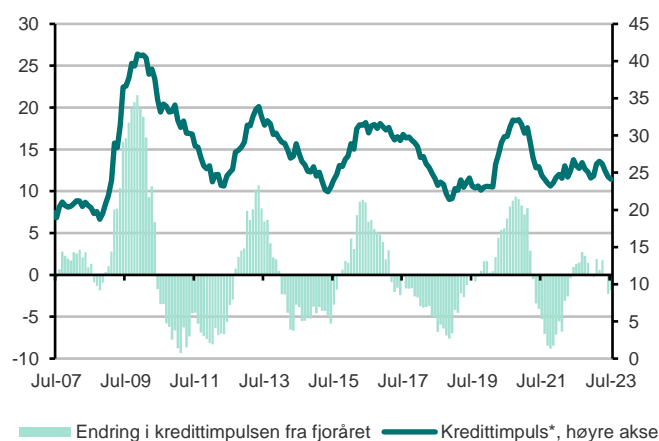
...grunnet ustabile rammebetingelsene for privat næringsliv, utfordringene for eksportnæringen og det ansente forholdet til Vesten.

### Kredittetterspørsel blant private bedrifter. Indeks



Kilde: Refinitiv Datastream, DNB Markets

### Kredittimpuls i prosent av BNP



Kilde: Refinitiv Datastream, DNB Markets \*Kredittveksten siste 12 måneder i prosent av BNP

Den ansente situasjonen mellom USA og Kina vil trolig også dempe vekstutsiktene direkte. Netto utenlandsinvesteringer i Kina stupte med nesten 80 prosent sammenlignet med fjoråret på tross av Kinas gjenåpning. Internasjonale bedrifter holder tilbake investeringer grunnet økt usikkerhet. De amerikanske sanksjonene og Vestens restriksjoner på teknologiekspert kompliserer bildet ytterligere, spesielt for Kinas teknologiselskaper som konkurrerer direkte med amerikanske. Blant de største og ledende teknologiselskapene som er aktive innenfor kunstig intelligens, finner vi i dag kun enten kinesiske og amerikanske selskap. Restriksjoner på eksport av halvlederbrikker og litografimaskiner vil begrense disse kinesiske selskaperes

Netto utenlandsinvesteringer i Kina stupte med nesten 80 prosent sammenlignet med fjoråret på tross av Kinas gjenåpning.

tilgang på viktige komponenter. Selv om Kina på sikt vil kunne utvikle en egen verdikjede for halvlederbrikker, vil dette ta mange år, kanskje flere tiår. Samtidig har Kina tilnærmet monopol på enkelte viktige innsatsvarer, slik som mineraler. Slike gjensidige avhengigheter gjør den økonomiske fallhøyden stor dersom de geopolitiske spenningene tilspisser seg ytterligere.

Under sitt besøk i Kina i sommer poengterte USAs finansminister Yellen at hensikten med eksportrestriksjoner på teknologi ikke var å legge hindringer i veien for kinesisk næringsliv eller begrense Kinas framgang. Målet var å rette seg mot spesifikke selskap som har samarbeid med det kinesiske forsvaret. Men erfaringsmessig, som for eksempel selskapet Huawei som ble skviset ut av det kommersielle mobiltelefon-markedet, er det rom for ulike tolkninger når sanksjoner settes ut i livet. Grensene mellom det kommersielle og det sikkerhetspolitiske fort blir utydelige. Selv om diplomatiske bånd mellom USA og Kina ser ut til å bedres, legger vi ikke for stor vekt på dette. Forholdet mellom de to stormaktene har endret seg på en grunnleggende måte. Mens USA tidligere så på Kina som en samarbeidspartner, er det tilsynelatende ikke lenger tilfelle.

### På lengre sikt er videre økonomisk vekst avhengig av dyptgripende reformer

På sikt er Kinas ambisjon å doble BNP per innbygger innen 2035. Med en slik utvikling ville Kina blitt et moderat rikt land, på linje med dagens Portugal. Det krever en årlig vekst godt over 4 prosent. Selv om dette er en lavere veksttakt enn vi har sett i tidligere tiår fra Kina, er det likevel om lag det dobbelte av veksttaket i modne økonomier. Den ambisiøse målsetningen hviler tungt på forutsetningen om dyptgripende strukturelle endringer i både økonomi og samfunnsliv.

Kinas kommunistparti, arrangerer et landsmøte om økonomisk politikk hvert femte år. Omtrent hvert tiende år introduseres markante økonomiske reformer. Historisk sett har slike møter katalysert betydelige endringer. Under Deng Xiaoping i 1978, foretok Kina et radikalt økonomisk skifte. President Jiang, i 1993, innførte vesentlige skattereformer og startet privatiseringen av store statlige bedrifter. President Hu i 2003 understreket markedets «grunnleggende» rolle i ressursfordelingen i økonomien. Og i 2013, etter President Xi overtok makten, ble dette spisset ytterligere til at markedets rolle skulle bli «avgjørende».

I 2013 lanserte myndighetene planer om omfattende markedsreformer som skulle legge til rette for privat næringsliv og ytterligere redusere omfanget av de store statseide selskapene. Rettstaten skulle styrkes, med strengere miljøkrav og beskyttelse av immaterielle rettigheter. Målet var også å slå hardt ned på det som hadde blitt en endemisk og systematisk korrupsjon i samfunnet. Velferdsstaten skulle styrkes. Blant annet skulle befolkningen på landsbygda lettere få tilgang på de samme rettighetene og tjenestene som bybefolkningen. Kina skulle åpne opp flere sektorer for utenlandske selskap, som i større grad skulle få konkurrere på lik linje med de kinesiske, noe som etter planen ville bidra til å øke produktiviteten. Finanssektoren skulle moderniseres, og kapitalmarkedene åpnes på en kontrollert måte. Alle disse er gode steg i retning av reformer som er nødvendige for å omstille økonomien.

Et tiår etter Xis reformer ble lansert, kan vi konstatere at mange av endringene har uteblitt. Med regjeringsskiftet i 2023 med et nytt økonomisk team, kan vi trolig forvente noen betydningsfulle reforminitiativ i løpet av høsten. Om det ikke viser seg å være tilfellet, er det ytterligere nedside på våre anslag for kinesisk vekst.

### Kinesisk BNP vekst, prosent å/å

	2022	2023	2024	2025	2026
BNP (rapportert)	3.0	5.1	4.0	4.2	4.0
BNP (estimert)	2.0	4.7	4.0	4.1	3.7

Kilde: Refinitiv Datastream, DNB Markets

Gjensidige avhengigheter gjør den økonomiske fallhøyden stor dersom de geopolitiske spenningene tilspisser seg ytterligere

Omtrent hvert tiende år introduseres markante økonomiske reformer ved kommunistpartiets landsmøter og 2023 blir nok et slikt år...

Fravær av nye reformer utgjør en nedsiderisiko for våre anslag for kinesisk vekst.



# FREMVOKSENDE ØKONOMIER

## Deglobalisering, ingen vekstboost

Råvareprissjokk, rask innstramming i pengepolitikken og mindre stimulanser fra finanspolitikken har gitt svakere vekst i fremvoksende økonomier det siste året. Fremover vil veksttakten i økonomiene avta, grunnet manglende investeringer og en produktivitsvekst som sakket akterut.

### Renteoppgangen har satt brems på de fremvoksende økonomiene

Utsiktene for fremvoksende økonomier har blitt mer usikre. Selv om veksten i rike land har holdt seg bedre oppe enn ventet, er utsiktene for neste år likevel svake. Eksportnæringen i fremvoksende økonomier føler trykket fra redusert internasjonal etterspørsel. Boligbremsen i Kina vil gi ytterligere negative ringvirkninger. Råvareprisenes tilbakegang til førpandemi-nivåer fjerner sterke vekstimpulser for råvareeksporterende land.

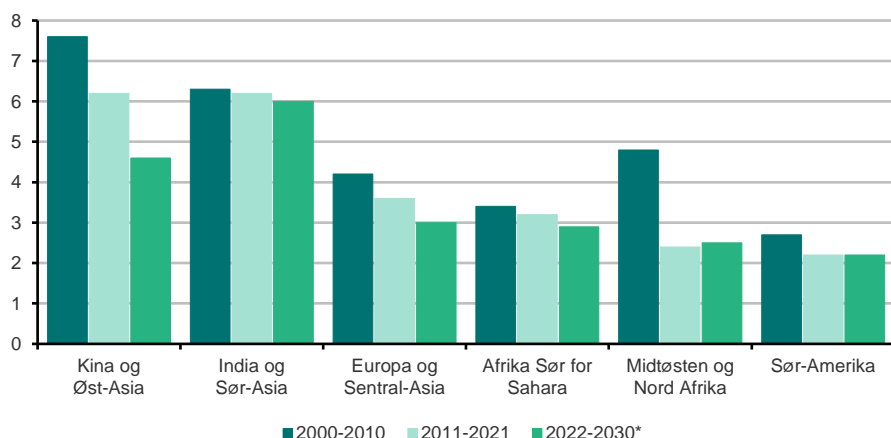
Trolig er rentetoppen nær for flere av de rike landene, men gjenstridig inflasjon gjør at rentenivået trolig holdes på det innstrammende nivået lenge. Siden fremvoksende økonomier har anvendt en strammere pengepolitikk som et tiltak for å forhindre kapitalflukt, kan en forlengelse av denne politikken ytterligere begrense vekstmulighetene.

### På vei mot et mer moderat vekstbilde

De fremvoksende økonomier var lenge preget av høy økonomisk vekst. En viktig driver for den raske veksttakten var det store gapet i produktivitet sammenlignet med mer modne økonomier. En økende befolkning, høyere yrkesdeltagelse og økende investeringsnivåer har alle bidratt til å løfte veksten. Økt handelsaktivitet med internasjonale partnere har også ført til betydelige produktivitsgevinster. I de seneste årene har veksten i samtlige fremvoksende økonomier vært på en tydelig avtagende trend. Selv om Asia forblir en hovedmotor for vekst i fremvoksende markeder, har også denne regionen opplevd en avmatning av veksttakten.

I de seneste årene har veksten i samtlige fremvoksende økonomier vært på en tydelig avtagende trend.

### BNP vekst. Historisk trend og potensiell årlig vekst\* i prosent



Fremover vil den demografiske medvinden ikke forbli like sterk, og det er tegn på at investeringstakten i fremvoksende økonomier også har begynt å avta. Når man også tar med i betraktningen den moderate produktivitetsveksten i land utenom Kina, ser vekstutsiktene ut til å være mer begrenset fremover.

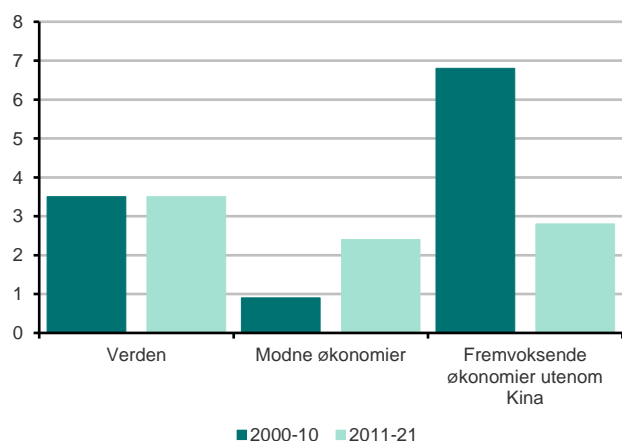
### Et udekket behov for investeringer trekker ned vekstutsiktene

Gjennom det siste tiåret har vi observert en stagnasjon i investeringsveksten i de fleste fremvoksende økonomier. Denne nedgangen er særlig tydelig i land utenom Kina. Det forventes at denne investeringsbremsen vil forsterkes i regioner som Europa, Sentral-Asia, Latin-Amerika og Asia. I Afrika antas det at investeringsveksten vil forbli stabil. Flere faktorer kan forklare dette, blant annet de økonomiske ettervirkningene av pandemien, råvaresjokket som fulgte konflikten i Ukraina, og en rask overgang til strammere pengepolitikk. Det er imidlertid et presserende behov for betydelige investeringer, spesielt innen infrastruktur, urbanisering og gjenoppbygging etter langvarige konflikter.

Rike land som nå lanserer omfattende subsidier og en ambisiøs næringspolitikk for å sikre egen forsyning av innsatsvarer og redusere karbonutslipp, vil antakelig forsterke den fallende investeringstakten i fremvoksende økonomier. Det skyldes at den ambisiøse næringspolitikken heller legger til rette for at investeringene skal flyttes til hjemlige trakter. Fremvoksende økonomier har begrenset rom for å spe på med tilsvarende finanspolitiske tiltak og subsidiere næringslivet. Den økonomiske handlefriheten er også begrenset av økte gjeldsbyrder etter pandemien. Kina skiller seg ut med befolkningens usedvanlig høye sparerate, som betyr at det er mer innenlands kapital tilgjengelig for investeringer. Dette har gjort landet mindre avhengig av utenlandske investeringer for å finansiere prosjekter.

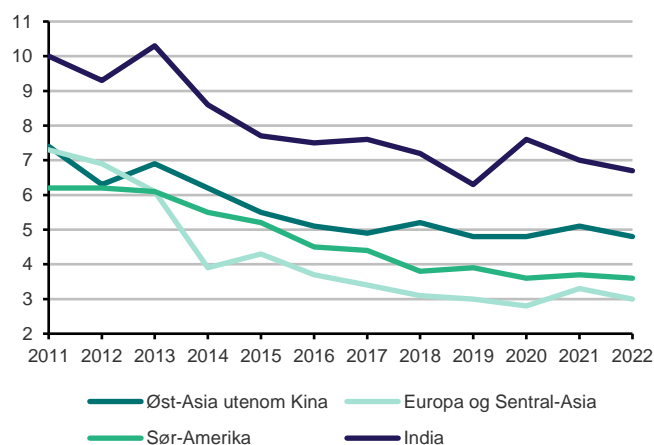
Rike land som nå lanserer omfattende subsidier og en ambisiøs næringspolitikk for å sikre egen forsyning av innsatsvarer og redusere karbonutslipp, vil antakelig forsterke den fallende investeringstakten i fremvoksende økonomier.

### Gjennomsnittlig årlig investeringsvekst. %



Kilde: Verdensbanken, DNB Markets

### Anslått\* gjennomsnittlig investeringsvekst neste 5 år. %



Kilde: Verdensbanken, DNB Markets \*Konsensus anslag

Langvarig politisk usikkerhet og vedvarende væpnede konflikter har ført til reduserte investeringer i Midtøsten. Selv om Saudi-Arabia og Iran nylig har gjenopptatt diplomatiske forbindelser, som kan bidra til færre konflikter, har vi ennå til gode å se markante skritt i denne retningen. Den skarpe råvareprisoppgangen i fjor ga mange eksportører i regionen et bedre utgangspunkt for den økonomiske utviklingen fremover enn mange andre fremvoksende økonomier. Det har imidlertid ikke gitt et omslag i totale investeringer i regionen.

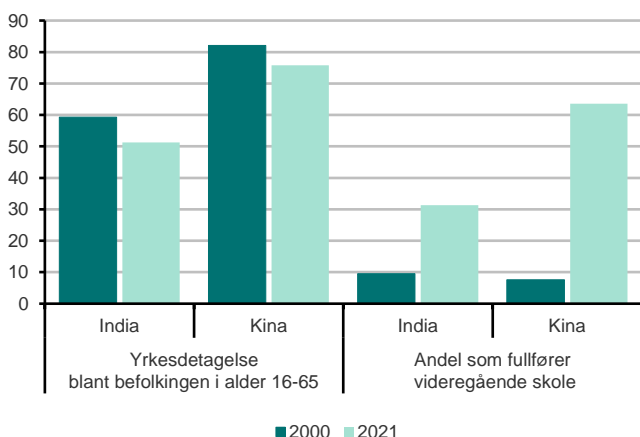
### Det vil ta tid før India henter inn Kinas forsprang

Mange betrakter India som en mulig etterfølger til Kina. Med en økende trend mot deglobalisering og regionalisering, hvor nasjoner handler mer med nærliggende partnere enten geografisk eller politisk, fremstår India som et godt alternativ til Kina for mange Vestlige økonomier. Med sin omfattende, unge og voksende befolkning, fremstår India som godt

posisjonert til å levere sterke deflatoriske impulser til den globale økonomien, etter hvert som rimelig indisk arbeidskraft blir mer integrert i verdensmarkedet.

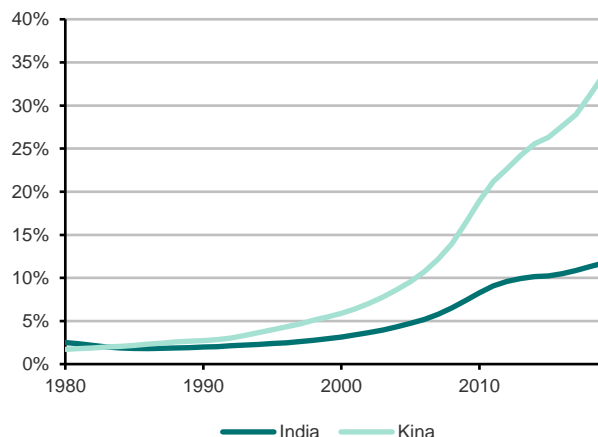
Likevel er det verdt å merke seg at India hittil ikke har klart å realisere dette potensialet fullt ut. Indias befolkningsvekst har vært betydelig over mange tiår, også i perioden hvor sysselsettingen i Kina begynte å synke etter det nådde toppen rundt 2014. Handelskonflikten mellom Kina og USA har bare i liten grad bidratt positivt til utenlandske investeringer i India. Indias begrensede rolle som produsent og eksportør skyldes utilstrekkelig infrastruktur og en mangel på kvalifisert arbeidskraft. Skulle India forbedre infrastrukturen i en raskere takt enn i det siste tiåret, og gjennomføre en rekke reformer for å øke yrkesdeltagelsen, kan landets vekstpotensial overstige våre forventninger til en nokså høy BNP-vekst på 6 prosent.

### Yrkesdeltagelse og utdanningsnivå. %



Kilde: Refinitiv Datastream, Verdensbanken, DNB Markets

### Kapitalbeholdning per innbygger\*. Andel av nivået i USA

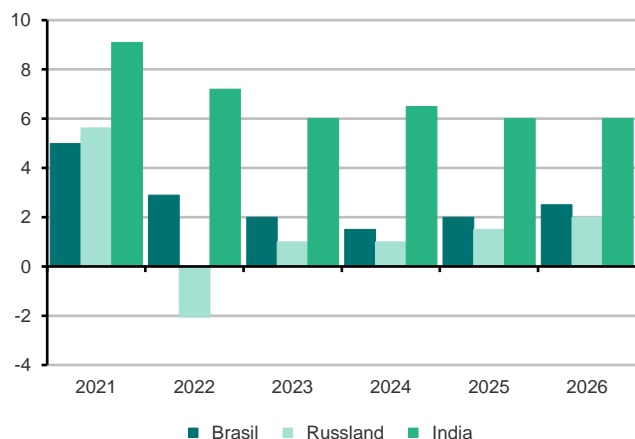


Kilde: Refinitiv Datastream, IMF, Penn World Tables, DNB Markets \*Justert for kjøpekraft

### Markerte regionale forskjeller i vekstutsiktene

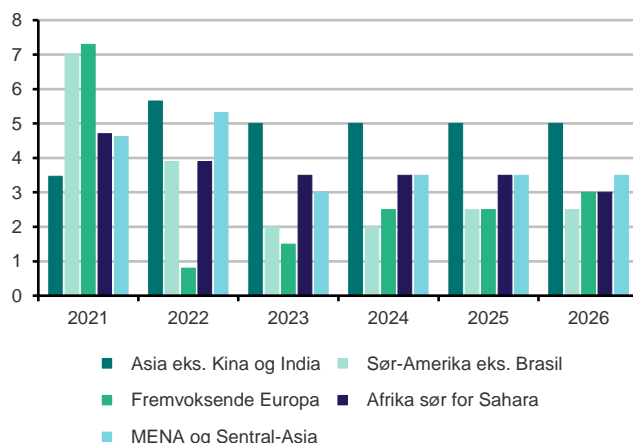
Det er betydelige regionale forskjeller i de økonomiske utsiktene for fremvoksende økonomier. Landene i Europa påvirkes negativt av at krigen i Ukraina, men en bedre økonomisk utvikling i eurosonen vil kunne bedre utsiktene på sikt. Den økonomiske nedgangen i Russland er ikke så dyp som tidligere antatt. Sør-Amerika opplever også dempet vekst, mye på grunn av strammere pengepolitikk. I Brasil er veksten ventet å avta til under 2 prosent de nærmeste årene. God vekst i India medfører at Sør-Asia peker seg ut som en av regionene med høyest vekst, mens Øst-Asia kan oppleve svakere vekst, delvis fordi Kinas økonomiske gjenåpning ikke levde opp til forventningene.

### BNP. DNB Markets' anslag. Årlig vekst. %



Kilde: Refinitiv Datastream, DNB Markets

### BNP. DNB Markets' anslag. Årlig vekst. %



Kilde: Refinitiv Datastream, DNB Markets

# NORGE

## Høyere lønninger, priser og rente

Aktiviteten i norsk økonomi er avtagende, men inflasjonen er høy og arbeidsmarkedet stramt. Høy lønnsvekst og inflasjonens standhaftighet gjør at Norges Bank holder renten på 4,25 prosent helt til desember 2024. Deretter kuttes den gradvis ned til 3,25 prosent.

### Konjunktorene

#### Aktiviteten er avtagende

BNP-tallene for fastlands-Norge bærer noe preg av at bilsalgene økte veldig i slutten av fjerde kvartal 2022, for deretter å stupe i starten av året. Ser man bort fra støyen som disse utslagene gir, er veksten svakt avtagende. Foreløpige tall for andre kvartal viser at fastlands-BNP var om lag uendret fra første kvartal.

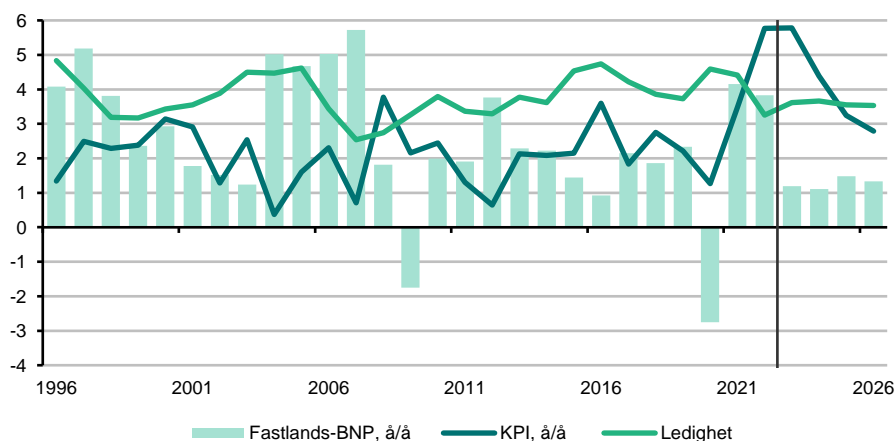
Situasjonen i norsk økonomi er imidlertid sammensatt, og vi ser tydelige forskjeller mellom ulike næringer. Petroleumsrelaterte næringer har operert på full kapasitet og tjenestesektoren har vært blant bidragsyterne til veksten det siste året. På den andre siden har boligbyggingen falt dramatisk, mens deler av varehandelen har opplevd en til dels bratt nedgang fra de høye nivåene under pandemien.

Vi er på vei ut av en periode hvor etterdønningene av en rekke store sjokk gradvis skal ebbe ut. Vekstbildet vi tegner for norsk økonomi fremover ser nå mer koordinert ut enn på lenge: Boligbyggingen og varehandelen vil nå en bunn og gradvis vokse igjen. Samtidig ser det ut til at den kraftige veksten i tjenestesektoren vil avta og bli mer moderat, mens petroleumssektoren, med leverandørnæringer, fortsatt opplever vekst.

I sum ser vi for oss et fall i fastlands-BNP i andre halvår 2023, før aktiviteten tiltar noe gjennom 2024. Økte investeringer og ekspansiv finanspolitikk, i kombinasjon med at husholdningene går fra reallønnsfall til -vekst, bidrar til at nedturen i andre halvår 2023 blir kortvarig.

Aktiviteten i norsk økonomi er avtagende. Vi et lite fall i aktiviteten i andre halvår 2023, før veksten blir moderat i 2024-2026.

### Norsk økonomi. Hovedstørrelser %.



Kilde: Refinitiv Datastream, DNB Markets

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

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

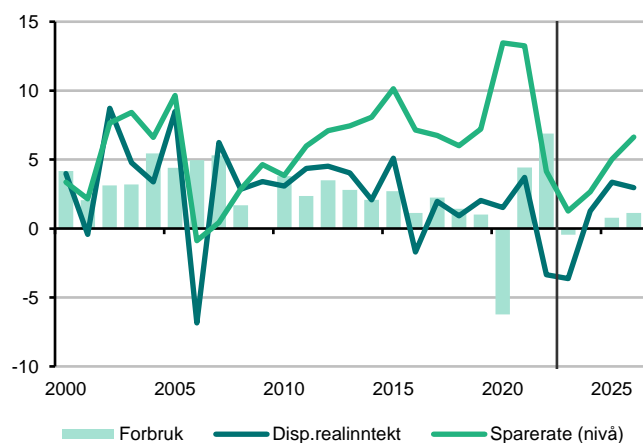
### Tåler husholdningene renteoppgangen?

Det private forbruket utgjør om lag halvparten av fastlands-BNP og er således en av de viktigste faktorene for utviklingen i økonomien. Vi er blant de som har blitt overrasket over at forbruket har holdt seg såpass sterkt, til tross for inflasjon, renteøkninger og svak forbrukstillit. Forklaringen ligger trolig i oppdemmet sparing og det siste året har derfor kalkulatoren gått varme i forsøk på å regne ut hvor lenge sparingen kan demme opp for svekket kjøpekraft.

Så langt i år har forbruksveksten vært på den svake siden, da den kraftige økningen i tjenesteforbruk i 2022 ble til flat utvikling i første kvartal, etterfulgt av en liten nedgang i andre kvartal. Vareforbruket har, sett bort fra den store opp- og nedgangen i bilkjøp før og etter jul, fortsatt på en svakt nedadgående trend. I grove termer ser både tjeneste- og vareforbruket ut til å være nær nivåer vi skulle forvente ut fra en langsiktig trend. Vi anslår derfor at både vare- og tjenesteforbruket vil bevege seg i noenlunde lik takt fremover, en takt som vil bestemmes av et samspill mellom inflasjon, renter, oppsparte midler og videre lønnsvekst.

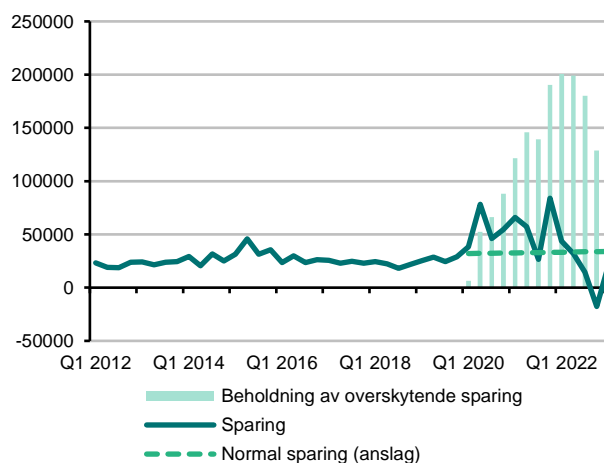
Husholdningenes forbruk har holdt stand tross svak reallønnsutvikling. Oppdemmet sparing er trolig grunnen.

Husholdninger. %, å/å.



Kilde: Refinitiv Datastream, DNB Markets

Anslag på overskytende sparing. Mill NOK.



Kilde: Refinitiv Datastream, DNB Markets

Våre beregninger tyder på at det fortsatt er sparemidler igjen, noe som taler for at forbruket ikke vil falle mye og brått, men fortsette å reduseres gradvis de neste to kvartalene. Samtidig ligger inflasjonen an til å bli høy noe lengre enn tidligere ventet og rentetoppen er nå ventet å bli 4,25 prosent. Årets lønnsoppgjør var ment å skulle gi reallønnsvekst, men de siste månedenes utvikling tilsier at det tvert imot blir en noe svakere utvikling i den disponible realinntekten. Siden økningen fra lønnsoppgjøret ble betalt ut før sommeren, men prisveksten fortsatt er høy og renten heves både i august og september, blir trolig andre halvår av 2023 og første halvår 2024 en periode hvor bruk av sparemidler er avgjørende for forbruket. Fra andre halvår 2024 anslår vi en svakere prisvekst, samtidig som et romslig lønnsoppgjør trekker opp kjøpekraften. Videre utover i prognoseperioden vil reallønnsvekst, samt en forventning om gradvis lavere renter, gi stadig bedring i husholdningenes kjøpekraft. Vi forventer nå et fall i forbruk for 2023, om lag flat utvikling i 2024, før det blir en gradvis oppgang mot forbruk i takt med utviklingen i disponibel realinntekt i 2025 og 2026.

Det er imidlertid store forskjeller mellom husholdningenes forbrukspotensiale ut fra inntekt og gjeldsgrad. Inflasjonen er treffer de med minst inntekt hardest, mens rentehevingene i stor grad rammer de med høyest inntekt. En utdypning om dette finnes i delkapitlet om fordelingseffekter av økt inflasjon og rente.

### Investeringsvekst, til tross for svakere aktivitet

Så langt i år har investeringene i fastlandsbedriftene vært på den svake siden, noe som på mange måter har vært et varslet omslag etter at veksten i 2022 var nesten 7 prosent. Mangel på boliginvesteringer er blant driverne bak nedgangen, men også innen offentlig sektor har investeringene falt så langt i år. Industrien skiller seg ut i dette bildet med en kraftig oppgang i

Vi tror det fremdeles er sparemidler igjen slik at forbruket kan holdes oppe. Reallønnsvekst fra 2024 gir grunn til å tro på kortvarig fall i forbruket.

Investeringsbildet er blandet, men i sum har 2023 vært på den svake siden så langt.

starten av året, men totalt sett trekker bruttoinvesteringene ned veksten i fastlands-BNP i første halvår. Oljeinvesteringene svinger en god del fra kvartal til kvartal, men startet året med nedgang før veksten tiltok i andre kvartal. SSBs investeringstelling varsler en solid oppgang for oljeinvesteringene i 2023, noe som kan bety at vi vil se videre vekst i andre halvår.

Tallene for investeringer beveger seg tidvis mye opp og ned, og understreker at investeringer av natur 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, er også med å danne totalbildet. Våre anslag for investeringer innebærer at vi går fra et svakt år i 2023 og mot oppgang i 2024. I sum bidrar investeringene positivt utover i perioden, til tross for at vi syklisk går inn i en periode hvor det ville vært naturlig å vente noe nedgang, all den tid renten skal være høy og aktiviteten er fallende.

Blant de positive bidragsytene ser vi økte offentlige investeringer knyttet til forsvar, samt økt handlingsrom i finanspolitikken. For industrien indikerer SSBs investeringstelling (i løpende priser) en forventning om vekst i 2023. Høye oljeinvesteringer vil også kunne gi smitteeffekter til noe høyere investeringsvirksomhet blant fastlandsbedriftene. På den annen side anslår vi at boliginvesteringene vil holde seg lave ut året før de gradvis løfter seg mot mer normale nivåer i forhold til både befolknings- og aktivitetsutvikling. Investeringer i tjenestesektoren har også vært høye en stund og vil trolig følge en svakere generell aktivitetsutvikling fremover.

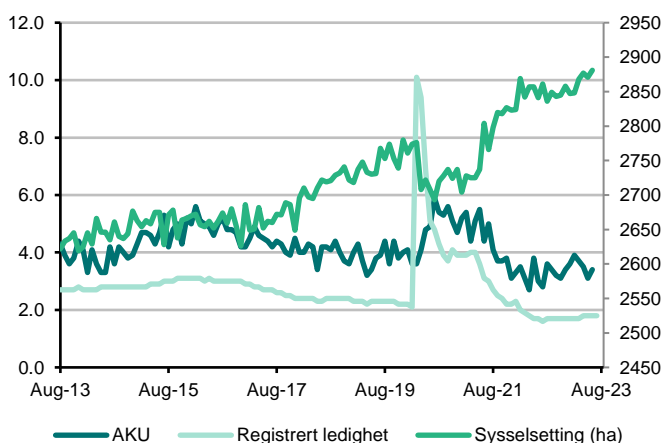
Vi anslår vekst i investeringene til tross for et svakt aktivitetsbilde. Offentlige investeringer og oljesektoren er bidragsytene til at bildet blir sterkere enn tidligere anslått.

### Arbeidsmarkedet vil bli mindre stramt

Arbeidsmarkedet i norsk økonomi er fremdeles stramt. Etter å ha vært nedom 1,6 prosent i juli i fjor, har den registrerte arbeidsledigheten steget så vidt de siste 12 månedene, til 1,8 prosent. Dermed er arbeidsledigheten svakt stigende, men fortsatt tre tideler lavere enn før pandemien. Sysselsettingen har fortsatt å stige så langt i 2023, men flatet noe mer ut i andre kvartal. SSBs statistikk for ledige stillinger lå dessuten på et rekordhøyt nivå i første kvartal 2023.

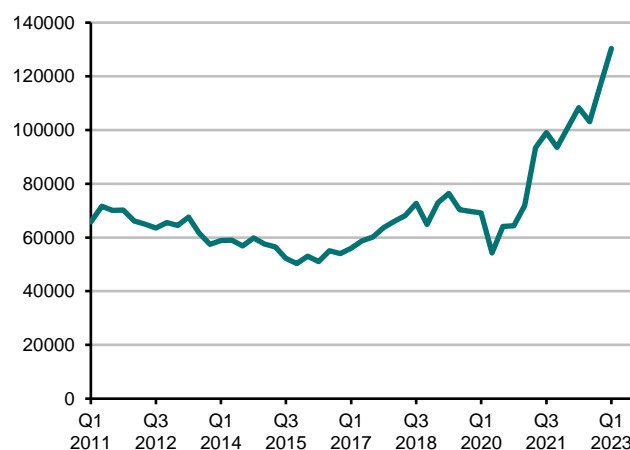
Arbeidsledigheten er fortsatt lav, sysselsettingen høy og det er mange ledige stillinger.

### Arbeidsmarked. %



Kilde: NAV, SSB, Refinitiv Datastream, DNB Markets

### Ledige stillinger, antall



Kilde: SSB, Refinitiv Datastream, DNB Markets

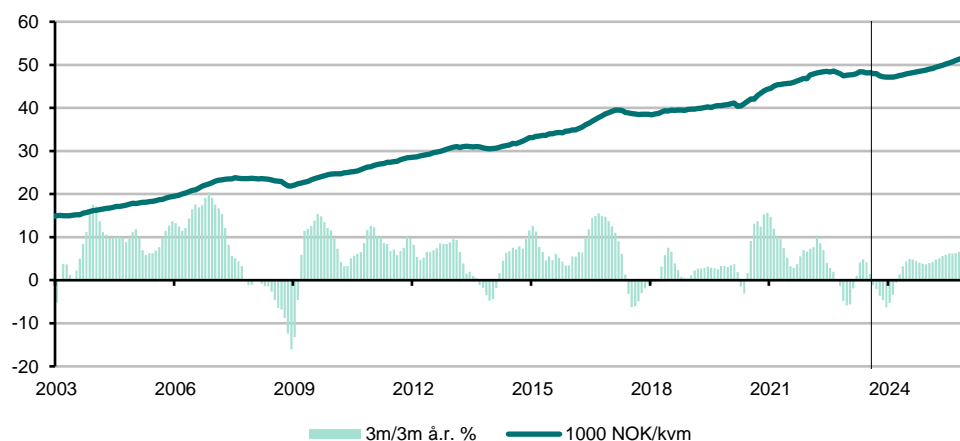
Selv om arbeidsmarkedet er stramt, ser vi noen små tegn til at det kjøles. Norges Banks Regionale Nettverk for andre kvartal viste en videre nedgang i andel bedrifter som opplever kapasitetsproblemer og andelen som opplever rekrutteringsproblemer er også fallende. Med svakere aktivitetsutvikling gjennom høsten, spesielt i en del sysselsettingsintensive næringer, som varehandel og tjenestesektoren, legger vi til grunn at den registrerte arbeidsledigheten vil stige til 2,2 prosent ved utgangen av året. Siden veksttakten i økonomien holder seg moderat i 2024, anslår vi at ledigheten vil stige videre og ende på 2,5 for 2024, før den flater ut på litt under 3 prosent i 2025 og 2026.

Det er store usikkerhetsmomenter knyttet til ledighetsprognosen vår. På den ene siden opplever bygg- og anleggsbransjen en markert nedtur, men vil hente seg gradvis inn igjen fremover. Samtidig kan høy aktivitet i industrien og leverandørnæringene til en viss grad fange opp ledig kapasitet. Det offentlige vil operere som en stadig sysselsetter i årene som kommer, og selv om privat forbruk trolig flater ut, kan svak krone bidra til fortsatt behov for arbeidskraft i eksportsektorer, samt reiselivsnæringen. I sum mener vi det er rett å beskrive arbeidsmarkedsprognosen vår som en normalisering fra en stram situasjon, og ledighetsraten vi anslår utover i prognoseperioden støtter synet vårt om at husholdningssektoren vil tåle at renten forblir høyere enn normalt en stund. I hvor stor grad stramheten i arbeidsmarkedet leder til høyere lønninger vurderes i avsnittet for priser og lønninger lenger ned.

### En mørk høst i boligmarkedet før prisveksten tiltar igjen

Å vurdere boligmarkedet ut fra prisbevegelser fra måned til måned er en lite hensiktsmessig øvelse, da prisveksten varierer en god del. Om vi trekker litt lengre linjer, er konklusjonen at boligmarkedet har svekket seg noe siden toppen i august 2022. Nedgangen vi så i fjor høst var ganske brå, men ble avbrutt av litt snillere kredittpraksis rundt årsskiftet, og vi fikk dermed en periode med boligprisvekst våren 2023. Inn mot sommeren kan det imidlertid se ut som pendelen har snudd igjen. I mai og juni falt prisene, før de steg litt i juli.

### Boligpriser



Kilde: Eiendom Norge, Refinitiv Datastream, DNB Markets

Vi tror det ligger an til en ny svak høst i boligmarkedet. En renteheving på 50 basispunkter fra Norges Bank før sommeren, kombinert med 25 basispunkter i august og september, vil trolig virke dempende på boligkjøpernes lånelyst. Selv om vi anslår rentetoppen å være nådd i september, tror vi det vil ta noe tid før rentehevingene slår fullt inn. Det går derfor mot en mørk høst i boligmarkedet, og vi anslår at prisene vil falle hele veien frem til nyttår og være om lag 3 prosent lavere enn toppen i august 2022. Utover våren 2024 anslår vi at veksten vil tilta. Rentene har ligget stabilt en stund, det er utsikter til reallønnsvekst og boligkjøpere vil trolig oppleve utsiktene som mer forutsigbare enn på lenge. Vi tror dette baner vei for at mer langsiktige strukturelle faktorer slår gjennom i boligprisutviklingen igjen, som lav tilgang på nye boliger og høy befolkningsvekst. I årene fremover legger vi til grunn reallønnsvekst og renten vil sågar settes noe ned. Det kan gi ytterligere løft i boligprisene i 2025 og 2026. Vi anslår et fall i boligprisene i 2023 på 0,5 prosent, vekst i 2024 på 0,2 prosent, før vi tror prisene vil stige med henholdsvis 5 og 6 prosent i 2025 og 2026.

Vi anslår at lavere aktivitet vil vise seg gjennom et mindre stramt arbeidsmarked i årene som kommer.

Boligmarkedet fikk en midlertidig oppgang våren 2023. Vi anslår et nytt fall i boligprisene høsten 2023, før prisveksten igjen tiltar i 2024.

## Priser og lønninger

### Høy inflasjon svekker kjøpekraften

I juni var kjerneprisene, som måler veksten i konsumprisene utenom energipriser og avgifter (KPI-JAE), 7,0 prosent høyere enn ett år tidligere. Det var den høyeste veksttakten som er målt for disse prisene. I juli avtok veksttakten til 6,4 prosent. Konsumprisene i alt steg med 5,4 prosent fra juli i fjor til juli i år. Gjennomsnittlig konsumprisvekst over de foregående 12 månedene var 6,6 prosent, og veksten i juli markerte et skifte ned i forhold til veksten gjennom det foregående året. Vi anslår en vekst i KPI i alt på 5,8 prosent fra i fjor til i år, som er uendret fra veksttakten i fjor. For kjerneprisene anslår vi en oppgang på 6,4 prosent i år, opp fra en vekst på 3,9 prosent i fjor.

Selv om det har vært en temmelig bred oppgang i prisene, er det store variasjoner i prisveksten for ulike konsumgrupper og betydelige svingninger i årstakten innenfor enkelte prisgrupper. For eksempel har prisene på mat og alkoholfrie drikkevarer steget med 10,7 prosent i årets første syv måneder sammenliknet med samme periode i fjor. Prisene på klær og skotøy har derimot steget med 3,1 prosent, og utdanning bare med 2,0 prosent. For mat og alkoholfrie drikkevarer falt prisveksten fra 13,4 prosent å/å i juni til 8,9 prosent i juli, og bidro i vesentlig grad til nedgangen i kjerneinflasjonen.

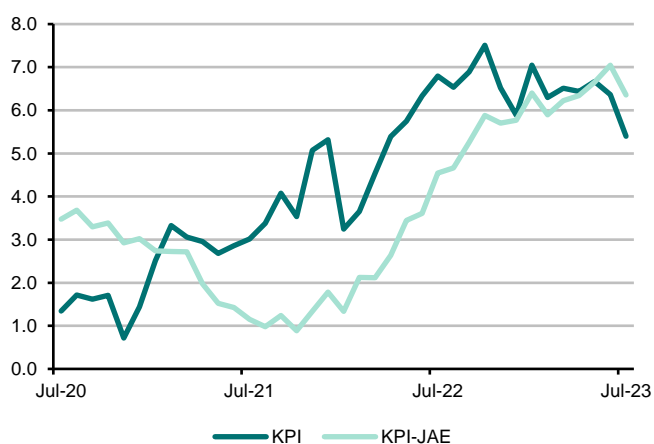
Strømprisene i KPI nådde en topp i september i fjor, med en oppgang på 175 prosent fra det svært lave nivået i juli 2020. I første halvår i år har strømprisene vært relativt stabile og om lag 13 prosent høyere enn i samme periode i fjor. I juli i år avtok strømprisene til det laveste nivået siden mars i fjor. Vi venter videre nedgang i august i år, og anslår en moderat oppgang gjennom høsten. Dermed vil strømprisene bidra til lavere årsvekst i konsumprisene i andre halvår i år.

Oppgangen i prisene er betydelig både for priser på importvarer og for norskproduserte varer. Hittil i år har importprisveksten vært relativt stabil rundt 7 prosent å/å, mens prisene på norskproduserte varer har svingt mellom 7,7 prosent og 11,3 prosent med en snittvekst på 9,3 prosent. Prisene på norskproduserte jordbruksvarer har steget mindre enn prisene på importerte jordbruksvarer, slik disse måles i KPI. Prisene på tjenester har steget litt mindre enn for varer, 5,1 prosent mot 7,6 prosent. Ser vi bort fra husleiene, har tjenestepriene steget med 6,5 prosent i gjennomsnitt så langt i år. Det er verdt å merke seg at tjenester der arbeidskraft dominerer kostnadsbildet bare har hatt en gjennomsnittlig prisvekst på 3,4 prosent.

Kjerneinflasjonen ventes å holde seg høy resten av året, mens mer moderate strømpriser trekker ned veksten i KPI

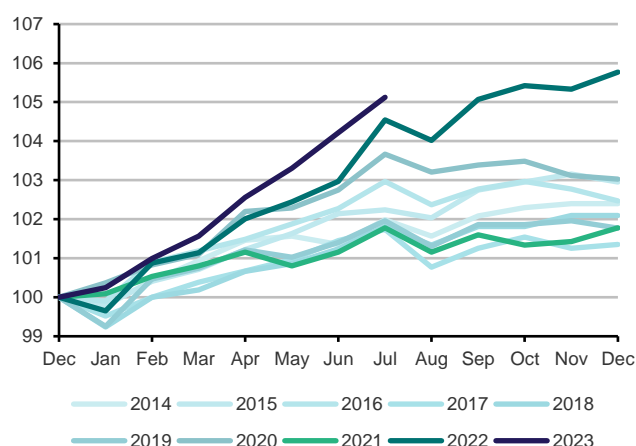
Store forskjeller i prisveksten for ulike konsumgrupper, men kjerneprisene har samlet en underliggende høy veksttakt

Konsumprisvekst. % å/å



Kilde: Statistisk sentralbyrå, DNB Markets

KPI-JAE. Indeks, desember t-1=100



Kilde: Statistisk sentralbyrå, DNB Markets

Utviklingen i prisstigningen i Norge har mange likhetstrekk med prisstigningen hos våre viktigste handelspartnere. I noen land er nå prisstigningen klart på vei ned. Noe av forklaringen på det ligger i baseeffekter, fall i priser på enkelte råvarer og nedgang i transportkostnader. Samtidig har prisstigningen på tjenester falt mindre enn for varer, og i noen tilfeller økt. I Norge har den samlede prisstigningen vært noe lavere enn i land som Sverige, Storbritannia og mange



eurosoneland. Noe av grunnen kan være strømstøtten, som bidro til å dempe prisveksten i Norge. Land som har støttet husholdningene mer direkte har ikke fått en slik effekt på konsumprisene.

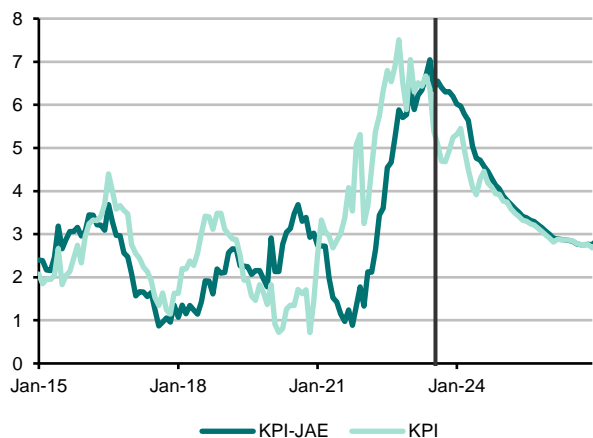
Ifølge en analyse fra Statistisk sentralbyrå skyldes en betydelig del av prisstigningen i fjor økte priser internasjonalt og økte energipriser. Ifølge analysen kan mesteparten av oppgangen i konsumprisveksten fra 2021 forklares med disse forholdene. Samtidig steg importprisene mer enn prisene for norsk fastlandsproduksjon, og sammen med tregheter i overvelting av kostnader i prisene kan det tilsi ytterligere prisimpulser for 2023. Høy prisvekst på eksportprodukter gav rom for økt lønnsvekst i 2022 og videre oppgang i 2023.

Fremover venter vi at prisveksten fortsatt vil være påvirket av den tidligere oppgangen i energiprisene og importprisene. Dessuten vil svekkelsen av kronen gjennom fjoråret og i år bidra til å øke priser på importvarene. Samtidig vil nedgang i prisveksten ute og fallet i energiprisene også trekke ned konsumprisene fremover. I 2022 var det en markert oppgang i lønnskostnadene per produsert enhet. Det ser ut til at denne faktoren stiger videre i år, og vi tror at særligtjenestepriene vil bli påvirket av denne økte kostnadsveksten.

Vi anslår at 12-månedersveksten i importprisene avta fra rundt 7 prosent de nærmeste månedene til 6 prosent mot slutten av året. Mot slutten av 2024 venter vi at importprisveksten har avtatt til vel 3 prosent og anslår videre nedgang i de påfølgende årene. Prisene på hjemmeproduerte varer og tjenester, utenom husleie, har siden starten av 2022 hatt en underliggende trendmessig vekst på litt over 7 prosent regnet som annualisert rate. Vi legger til grunn at dette vil vedvare de nærmeste månedene før denne trendveksten avtar mer markert mot slutten av året og gjennom første halvår neste år. Denne nedgangen drives av fall i energipriser og i noen grad av importpriser. Vi anslår en noe mer forsiktig nedgang gjennom andre halvår neste år og små endringer gjennom 2025. I denne perioden tror vi effekten av økte lønnskostnader får et større gjennomslag i konsumprisene.

Utsikter til vridninger i inflasjonsimpulsene: Mindre bidrag fra energi og import, mer fra økte lønninger.

### Konsumprisvekst i %, å/å. Faktisk og anslag



Kilde: Statistisk sentralbyrå, DNB Markets

### Kjerneprisvekst i %, å/å. Faktisk og anslag



Kilde: Statistisk sentralbyrå, DNB Markets

Samlet sett anslår vi en at kjerneprisene vil stige med 6,4 prosent i år, 4,9 prosent i 2024, 3,3 prosent i 2025 og 2,9 prosent i 2026. Vi anslår dermed at den underliggende inflasjonen i økonomien vil være høyere enn Norges Banks inflasjonsmål også ved utgangen av anslagsperioden.

Veksten i KPI i alt drives i stor grad av kjerneprisene, samt energiprisene. Vi har lagt til grunn at strømprisene avtar med 5 prosent fra 2022 til 2023. Dette anslaget omfatter et fall i strømprisene fra juli til august på 8 prosent, og deretter noe økning i prisene gjennom resten av året. Vi tror strømprisene vil avta med vel 5 prosent også i 2024 før vi tror realprisen på strøm tiltar gjennom de to siste årene i anslagsperioden. For KPI i alt anslår vi en vekst på 5,8 prosent fra 2022 til 2023, som er samme vekstrate som i fjor. For 2024 venter vi en nedgang til 4,4 prosent, deretter 3,2 prosent i 2025 og 2,8 prosent i 2026.

### Betydelig oppgang i lønnsveksten

Årets mellomoppgjør i frontfaget ble gjennomført sentralt av LO og NHO. Etter en kort streik ble partene enige om lønnsstillingene 20. april. NHO, i forståelse med LO, anslo årslønnsveksten i industrien samlet til 5,2 prosent, og denne rammen ble også lagt til grunn i de fleste andre forhandlingsområdene. I deler av offentlig sektor ble partene enige om en noe større ramme.

I mars, forut for lønnsoppgjørene, anslo Det tekniske beregningsutvalget for inntektsoppgjørene en prisvekst i år på 4,9 prosent. Med en lønnsvekst på 5,2 prosent lå det an til en liten reallønnsvekst. Nå ligger det an til at prisveksten i år kan bli 5,8 prosent. Høy prisvekst, god lønnsomhet i deler av næringslivet og et stramt arbeidsmarked tilsier at lønnsveksten vil ende opp med å bli høyere enn den anslåtte rammen.

Statistisk sentralbyrås kvartalsvise lønnsindeks steg med 5,1 prosent å/å i andre kvartal, opp fra 4,0 prosent i første kvartal. Andrekvartalstallene kan ha blitt noe dempet som følge av streik. Med litt tiltakende vekst gjennom andre halvår peker likevel denne indeksen mot en samlet lønnsvekst godt opp på femtallet. Ifølge Norges Banks forventningsundersøkelse venter partene i arbeidslivet at lønnsveksten år vil ende ut på 5,6 prosent. I april anslo vi lønnsveksten i år til 5,5 prosent, og vi mener det anslaget står seg godt. I så fall ligger det an til at reallønningene kan fall med 0,3 prosent etter en nedgang på 1,3 prosent i fjor.

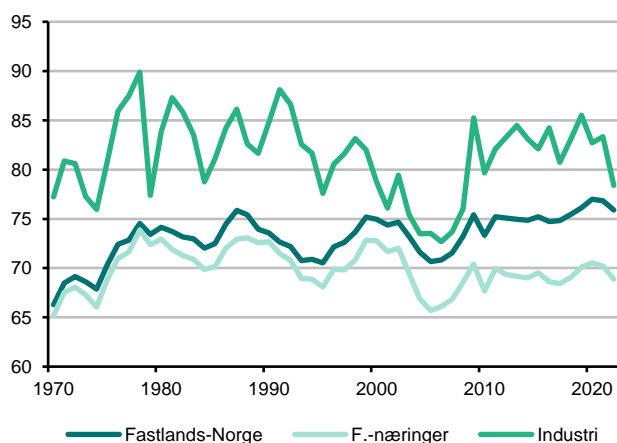
I den norske lønnsdannelsen forhandles det frem en ramme for industrien som andre forhandlingsområder skal holde seg innenfor. I praksis er det verkstedindustrien som er frontfaget. Partene legger vekt på at lønnsandelen skal holde seg noenlunde stabil, altså at lønnskostnadene og driftsresultatene skal stige om lag like mye. Dessuten ser partene til lønnsveksten hos handelspartnerne. I 2022 falt lønnsandelen i industrien og lønnsveksten ute var forventet å stige til over 5 prosent. Det ga rom for økt lønnsvekst i år.

Kravet om en bred økning i kjøpekraften står sterkt i arbeidstakerorganisasjonene. Utsikter til en prisvekst på 4,4 prosent neste år peker mot lønnskrav opp mot fem prosent. Dessuten har inflasjonen de siste årene blitt en del høyere enn det partene la til grunn. Det kan derfor tenkes at arbeidstakerne vil ha en buffer for nok en inflasjonsoverraskelse. Et stramt arbeidsmarked styrker fagforeningenes forhandlingsposisjon, mens gode utsikter for bedriftene tilsier mindre vilje til konflikt. Utover i det neste halve året venter vi imidlertid at dette bildet vil endre seg noe. Vi tror veksten i økonomien vil svekkes og at arbeidsledigheten vil stige noe. Det svekker grunnlaget for høye lønnskrav. Dessuten er det stor grad av variasjon i bedriftenes lønnsomhet. Selv om lønnsveksten har tatt seg opp i år, tror vi lønnsandelen blir lite påvirket. Det henger sammen med at lønnsveksten ute også er høy.

Videre oppgang i lønnsveksten i år.

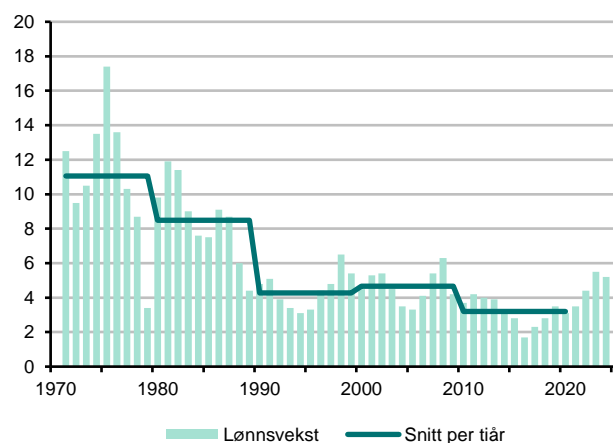
Fall i reallønnen i år, høy lønnsomhet i bedriftene, høy lønnsvekst ute og utsikter til høy prisvekst også neste år holder lønnsveksten høy.

### Lønnsandel i %



Kilde: Statistisk sentralbyrå, DNB Markets

### Årlig lønnsvekst i %. Faktisk og anslag



Kilde: Statistisk sentralbyrå, DNB Markets

Neste års oppgjør er et hovedoppgjør. Da vil normalt oppgjørene gjennomføres forbundsvis, med Fellesforbundet som forhandler med Norsk Industri for frontfaget. For Fellesforbundet må resultatet godkjennes gjennom uravstemning.

Vi anslår at rammen for industrien vil ende rundt 5 prosent neste år, og at lønnsveksten for alle grupper under ett vil havne på 5,2 prosent. Deretter venter vi en gradvis nedgang i lønnsveksten og anslår 4,3 prosent i 2025 og 4,0 prosent i 2026.

## Budsjettpolitikken

I Nasjonalbudsjettet for 2023 som ble lagt frem i oktober i fjor, la regjeringen opp til et strukturelt oljekorrigert underskudd (bruk av oljepenger) på 316,8 milliarder kroner, tilsvarende 2,5 prosent av kapitalen i Statens pensjonsfond utland (Oljefondet). Underskuddet ble anslått å gi en innstrammende impuls på 0,6 prosentpoeng, regnet som endring underskuddet i forhold til trenden i fastlands-BNP. Modellberegninger tydet imidlertid på at budsjettet ville ha nøytrale effekter på aktiviteten. Budsjettet bygde imidlertid på forutsetninger om den nominelle utviklingen som allerede ved publisering fremstod som lite realistiske. Konsumprisveksten ble anslått til 2,8 prosent og lønnsveksten til 4,2 prosent. Dersom budsjettet ikke ble endret, ville høyere pris- og lønnsvekst føre til reelle kutt i statlig aktivitet. Regjeringen varslet derfor i mars at utgiftene ville bli justert opp Revidert budsjett i mai som en konsekvens av et høyere nominelt forløp.

I Revidert budsjett ble det strukturelle, oljekorrigerte budsjettunderskuddet anslått til 372,6 milliarder kroner, som er en økning i bruken av oljepenger på 56 milliarder kroner. Oljepengebruken steg til 3,0 prosent av oljefondet. Den finanspolitiske indikatoren viste en positiv impuls på 0,4 prosentpoeng, som ble understøttet av modellberegninger av budsjettets økonomiske virkninger. Anslagene for pris- og lønnsvekst ble oppjustert til henholdsvis 5,4 prosent og 5¼ prosent. Kjerneinflasjonen ble anslått til 5,8 prosent for i år. I forhold til våre anslag i denne rapporten, var anslagene for den nominelle veksten i år fortsatt for lavt. Det kan derfor være at budsjettet likevel vil virke innstrammende. På den annen side er det sannsynlig at regjeringen vil foreslå ytterligere utgiftsøkninger i år, for å kompensere for at høyere pris- og lønnsvekst enn anslått virker innstrammende.

Oljefondet utgjorde 12 413 milliarder kroner ved inngangen til 2023. I skrivende stund har verdien steget til 15 024 milliarder kroner. Med utgangspunkt i handlingsregelens tre prosent gir dette anslagsvis en finanspolitisk impuls på 1,8 prosent. Med et annet utgangspunkt, for eksempel i en finanspolitisk impuls på 0,4 prosent, vil oljepengebruken i prosent av verdien av oljefondet avta til 2,7 prosent. Regjeringen vil da kunne øke oljepengebruken med om lag 15 milliarder 2024-kroner.

Pengepolitikken har blitt strammet kraftig til i fjor og i år. Det primære formålet er å bringe inflasjonen tilbake til målet. En av kanalene pengepolitikken virker gjennom er effektene på aktiviteten. I fjor og i år har aktiviteten ifølge Norges Bank vært høyere enn det som over tid er forenlig med lav og stabil prisvekst. Norges Bank har derfor ønsket å dempe veksten i aktiviteten. Finanspolitikken kan også ha vesentlig innvirkning på aktiviteten i økonomien, og det vil være en fordel om disse politikkområdene kan spille på lag. I sin pengepolitiske rapport fra juni la Norges Bank til grunn at det strukturelle oljekorrigerte underskuddet som andel av trenden i fastlands-BNP holdes uendret i 2024 og 2025.

En stram finanspolitikk i 2024 vil dermed kunne føre til at Norges Bank setter renten ned litt tidligere enn banken selv anslår. Vi tror likevel at finanspolitikken vil helle mot den ekspansive siden. Regjeringen har mange ambisjoner om økt aktivitet, ikke minst i næringspolitikken. Samtidig har den gitt uttrykk for at skattenivået ikke skal heves videre. Regjeringen er en mindretallsregjering, noe som gjør det mer komplisert å bli enige om et budsjett med aktivitetskutt. Dessuten peker meningsmålingene mot at regjeringspartiene har fått en meget lav oppslutning blant velgerne. Det tror vi øker sjansen for at bruken av oljepenger vil øke noe. En økning i den finanspolitiske indikatoren på rundt 0,4 prosentpoeng virker sannsynlig. Statsbudsjettet for 2024 legges frem 6. oktober.

Høy pris- og lønnsvekst førte til økte bevilgninger i revidert budsjett..

Regjeringen vil trolig foreslå ytterligere utgiftsøkninger

Kraftig økning i Oljefondet gir grunnlag for fortsatt oppgang i oljepengebruken, men ikke uten konsekvenser for inflasjon og renter.

Det blir vanskelig å holde igjen på pengebruken: Vi tror neste års budsjett heller mot det ekspansive.

## Pengepolitikken

### Styringsrenten har økt betydelig og holdes høyt lenger

Norges Bank hevet renten med 25 basispunkter i august til 4,00 prosent, og varslet at renten mest sannsynlig vil bli satt videre opp i september. Vi venter at Norges Bank hever renten med 25 basispunkter til 4,25 prosent på møtet i september og at renten holdes uendret frem til møtet i desember 2024.

Etter møtet i juni argumenterte sentralbanken tydelig for en høyere rente. Denne argumentasjonen må ses i lys av at renten da hadde blitt hevet med 50 basispunkter og at rentebanen var løftet markert. I august tonet sentralbanken ned argumentasjonen for renteoppgang: «Komiteens vurdering er at det er behov for en noe høyere rente for å bringe inflasjonen tilbake til målet». «Noe høyere rente» er i tråd med den varslede økningen i september. Tidligere har sentralbanken uttalt at den venter at renteøkningene vil virke innstrammende. Nå slås det fast at forventningene innfris: «Samtidig virker renten innstrammende, og presset i økonomien er i ferd med å avta».

Bestemmelse om pengepolitikken sier at: «Det operative målet for pengepolitikken skal være en årsvekst i konsumprisene som over tid er nær 2 prosent. 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.» Norges Bank må derfor avveie hvor raskt den skal prøve å få prisveksten ned til målet på 2 prosent mot effektene pengepolitikken har på produksjon og sysselsetting. I den pengepolitiske rapporten fra juni anslo Norges Bank at veksten i konsumprisene vil avta de neste årene, men fortsatt ligge over 2 prosent ved utgangen av 2026. Samtidig anslås kapasitetsutnyttelsen til å avta noe den nærmeste tiden til under et normalt nivå, før den igjen stiger litt mot slutten av anslagsperioden.

Med renteøkningen i august i år har sentralbanken hevet styringsrenten med 4 prosentpoeng på to år. Oppgangen skyldes dels en normalisering av renten etter svært lave nivåer gjennom pandemien. Den uvanlige raske og store oppgangen må likevel særlig tilskrives møtet med en uvanlig rask og stor oppgang i konsumprisene.

Det har vært fremmet kritikk mot Norges Bank om at rentene har blitt hevet for mye. Dette begrunnes i at prisveksten for en stor del skyldes energipriser og prisoppgang ute, noe som i liten grad påvirkes av Norges Banks styringsrente. Dessuten oppfattes denne oppgangen som midlertidig og at prisstigningen i Norge derfor vil avta av seg selv. Renteoppgangen har derfor ført til en unødvendig innstramming for husholdninger og bedrifter, og vil føre til at produksjon og sysselsetting blir lavere enn nødvendig. I noen grad pekes det også på at frontfagsmodellen i lønnsfastsettelsen vil forhindre pris- og lønnsspiraler.

Etter vår vurdering legger denne typen argumentasjon for lite vekt på betydningen av utviklingen i valutakursen. En mindre oppgang i de norske rentene øker sjansene for at kronen svekker seg ytterligere. Det vil kunne gi mer langvarige inflasjonsimpulser dels gjennom høyere importpriser og dels fordi økt lønnsomhet i eksportbedriftene kan slå ut i høyere lønnsvekst. De som hevder at inflasjonen vil komme ned av seg selv og at rentene derfor ikke bør heves så mye, ser også ut til å legge lite vekt på at lønnskostnadene per produsert enhet har steget kraftig de siste to årene. Selv om energi- og importpriser vil bidra til lavere prisvekst fremover, tilsier økt lønnskostnadsvekst at det kan ta lang tid å nå inflasjonsmålet. Det ser også ut til å være et visst etterslep i overveltingen av økte energi- og importpriser i konsumprisene. Det kan tilsa at omslaget i prisutviklingen kan strekke ut i tid.

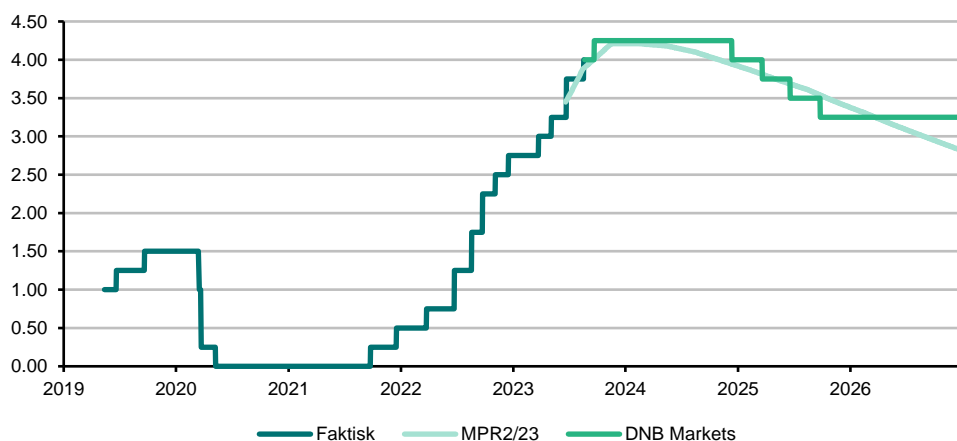
Jo lenger tid inflasjonen holder seg godt over målet, jo mer vil forventningene til at inflasjonen vil komme ned til to prosent svekkes. Økte inflasjonsforventninger kan også bidra til økt inflasjonspress. I Norges Banks forventningsundersøkelse fra tredje kvartal steg forventningene blant arbeidsgivere og arbeidstakere til prisveksten og lønnsveksten om både to og fem år videre, og inflasjonsforventningene ligger godt over målet til Norges Bank. Dette tyder på at prisveksten ikke nødvendigvis vil komme ned til to prosent av seg selv.

Utsikter til at rentetoppen nås i september, men risikoen er på oppsiden.

Renten er fortsatt lav i forhold til pris- og lønnsvekst, men den markerte oppgangen virker innstrammende.

Norges Bank har et stort sett av modeller for å analysere utviklingen i norsk økonomi og prisstigning. Banken kunne utvidet modellapparatet med kryssløpsmodeller, noe som kan gi et bedre grunnlag for å forstå hvordan kostnadsimpulser og andre sjokk brer seg gjennom økonomien. Det kan gjøre det lettere å skille mellom inflasjonsimpulser som stammer fra norsk produksjon og mer eksogene prissjokk.

### Norges Banks styringsrente. %. Faktisk og anslag



Kilde: Norges Bank, DNB Markets

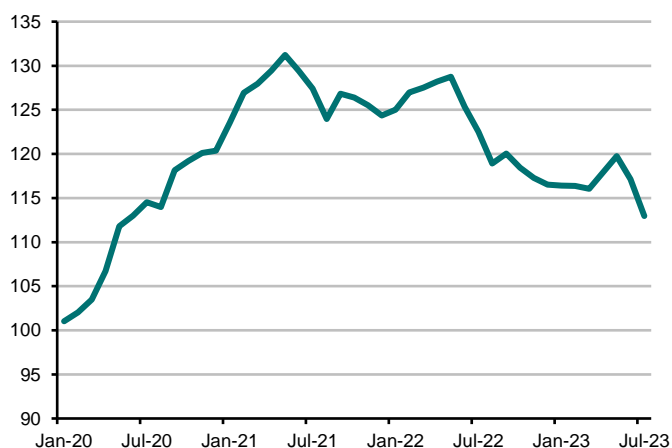
## Hva sier DNBS tall om forbruk og sparing?

Tall fra et underutvalg av DNBS kunder, tilpasset for å best mulig reflektere Norges befolkning, gir verdifull og rask innsikt i den seneste utviklingen i kortforbruk og sparing.

Siden likvide midler, definert som bankinnskudd og kostpris på fondssparing, svinger mye med inntekten som kommer inn på konto hver måned, ser vi på det relative forholdet mellom likvide midler og inntekt (indeksert i forhold til samme måned i 2019). I normale tider skulle vi forvente at denne størrelsen holdt seg noenlunde stabil. Noe av utfordringen med en slik indikator er at den kan falle i perioder med høy inntektsvekst. Det er heller ikke gitt at nivået i 2019 er et godt referansepunkt for hvor mye likvide midler husholdninger ønsker å ha i forhold til sin inntekt fremover i tid.

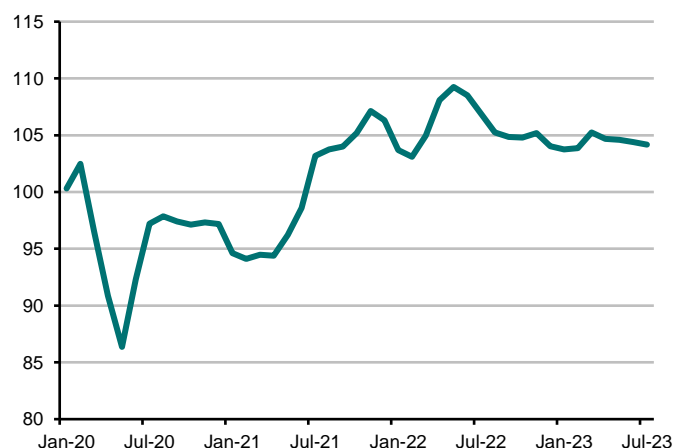
Figur 1 viser at kundene hadde en ekstraordinær oppbygging av likvide midler under pandemien. Fra den endelige gjenåpningen i starten av 2022, har kundene redusert sparebeholdningen som følge av kraftig oppgang i forbruk, samt høyere inflasjon og renter. Mengden likvide midler i forhold til inntekt falt ganske betydelig gjennom 2022 og har fortsatt den svake tendensen i 2023. Ved utgangen av juli var nivået fremdeles mer enn ti prosent høyere enn før pandemien.

**Figur 1: Likvide midler i forhold til inntekt, median.**  
Indeks: 2019 = 100. 3mnd glattet.



Kilde: DNB Bank ASA, DNB Markets

**Figur 2: Kortforbruk, deflatert.**  
Indeks: 2019 = 100. 3mnd glattet.



Kilde: DNB Bank ASA, DNB Markets

Figur 2 viser utviklingen i kortforbruk målt i faste priser, indeksert i forhold til samme måned 2019. Tallene svinger ganske mye fra måned til måned, så figuren viser gjennomsnitt for de siste 3 månedene. Kortforbruket hentet seg godt inn etter gjenåpning og nådde en foreløpig topp på forsommeren 2022. Gjennom høsten 2022 og vinteren 2023 har imidlertid tendensen vært flatere og så langt i år har kortforbruket ligget litt under 5 prosent høyere enn 2019-nivået. Dette er noe lavere enn to prosent trendvekst skulle tilsi. Etter å ha ligget om lag sju prosent over 2019-nivå i juni, falt kortforbruket til om lag en prosent over 2019-nivået i juli. Fallet kan ved første øyekast virke svakt, men gitt svingningene, er det for tidlig å konkludere fra disse tallene om forbruket har startet på en svakere trend. Våre anslag for privat forbruk i norsk økonomi legger til grunn at forbruket vil komme noe videre ned gjennom andre halvår, før det igjen stiger moderat i 2024.

Anders Hundhammer og Oddmund Berg

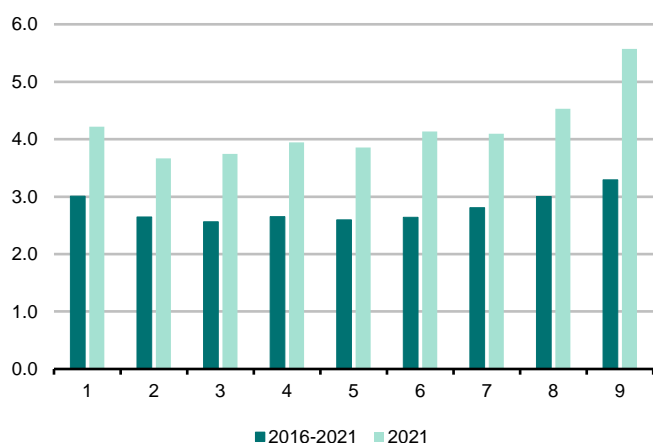
## Fordelingseffekter av økt inflasjon og rente

Ulike deler av husholdningssektoren rammes i forskjellig grad av inflasjon og rente. I dette kapitlet drøfter vi noen sentrale forskjeller mellom husholdninger basert på hvor de ligger i inntektsfordelingen.

For å belyse hvordan inflasjonen rammer ulikt, kan vi se hvordan inntektsvekst og forbruksmønster varierer ut fra inntektsnivå. Figur 3 viser desilfordelte inntektstall fra SSB for 2016 til 2021. I gjennomsnitt har lønnsveksten i prosent vært ganske lik mellom gruppene de siste fem årene. I 2021 var likevel inntektsveksten til 8. og 9. desil høyere enn resten. Når 2022-tallene foreligger vil vi i større grad kunne si noe om hvorvidt det har vært forskjeller i gruppenes evne til å dra nytte av et stramt arbeidsmarked og høy inflasjon.

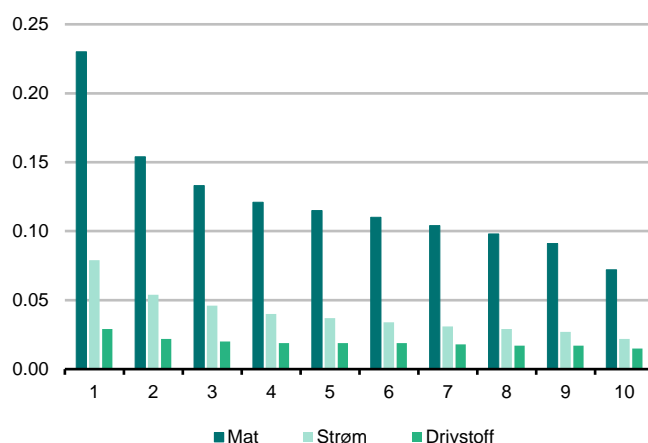
Tall fra SSB tyder på at inflasjonen har truffet lavinnteksgruppene hardest<sup>1</sup>. Dette fordi lavinnteksgruppene bruker en større andel av budsjettet sitt på nødvendige forbruksvarer, som mat og drikke, eller strøm, se figur 4. Prisene på disse har steget særlig mye i året som har gått. At en høy andel av inntekten går til forbruk bidrar også til at lavinntektsgruppene i mindre grad har fleksibilitet til å møte prisoppgang. Satt på spissen kan en husholdning med høy inntekt møte høy inflasjon ved å spare mindre, mens lavinntektsgruppene ikke har noe annet valg enn å redusere forbruket.

**Figur 3: Inntektsvekst i %. Etter inntektsdesil**



Kilde: SSB

**Figur 4: Budsjettandeler. Etter inntektsdesil**



Kilde: SSB

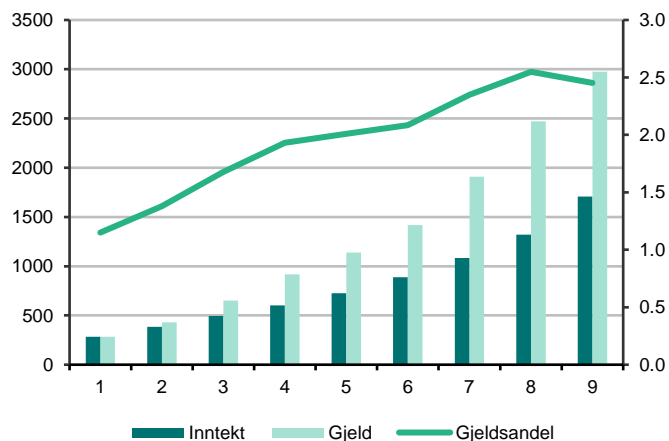
Renteoppgangen treffer også ulike inntektsgrupper ulikt. Figur 5 viser hvordan gjeld i forhold til samlet inntekt etter skatt varierer på tvers av inntektsfordelingen. Vi ser at gjeldsgraden er tydelig stigende. Det er høyinnteksgruppene som har høyest gjeldsgrad og som dermed bruker en større andel av inntekten sin på gjeldsbetjening. Dette bekreftes også i figur 4 hvor vi ser en indeksert serie for et underutvalg av DNB-kunders rentekostnader, basert på tre inntektsgrupper (der «lav» i grove termer kan ses på som 20. prosentil og «høy» er 80. prosentil). Tallene reflekterer at rentekostnadene i absolutte termer er høyere for inntektsgruppen, og at de har steget kraftig i takt med renteoppgangen. Siden det tar noe tid fra Norges Bank hever renten til husholdningene får økte rentekostnader, vil rentekostnadene stige ytterligere utover i andre halvår av 2023. Det treffer høyinnteksgruppen hardere, all den tid de har høyere gjeldsgrad.

Dersom vår renteprognose er rett, vil renten settes til 4,25 prosent i september 2023 og holdes uendret frem til desember 2024. I praksis betyr det at særlig høyinnteksgruppen vil oppleve noe mer innstramning i andre halvår 2023, før ytterligere lønnsvekst i 2024 vil avhjelpe situasjonen noe. Den oppdemmede sparingen etter pandemien er trolig skjevfordelt i retning av dem med høy inntekt, noe som taler for at økte rentekostnader til en viss grad fremdeles

<sup>1</sup> Se Lian med flere, 2022, SSB Rapporter 2022/46: «De økte utgiftene for husholdningene i 2022 – hvem rammes mest?»

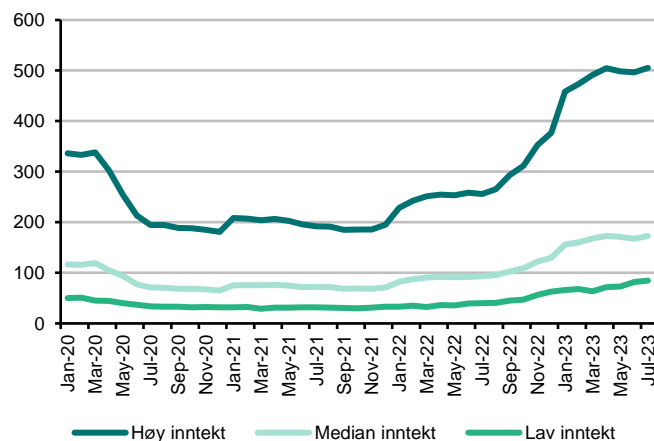
kan motsvares med nedtrapping av midlene på konto. Lavinntektsgruppen vil ikke påvirkes i like høy grad av ytterligere renteøkninger. Her er forbruksveksten trolig mest avhengig av at reallønnsveksten igjen tar seg opp. Med våre prognoser blir 2024 et år hvor denne gruppen igjen får økt kjøpekraft og kan øke forbruket.

**Figur 5: Husholdningers samlede inntekt, gjeld og gjeldsandel i 1000kr. Etter inntektsdesil**



Kilde: Refinitiv Datastream, DNB Markets

**Figur 6: Rentekostnader indeksert til mediannivå i 2019, for ulike inntektsnivåer**



Kilde: DNB Bank ASA, DNB Markets

I sum bidrar disse fordelingsmessige trekkene til å forklare utviklingen i forbruksmønster godt. Det siste året har det kommet flere rapporter om at forbrukere søker seg mot billigere varer. Det er trolig i større grad lavinntekts-husholdninger med lite oppsparte midler og lav fleksibilitet som har måttet tilpasse seg den økte inflasjonen. Samtidig har ikke forbruket i norsk økonomi som helhet falt. Det kan forklares av at de med høy inntekt (og mye gjeld) sparte mye da renten ble satt ned og at de derfor har hatt mulighet til å holde forbruket høyt, tross økte priser. Utover i 2024 er det grunn til å vente en mer moderat utvikling. Økte rentekostnader vil da trekke inn mer kjøpekraft fra gruppen som står for den største delen av forbruksveksten, og deres sparebuffer vil bli stadig mindre. Samtidig vil gruppene med lav inntekt, men også lav gjeld, oppleve at høy inntektsvekst og fallende inflasjon igjen løfter kjøpekraften. Våre anslag tyder på at dette i sum vil gi noe fall i forbruket i andre halvdel av 2023 og deretter moderat vekst. Den kanskje viktigste konklusjonen av analysen er likevel at utfallsrommet for inntekt, inflasjon og bruk av sparemidler er stort. Det gjør at vi kan tegne opp realistiske scenarier med alt fra betydelig fall, til god vekst i forbruket for 2024.

Gina Dugstad Gerhardsen, Anders Hundhammer og Oddmund Berg



# RENTEMARKEDENE

## Toppen er nær, rentefall neste år

Vi tror den amerikanske sentralbanken har hevet renta for siste gang i denne syklusen, og at den europeiske sentralbanken bare har én heving igjen. Forventninger til styringsrentene forblir den viktigste driveren av lange renter, og vi venter derfor at disse skal falle fremover.

### USD-renter: Lavere lange renter i året som kommer

#### Begrenset videre oppgang i USD-renter gitt at Fed har nådd rentetoppen

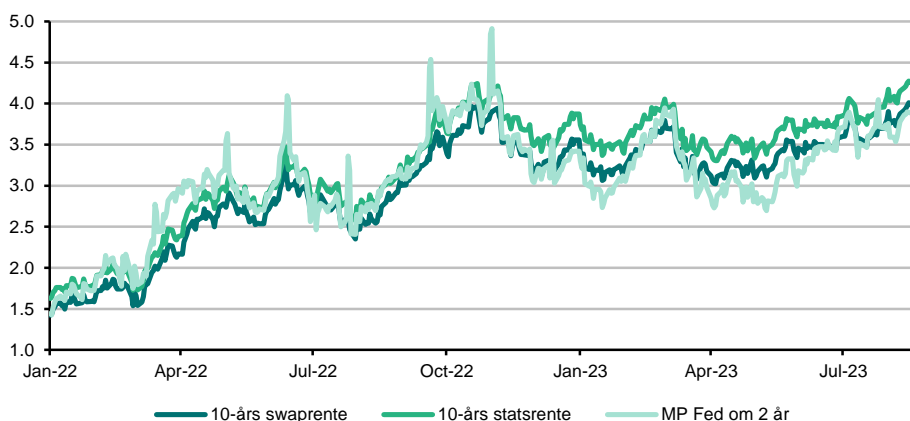
Starten av året i år var, i likhet med slutten av fjoråret, preget av usikkerhet og store bevegelser i rentemarkedet, men en nokså flat trend. De siste månedene har markedsrentene, både med kort og lang løpetid, steget igjen, drevet i stor grad av høyere renteforventninger. Både to- og tiårs swaprenter i USD har så vidt steget over toppen fra i fjor. Vi tror derimot ikke at de vil stige mye mer i tiden fremover, men heller følge en nedadgående trend de neste 12 månedene.

Hovedgrunnen til det er at vi tror den amerikanske sentralbanken (Fed) nå er ferdig med å heve rentene. I tillegg har markedsaktørenes forventning til Feds styringsrente fremover i tid løftet seg den siste tiden. Markedsprisingen er nå mer i tråd med vår egen forventning, om at Fed vil vente til godt ut i neste år før de kutter, og kun vil kutte rentene moderat når de først gjør det.

#### Forventninger til Feds styringsrente er styrende for lange renter

At vi tidligere har ment at det har vært oppsiderisiko i 10-års USD-renter har skyldtes at vi mente markedet ikke prisert inn en høy nok rentebane fra Fed. Nå er rentebanen altså mer i tråd med det vi selv tror på, og faktisk priser markedet inn en ikke-ubetydelig sannsynlighet for at Feds rentetopp enda ikke er nådd. At vi ikke tror Fed vil levere på dette er altså hovedgrunnen til at vi tror at 10-års USD swaprente vil falle allerede den nærmeste tiden, fra rundt 4,0 prosent i midten av august til 3,75 prosent om tre måneder, og videre ned til 3,5 prosent om 12 måneder. At vi tror på en videre, moderat, nedgang om 12 måneder skyldes at vi venter at Fed skal begynne å kutte rentene i juni neste år. Fallet i korte renter tror vi vil trekke 10-årsrentene noe ned.

#### USA: 10-årsrenter og markedsprising av Feds styringsrente om to år. Prosent.



Etter flat utvikling siden sent i fjor, har USD-rentene steget igjen siden mai, først og fremst som følge av høyere renteforventninger...

... som forblir den viktigste driveren av lange renter

Fordi vi tror rentetoppen til Fed er nådd, tror vi derfor også at lange USD-renter skal fallet i løpet av det neste året

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

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

Forventningene til hvor mye mer Fed skal heve rentene, hvor lenge renta skal bli liggende på toppnivået, og hvor snarlig og hvor mye Fed skal kutte rentene når de først begynner med det, har vært den dominerende driveren av markedsrenter med både kort og lang løpetid de siste to årene. Det er også grunnen til at vi vektlegger nettopp dette såpass mye i forventningene våre til 10-årsrenta fremover.

### Andre forhold enn renteforventninger kan spille en rolle

Gjeldstaksdebatten i USA i våres, og kredittvurderingsbyrået Fitch sin nedgradering av amerikansk statsgjeld i kjølvannet av det, ser ikke ut til å ha hatt en nevneverdig effekt på lange markedsrenter så langt. Hvis det var tilfellet skulle lange renter ha steget mer enn renteforventningene de siste månedene, men det er heller det motsatte som har skjedd: forventningene til Feds styringsrente har steget mer enn både 10-års statsrente og 10-års swaprente de siste tre månedene. Når det er sagt kan det tenkes at disse faktorene, frykt for en ytterligere nedgradering av amerikansk statsgjeld, og utsikter til økt gjeldsutstedelse nå som gjeldstaket er hevet, er en større betydning for lange USD-renter fremover.

Vi tror derimot ikke at dette er forhold som vil ha en så stor betydning på de lange rentene at de vil veie opp for at renteforventningene etter hvert begynner å komme ned. Grunnen til det er at terminpremien, som er den delen av markedsrenter med lang løpetid som ikke styres av markedsaktørenes forventning til korte renter, virker å være forankret på lave nivåer

### Terminpremien er en treg størrelse, og forblir på rekordlave nivåer

Normalt skal terminpremien være positiv, for å gi investorene en ekstra kompensasjon for å ta den risikoen det innebærer å låne ut penger lenge fremfor i en kort periode. Terminpremien er ikke en observerbar størrelse, men kan estimeres. New York Fed har en egen modell for å beregne terminpremien, som er mye brukt. Den viser at terminpremien på 10-års statsrenter i USA fortsatt ligger godt nede i negativt territorium, på rundt -0,6 prosent, det samme nivået den har ligget på de siste to årene.

At Fed har redusert beholdningen sin av statsobligasjoner (fra rundt 5500 milliarder USD i fjor sommer til rundt 4800 mrd. nå), og skal fortsette med det i overskuelig fremtid, virker dermed ikke å ha hatt en nevneverdig effekt på terminpremien. Det antyder at terminpremien er en treg størrelse, som i stor grad styres av langvarige trender og strukturelle faktorer.

Gjeldstaksdebatten i våres, og Fitch sin nedgradering av amerikansk statsgjeld i kjølvannet av det, virker ikke å ha bidratt til å trekke lange USD-renter opp så langt...

...slike faktorer, i tillegg til utsikter til økt utstedelse av statsgjeld kombinert med Feds videre balansereduksjon, kan tenkes å trekke lange renter mer opp fremover...

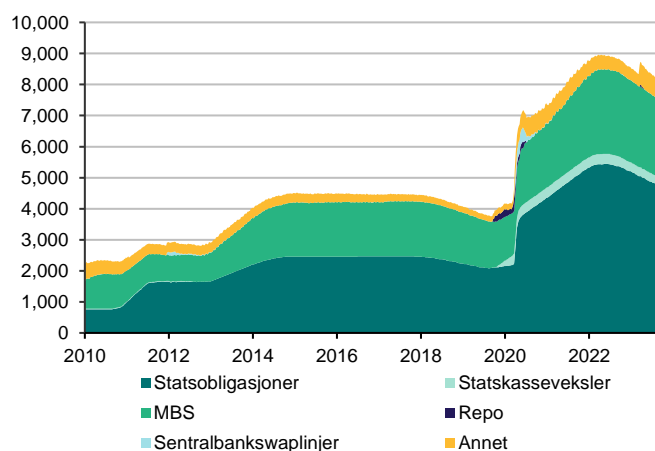
...men vi tror slike drivere, som ikke har å gjøre med forventninger til korte renter, er av mindre betydning på kort til mellomlang sikt, fordi terminpremien er en treg størrelse, som styres mer av langsiktige trender og strukturelle faktorer

### USA: 10-års terminpremie (ACM) i prosent.



Kilde: Refinitiv Datastream, DNB Markets

### USA: Feds balanse. Mrd. USD.



Kilde: Federal Reserve, Refinitiv Datastream, DNB Markets

### Rekordlav terminpremie er en av grunnen til at «this time is different»

Dette er en viktig grunn til at våre anslag nå antyder en tro på at «this time is different» når det gjelder rentekurven som et resesjonsvarsel. At vi tror 10-års USD swaprente skal falle til 3,5 prosent om ett år, men at styringsrenta på det laveste skal komme ned til 3,75 prosent, og det

ikke før i 2025, innebærer at rentekurven mest sannsynlig vil være invertert<sup>2</sup> i en god stund til, og det uten at det kommer en resesjon i amerikansk økonomi. Det vil i så fall være første gang i historien at 10 år vs 3 måneders rentekurve i USA ikke følges av en resesjon. At «*this time is different*» er det flere, realøkonomiske grunner til, som beskrevet nærmere i avsnittet om USA, men en ekstra forklaring ligger altså i terminpremien.

### USA: Rentekurver (swaprente). Prosentpoeng.



Kilde: Bloomberg, DNB Markets

At terminpremien har falt det siste tiåret skyldes, sånn vi ser det, at fri flyt i markedet for amerikanske statsobligasjoner, det vil si den delen av markedet som er tilgjengelig for kjøp og salg av prissensitive investorer, har falt. Sentralbankenes balanseøkning i denne perioden er én forklaring på dette, men langt i fra den eneste. En aldrende befolkning, og økt behov for sparing til pensjon, bidrar til høyere etterspørsel etter lange statsobligasjoner fra pensjonsfond og livselskaper. Ny regulering etter finanskrisen, med økte krav til andelen likvide og 'risikofrie' verdipapirer finansinstitusjoner må sitte på, har gitt økt etterspørsel etter statsobligasjoner. Spareoverskudd i oljeproduiserende og asiatiske land har også bidratt i samme retning.

Disse faktorene tror vi forklarer den lave terminpremien. De forklarer dermed også hvorfor «*this time is different*» med hensyn til rentekurven som et resesjonsvarsel. Sist, men ikke minst, forklarer de hvorfor vi ikke tror at hverken nedgraderingen av amerikansk statsgjeld eller utsikter til økt utstedelse av statsgjeld det neste halvåret, vil bidra til å løfte lange markedsrenter betydelig mer. Det er også andre forhold som gir en jevnt høy etterspørsel etter amerikansk statsgjeld, som bidrar til å forankre terminpremien på lave nivåer. Det gjør at lange renter holdes lavere enn de ellers ville vært, og til at det skal mye til før økt tilbud av statsgjeld eller andre faktorer som ikke har med renteforventninger å gjøre, får en nevneverdig innvirkning. Dermed tror vi forventningene til sentralbankens styringsrenter vil fortsette å være den dominerende driveren av lange renter i USA.

### Risiko både på opp- og nedsiden

Når det er sagt utelukker vi ikke at det er oppsiderisiko til vårt syn om at rentene skal fallet det neste året. Dersom inflasjonstall eller inflasjonsindikatorer stiger igjen, eller faller mindre enn forventet i løpet av det kommende året, kan det bety at Fed må heve rentene mer, eller vente lenger før de kutter. Det kan gi et løft i renteforventningene, og dermed lange markedsrenter.

Vel så viktig er nok derimot risikoen på nedsiden. Selv om det ikke er vårt hovedscenario kan det tenkes at den kraftige renteoppgangen får en mer innstrammende effekt på amerikansk økonomi enn det vi legger til grunn. En resesjon i USA vil nok gi et fall i renteforventningene som vil trekke ned lange renter markert mer enn det vi ser for oss.

At terminpremien holder seg på et rekordlavt nivå er en viktig grunn til at «*this time is different*» hva gjelder rentekurven som et resesjonsvarsel

<sup>2</sup> Rentekurven er renter sortert etter løpetid. Når rentekurven er invertert innebærer det at lange renter, som f.eks. 10-års stat- eller swaprente, er lavere enn korte renter, som f.eks. toårs stat eller swaprente, eller tre-mnd pengemarkedsrente.

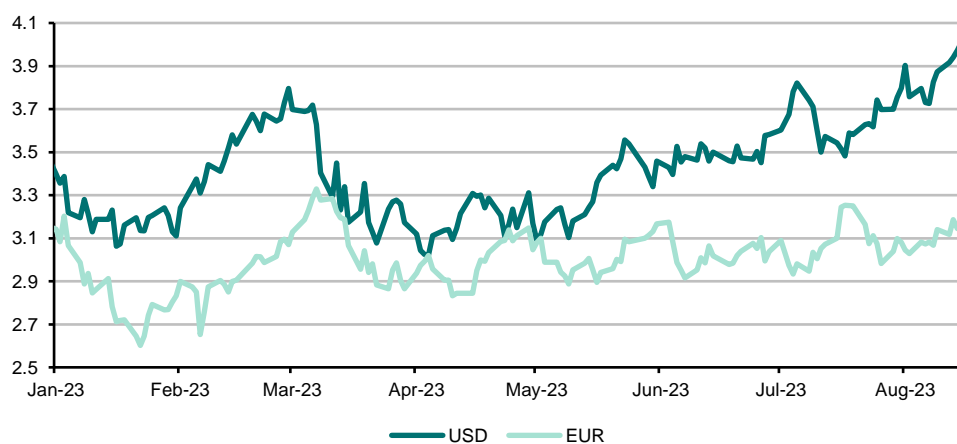
## EUR: Flat trend det siste året, noe oppsiderisiko på kort sikt

### 10-års EUR swaprente har holdt seg stabil så langt i 2023

Mens trenden i amerikanske renter var flat mot slutten av fjoråret og starten av året i år, har trenden i EUR-renter vært mer eller mindre flat hele det siste året. Etter kraftig oppgang gjennom 2022, har 10-års EUR swaprente etablert seg rundt 3 prosent i 2023, og er i midten av august kun 20bp høyere enn ved starten av året. Den siste tids oppgang i markedsrentene i USA har med andre ord ikke smittet over på tilsvarende renter i EUR. Noe av forklaringen på det kan være at markedsrentene i USA falt betydelig mer enn tilsvarende EUR-renter som følge av bankuroen tidlig i våres. Dermed har de også hatt mer å «ta igjen» de siste månedene. En annen forklaring er at amerikanske renter kan ha blitt trukket noe opp av faktorene knyttet til gjeldstakdebatten og Fitch sin nedgradering av amerikansk statsgjeld, som beskrevet nærmere over, selv om vi har vanskelig for å se at dette har hatt en veldig stor betydning.

Markedsrenter med lang løpetid i EUR har vært stabile i år, og ikke steget i takt med amerikanske de siste månedene.

### 10-års swaprenter i USD og EUR i prosent



Kilde: Bloomberg, DNB Markets

### En ekstra renteheving fra ECB kan trekke EUR-renter noe opp på kort sikt ...

Den viktigste forklaringen på den stabile utviklingen i EUR-renter, og at de har steget mindre enn USD-renter den siste tiden, er nok heller forventningene til ECBs styringsrente, som har holdt seg relativt stabile. ECB kom sent i gang med å heve renta, men tok kraftig i når de første begynte, og har hevet innskuddsrenta fra -0,50 prosent i juni i fjor, til 3,75 prosent i juli i år. Som beskrevet nærmere under avsnittet om eurosonen tror vi at ECB vil heve styringsrenten én gang til før de er ferdig, til 4,00 prosent, på rentemøtet i september. Deretter tror vi de vil vente til september neste år før de kutter, og at de da kutter ned til 3,25 prosent.

Forventningene til ECBs styringsrente ikke har endret seg mye så langt i år

Markedet priser nå inn stor sannsynlighet for at det kommer en ekstra renteheving i løpet av høsten, men kun rundt 60 prosent sannsynlighet for at den kommer allerede i september. Dette, og at det prises inn noe raskere rentekutt enn det vi tror er sannsynlig, er grunnen til at vi tror på noe oppsiderisiko i lange EUR-renter den nærmeste tiden. Vi anslår derfor at 10-års EUR swaprente kan stige til opp mot 3,5 prosent innen de neste tre månedene, for deretter å følge trenden i USD-renter ned igjen. Forventningen vår om at EUR-renter også skal falle i løpet av de neste 12 månedene støttes av at vi venter at ECB vil følge Fed, og kutte rentene neste år.

Vi tror på en ekstra renteheving fra ECB i september, og noe senere rentekutt, noe som, på marginen, taler for at EUR-renter kan stige noe den nærmeste tiden

### ... men risiko for at EUR-renter følger USD-renter ned

Når det gjelder risiko tror vi den først og fremst ligger på nedsiden for vårt syn, i alle fall den nærmeste tiden. EUR-renter følger som regel, tilsvarende USD-renter tett og fallet i USD-renter som vi forventer, kan trekke ned EUR-rentene også den nærmeste tiden. Vår forventning til ECBs rente og rentebane fremover er heller ikke så stor at det er grunn til å tro på en veldig stor reprising, dermed kan en bevegelse ned i USD-renter godt tenkes å trumfe en litt høyere rentebane fra ECB enn det markedet nå priser inn.

Risikoen for dette synet ligger derimot på oppsiden, all den tid EUR-renter ofte følger tilsvarende USD-renter, som vi venter skal falle

## NOK-renter: Korte renter nærmer seg toppen

### Korte NOK-renter

I august ble renten økt til 4,00 prosent og sentralbanken varslet en ny økning i september. Vi tror Norges Bank vil følge den planen og at renten blir liggende på 4,25 prosent frem til desember neste år (se avsnittet om pengepolitikken i Norge for mer detaljer). Vi tror det er mer sannsynlig at renten stiger videre enn at den senkes, i alle fall innen det første halve året.

Norges Bank hevet renten med 50 basispunkter på hvert av møtene i juni, august og september i fjor. Deretter ble takten dempet til 25bp på møtene i november og desember før sentralbanken holdt rentene i ro i januar. I løpet av det siste året har konsumprisene steget mer enn Norges Banks anslag, lønnsveksten har tiltatt og kronen svekket seg. Styringsrenten ble derfor hevet videre i mars og mai, hver med 25bp. Inn mot junimøtet var rentedifferansen til handelspartnerne redusert, og kronen hadde svekket seg tydelig. Dessuten lå det an til en markert oppjustering av lønnsanslagene. Norges Bank hevet derfor renten med 50bp i juni i år og løftet rentebanen markert.

Da vi la frem vår rapport i januar priset markedene inn en topp for styringsrenten midt mellom 3,00 prosent og 3,25 prosent. Markedene observerte naturlig nok utviklingene i nøkkeltallene og priset stadig inn økte renter. Da det nærmet seg junimøtet var markedene likevel i tvil om Norges Bank ville heve med 25bp eller 50bp, og priset inn om lag like stor sannsynlighet for hvert av utfallene. I dagene før junimøtet priset markedene inn en rentetopp på nesten 4,10 prosent. Etter junimøtet ble toppen løftet til 4,32 prosent, og at toppen skulle nås i desember i år. Utover i juli priset markedene stadig inn litt høyere rentetopp, og etter inflasjonsoverraskelsen i juli priset markedene inn en topp på vel 4,50 prosent og etter hvert en høy sannsynlighet for at Norges Bank ville heve renten med 50bp i august og ikke bare 25bp. 10. august kom det nye tall som viste en utvikling i inflasjonen mer i tråd med Norges Banks anslag. Markedene priset da inn 25bp heving i august med kun en liten sannsynlighet for 50bp. Rentetoppen ble justert ned og lå midt mellom 4,25 prosent og 4,50 prosent. Frem mot augustmøtet steg markedets forventning til rentetoppen noe og løftet seg litt etter møtet til rett under 4,50 prosent, men toppen nås tidlig neste år.

Oppgangen i styringsrentene og markedsforventningene bidro naturlig nok til en økning i 3m Nibor. Ved utgangen av januar ble 3m Nibor notert til 3,27 prosent. Det var da priset inn en topp i styringsrenten til 3,00 prosent i mars, men påslaget var på 45bp. Påslaget er her regnet som forskjellen i 3m Nibor og kvoterte priser for tremåneders forventet overnattenrenter (NOWA). Utover i februar falt påslaget markert, slik at også 3m Nibor gikk noe ned. 1. mars hadde påslaget falt til bare 20bp. Utover i mars steg påslaget på ny og passerte 50bp ved utgangen av måneden. Det brakte 3m Nibor opp til 3,70 prosent. Deretter har påslaget variert noe, med et gjennomsnitt på 43bp. 3m Nibor steg videre i tråd med at stadig høyere styringsrenter ble regnet inn, til 4,70 prosent i skrivende stund.

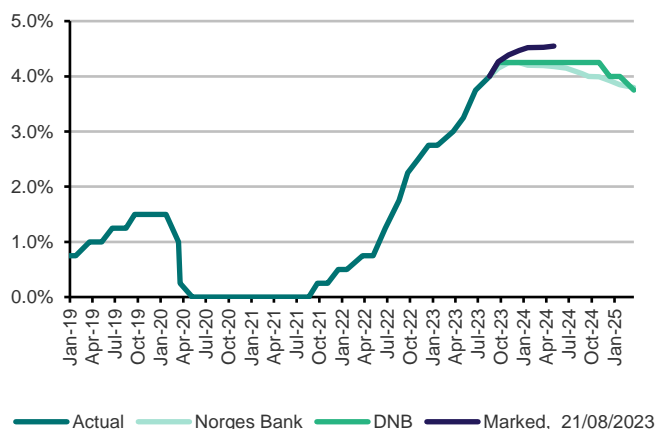
Variasjonene i påslaget henger sammen med både innenlandske og utenlandske forhold. Oppgangen i påslagene i mars må ses lys av uroen i finansmarkedene knyttet til amerikanske banker og Credit Suisse her i Europa. Etter at den amerikanske kongressen hevet gjeldstaket var det ventet at økt sertifikatopplåning fra det amerikanske finansdepartementet ville føre til en strammere likviditetssituasjon, noe som trakk påslaget litt opp. Men effekten ebbet ut da markedene fint absorberte det økte tilbudet av sertifikater. Av innenlandske forhold er det særlig svingninger i den strukturelle likviditeten som slår ut i 3m Nibor. Oppgangen i påslaget gjennom juli og inn i august kan trolig knyttes til markedenes bekymring for en ny anstrengt likviditetssituasjon ved inngangen til oktober, da en viktig oljeskattetermin forfaller. I fjor ble innbetalingene i oktober særlig store, og tilgangen til å låne kroner helt kortsiktig ble dårlig. Det rammet særlig de som låner inn kroner helt kortsiktig (T/M-markedet) for å låne ut på litt lengre løpetider som tre- eller seks måneder. I år er det ikke ventet like stram likviditetssituasjon, men det ser ut til at det prises inne en liten ekstra premie. Ettersom rentemøtet i september nærmer seg og markedene trolig vil prise inn en risiko for videre oppgang utover høsten, venter vi at slike forventninger vil bidra til å trekke 3m Nibor noe opp. Den strukturelle likviditeten i det

Markedet priser inn en oppsiderisiko til Norges Banks rentebane.

Høyere styringsrente, forventninger om videre økning og økte påslag pengemarkedet har trukket 3m Nibor opp.

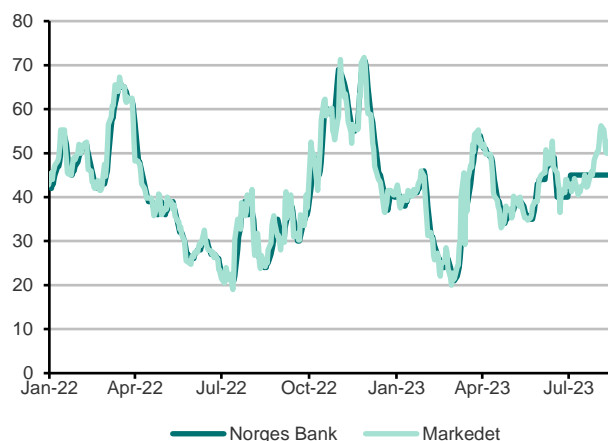
norske banksystemet har bedret seg gjennom de siste to månedene, men vil i hovedsak være noe lav resten av året. Det tilsier at påslaget holder seg oppe. Vi tror derfor at 3m Nibor kan stige til rundt 5 prosent i år før den avtar noe gjennom neste år. I FRA-markedet for 3m Nibor prises i skrivende stund desemberkontrakten til 5,08 prosent og junikontrakten til 4,75 prosent.

### Norge: Forventninger til styringsrente. %



Kilde: Bloomberg, Norges Bank, DNB Markets

### Norge: Påslag i pengemarkedet. 3m, basispunkter



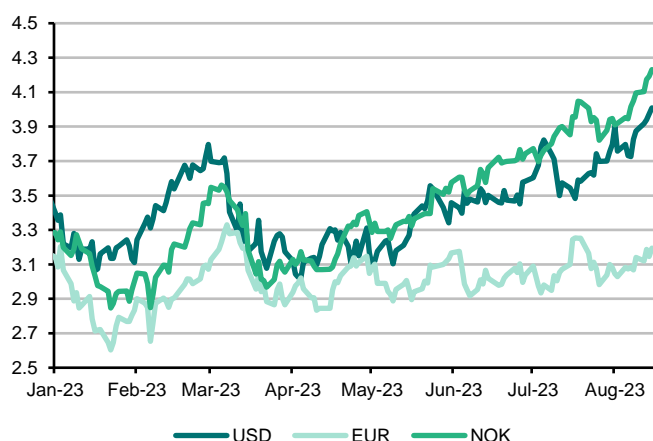
Kilde: Bloomberg, Norges Bank, DNB Markets

### 10-års NOK swaprente vil trolig falle i takt med tilsvarende USD-rente fremover

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 har nok markedsaktørenes syn på hva som er et normalt rentenivå for Norges Bank løftet seg i år, og det har bidratt til å løfte norske markedsrenter med lang løpetid også. Det, i tillegg til at norske renter fortsatt styres av USD-renter vel så mye som av EUR-renter, er dermed med på å forklare at den norske 10-års swaprenta har fulgt en oppadgående trend helt siden mars i år.

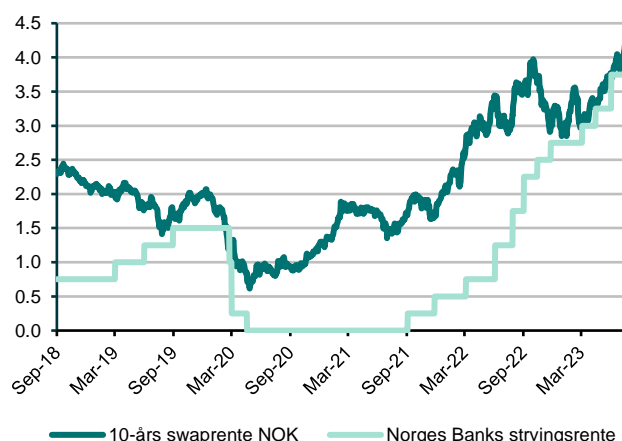
Den norske 10-årsrenta har steget langt mer enn tilsvarende renter i EUR og USD de siste månedene...

### 10-års swaprenter. Prosent.



Kilde: Bloomberg, DNB Markets

### Norges Banks styringsrente og 10-års swaprente. Prosent.



Kilde: Bloomberg, DNB Markets

Oppgangen i den norske 10-års swaprenta gjennom sommeren synes vi derimot virker litt vel sterk, og det kan virke som om renteoppgangen delvis skyldes tekniske forhold, og posisjonstagning av spekulative markedsaktører. Dette, kombinert med vår forventning om en nedgang i lange USD-renter den nærmeste tiden, er grunnen til at vi tror på nedgang også i 10-års NOK swaprente, fra godt over 4 prosent i midten av august, til 3,50 prosent innen de neste tre månedene. Deretter venter vi et videre fall til 3,25 prosent om 12 måneder, i tråd med trenden i EUR- og USD-renter i samme periode.

...det, kombinert med forventningen vår om at USD-renter skal begynne å falle igjen innen kort tid, gjør at vi også tror på fall i den norske tiåringen de neste tre månedene

## VALUTAMARKEDENE

### Euroen får etterlengtet medvind

Rentedifferanser fortsetter å være en viktig driver i valutamarkedet, men utviklingen mellom land har vært mindre synkron enn tidligere. Dermed har dollarstyrkingen stoppet opp, og vi har sett en bredt basert styrking av euroen som vi tror vil fortsette fremover. Kronen har svekket seg, og selv om utsiktene på kort sikt virker balanserte, venter vi videre svekkelse lenger frem i tid.

#### USD: Moderat svekkelse av dollaren

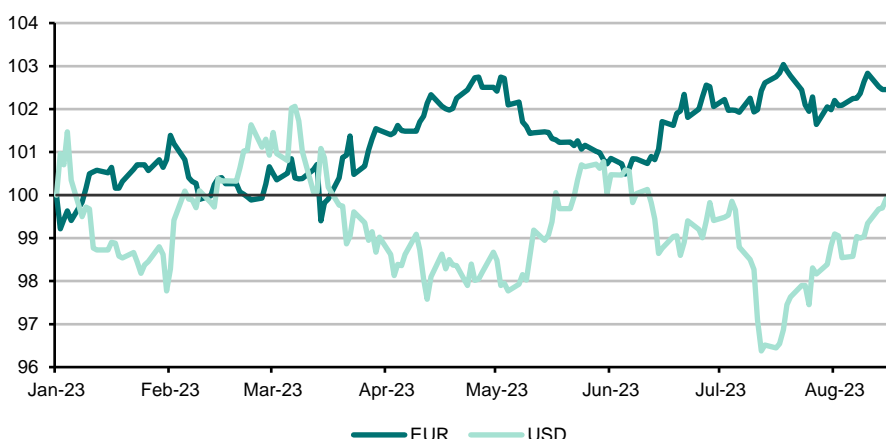
I midten av august handler den handelsvektede dollaren på akkurat samme nivå som ved inngangen av året. Etter å ha styrket seg markert gjennom første del av 2022 og frem til september det året, ble den mye ventede dollarsvekkelsen altså mer kortvarig enn mange hadde trodd, inkludert oss selv.

Sånn vi ser det, fortsetter dollaren å styres av to, sentrale drivere: renteforskjeller og risikoappetitt. De siste to årene har disse ofte beveget seg i samme retning for dollaren. Kraftig oppgang i dollarrentene, som har drevet opp renteforskjellen mellom USA og handelspartnere, har typisk også gitt et fall i risikoappetitten, og begge deler har gitt en sterkere dollar. Det motsatte har vært tilfellet når renteforventningene i USA har falt.

Ett unntak var under bankuroen i USA i våres, som gav et kraftig fall i amerikanske renter, og betydelig mer enn i for eksempel Europa. Fallet i renteforskjellen gav en svakere dollar, men fallet i risikoappetitten bidro til at dollarsvekkelsen ikke ble så markert som en ellers skulle ha forventet.

Vi tror fortsatt at renteforskjeller og risikoappetitt vil være styrende for dollaren i året som kommer, men det er ikke like åpenbart at disse skal fortsette å gi motvind eller medvind til dollaren på samme tid, sånn som de i stor grad har gjort de siste to årene. Vår forventning om at EURUSD skal stige, fra rundt 1.09 i midten av august, til 1.12 om tre måneder, og videre opp til 1.20 om ett år, skyldes derfor først og fremst et syn om at euroen skal styrke seg.

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



Flat utvikling i dollaren så langt i år

Renteforskjeller og risikoappetitt fortsetter å være de viktigste driverne

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

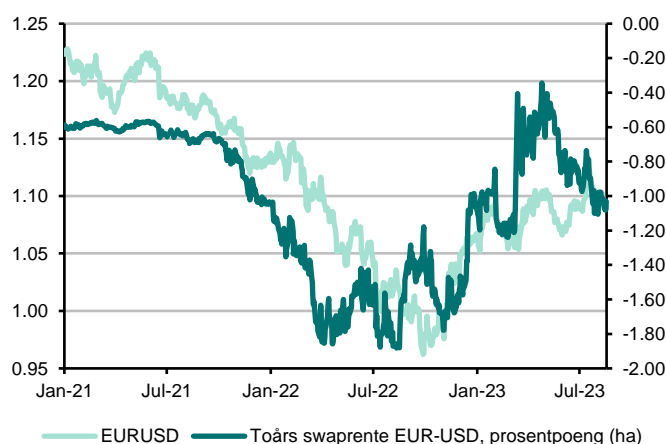
Magne Østnor  
magne.ostnor@dnb.no  
+47 90 74 79 02

Når det er sagt ligger det i våre prognoser en forventning om at både renteforskjeller og risikoappetitt kan bevege seg i en retning fremover som er negativt for dollaren, og som underbygger synet vårt om en nokså markert dollarsvekkelse mot euro.

For det første tror vi at den amerikanske sentralbanken, Fed, har nådd rentetoppen. Markedsprisingen indikerer derimot en tro blant markedsaktørene på at Fed kan heve rentene videre. På grunn av det tror vi markedsrentene i dollar kan falle noe i tiden fremover. Som beskrevet nærmere under avsnittet om renter mener vi derimot at det kan være noe oppsiderisiko i EUR-rentene i tiden fremover. Det, kombinert med at vi forventer at Fed vil kutte rentene igjen noe før ECB, og kutte rentene betydelig mer enn det vi venter at ECB skal gjøre, betyr at en av de viktigste driverne av en sterkere dollar siden starten av 2021, nemlig at Fed var først blant de to store sentralbankene med å begynne å heve rentene, nå snur.

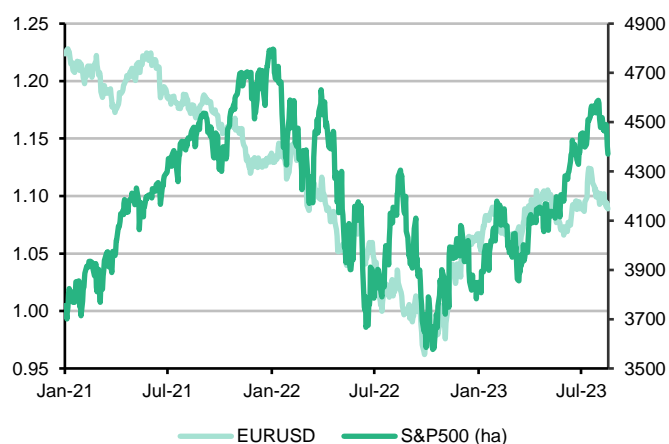
Utsikter for både renter og risikoappetitt tilsier mindre støtte til dollaren fremover, og gjør at vi venter en svekkelse av dollaren det neste året

### EURUSD og EUR-USD renteforskjell



Kilde: Refinitiv Datastream, DNB Markets

### EURUSD og amerikanske aksjer (S&P500)



Kilde: Refinitiv Datastream, DNB Markets

Forventningen vår om at rentetoppen i USA er nådd, kombinert med at vi tror amerikansk økonomi unngår en resesjon, er også støttende for risikoappetitten i tiden fremover. Aksjer og andre risikable aktiva har utviklet seg nokså positivt så langt i år. Gitt at vi har rett i synet på at rentetoppen er nådd og at en resesjon unngås, er det grunn til å tro at det kan fortsette. Det peker i så fall også i retning av at dollaren kan svekke seg på bekostning av andre valutaer.

## EUR: Videre, og mer markert, styrking av euroen fremover

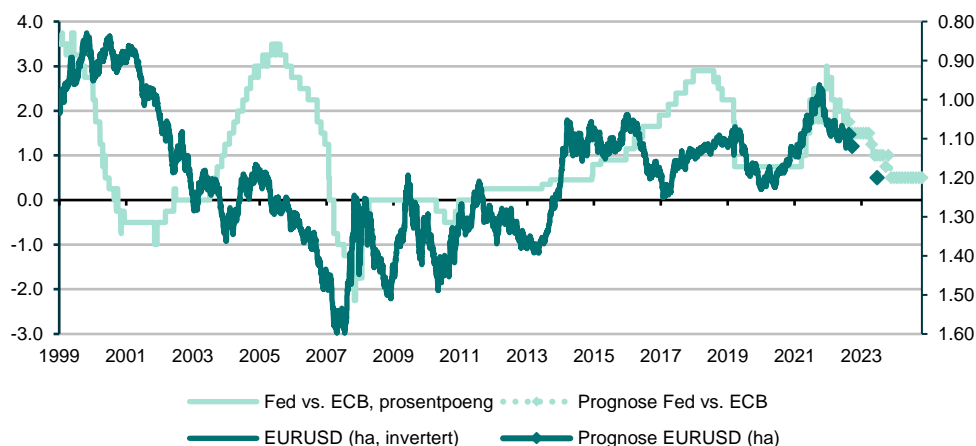
Etter å ha svekket seg markert gjennom 2021 og første halvdel av 2022, hentet euroen seg inn igjen mot slutten av fjoråret og starten av året i år. Siden april har derimot ikke euroen styrket seg videre, noe vi tror først og fremst skyldes usikkerhet rundt vekst-, og dermed renteutsiktene, i kjølvannet av svekkelsen i økonomien det siste halvåret. Vi tror veksten i eurosonen skal bedre seg i tiden fremover, og være langt sterkere enn veksten i USA til neste år.

Euroen har ikke styrket seg siden i våres, trolig som følge av svekkelsen i nøkkeltallene, som har skapt usikkerhet om vekst- og renteutsiktene

At veksten i eurosonen har falt det siste året skyldes først og fremst, som beskrevet under avsnittet om eurosonen, at den høye inflasjonen har spist så mye av husholdningenes kjøpekraft at det har gitt et kraftig fall i forbruket. Nå som totalinflasjonen i eurosonen faller mye, samtidig som stramheten i arbeidsmarkedet viser få tegn til å avta, tror vi husholdningenes realinntektsvekst vil bedre seg, og det vil trolig løfte forbruket. Det er også strukturelle forhold som tilsier at arbeidsledigheten i eurosonen ikke skal stige fremover, mens vi ser for oss en moderat oppgang i for eksempel USA.



### EURUSD og Fed-ECB styringsrente. Faktisk og DNB Markets prognoser. Prosent.



Kilde: Refinitiv Datastream, DNB Markets

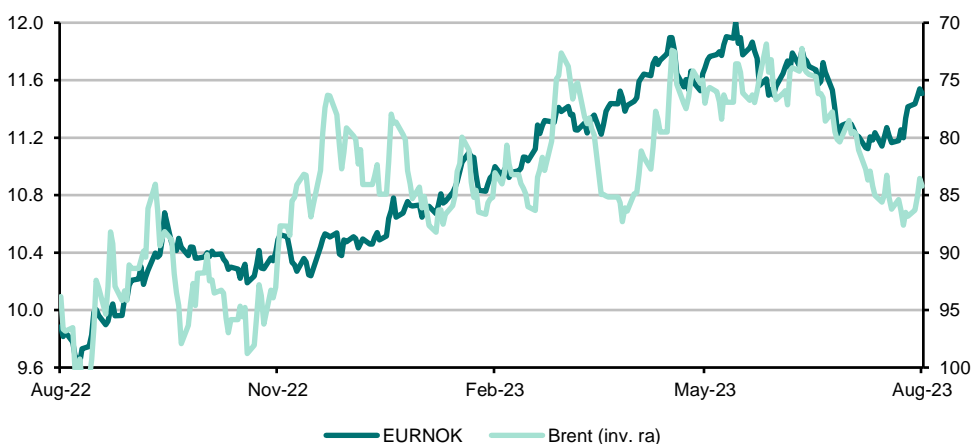
Når veksten i eurosonen bedrer seg såpass mye relativt til veksten i andre store økonomier, mener vi det tilsier at euroen skal styrke seg. At renteforskjellen mellom USA og eurosonen også ligger an til å være mindre fremover enn den har vært de siste åtte årene, tilsier også at euroen skal styrke seg mot dollar. Alt i alt holder vi altså fast på vårt syn om at EURUSD skal opp til 1.20 innen de neste 12 månedene.

Sterkere vekst i eurosonen enn i USA neste år, og mindre renteforskjell, mener vi tilsier en styrking av euroen mot dollar det neste året

### NOK: Fortsatt utsikter til svak krone på sikt

Kronesvekkelsen gjennom høsten i fjor fortsatte etter nyttår, og kronen nådde nær rekordsvake nivåer på vårparten. Siden da har deler av svekkelsen blitt reversert, men kronen holder seg fortsatt på nivåer som er svake i et historisk perspektiv.

### EURNOK og oljepris



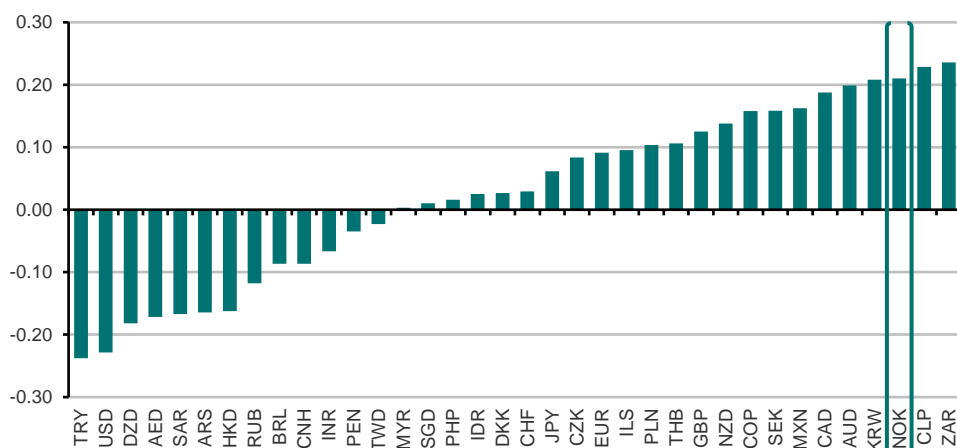
Kilde: Refinitiv Datastream, DNB Markets

Det har vært store svingninger i energiprisene de siste årene. Dette har gitt store utslag i kronekursen, selv om utviklingen i energipriser ikke alltid har sammenfalt i tid med utviklingen i kronekursen. Høye oljeinntekter bidrar til store kronevekslinger, og disse utgjør en betydelig andel av den daglige omsetningen i kroner. Oljeselskapene selger sine valutainntekter for å kunne betale sin skatt i kroner, og noe av dette har Norges Bank solgt på vegne av staten for å plassere det i Statens pensjonsfond utland. Selv om disse vekslingene har sammenfalt bedre i år enn tidligere, har en tidvis ubalanse bidratt til kronekursutslag. Både underskuddet på statsbudsjettet og høye utbytteutbetalinger og tilbakekjøp av aksjer fra petroleumselskapene

gjør at vi venter at de petroleums-relaterte vekslingene isolert sett vil bidra til en sterkere krone fremover, men i avtagende grad ettersom inntjeningen i sektoren normaliseres.

Rentene internasjonalt steg mye i takt med at inflasjonen overrasket på oppsiden og aktiviteten holdt seg oppe. Renteoppgangen var betydelig større enn her hjemme, og bidro til at kronere rentene en periode var lavere enn i mange av de andre store valutaene. Kronen har lenge sett større svingninger enn andre valutaer, og hatt en sterk sammenheng med endringer i risikosentiment. Det gjør at fallet i rentedifferanser har fått stor betydning. Over sommeren har rentedifferansene igjen steget noe i kjølvannet av økte styringsrenteforventninger her hjemme, og vært en viktig årsak til kronestyrkingen i samme periode. Vi tror imidlertid det er lite ekstra medvind for kronen fra renteutsiktene fremover. For øyeblikket indikerer markedsprisingen en stor sannsynlighet for ytterligere to rentehevinger fra Norges Bank, og selv om dette kan vedvare en periode, tror vi Norges Bank vil klare seg med en siste heving i september. Dermed mener vi det er liten grunn til å tro at rentedifferansene skal øke mer i kronens favør.

### Sensitivitet i valutakurs for endringer i risikovilje\*



\*Beta koeffisient i en regresjon med ukentlige endringer i S&P 500 som forklaringsvariabel for endringer i handelsveid valutakurs.  
Kilde: Bloomberg, DNB Markets

Kronen forblir en valuta som er utsatt for endringer i risikoviljen. Om vi ser bort i fra et tilbakeslag under bankuroen i mars, har risikosentimentet holdt seg godt oppe så langt i år, tross den kraftige renteoppgangen. Selv om rentetoppen nå er nær i flere land og resesjonsfrykten har avtatt, ser vi for oss en periode med svak vekst og gjenstridig inflasjon fremover. Med fortsatt høy prising i aksjemarkedet og en mulig økning i misligholdene i kredittmarkedene er det rimelig å vente perioder med markedsuro som vil bidra til å trekke kronen svakere. Samtidig er markedene på vakt for hvordan høyere renter og en svekkelse av arbeidsmarkedet påvirker en økonomi som den norske der husholdningenes gjeld er høy og andelen rentebinding lav, noe som også kan bidra til å holde kronen på svake nivåer.

Selv om kronen har svekket seg mye over mange år, er det verdt å merke seg at den handelsveide kronen ikke har svekket seg like mye som kronen har svekket seg mot for eksempel dollar og euro. Det innebærer at det er andre valutaer som er viktige i vår utenrikshandel hvor svekkelsen har vært mindre. Om vi dessuten legger til grunn at valutakurser skal ta høyde for forskjeller i lønns- og prisvekst, såkalt realvalutakurs, blir svekkelsen det siste tiåret enda mindre som følge av høyere lønns- og prisvekst her hjemme enn hos våre handelspartnere. Man kan si at kronesvekkelsen har vært nødvendig for å opprettholde den kostnadmessige konkurranseevnen for økonomien.

Hva som er et rimelig nivå for valutakursen er ikke mulig å observere, men ofte antar man at det er den valutakursen som er i tråd med balanse både i utenriks- og innenlandsøkonomien. Ser vi bort fra pandemi og krig, har norsk økonomi over lengre tid vært nokså nær på normal kapasitetsutnyttning, med lav og stabil ledighet. Samtidig har petroleumsinntekter gitt opphav til overskudd på driftsbalansen og underskudd på handel med tradisjonelle varer og tjenester,

Kronesvekkelsen det siste tiåret har vært nødvendig for å opprettholde den kostnadmessige konkurranseevnen.

Nivået på kronkursen virker rimelig sett opp mot en økonomi som over tid har vært i god balanse.

også det nær hva vi må regne med for en liten, åpen økonomi med store inntekter fra petroleumssektoren. Dermed mener vi at kronkursen vi har i det store og hele godt reflekterer tilstanden i økonomien. Hadde den ikke gjort det, burde vi ha sett næringsliv eller husholdninger tilpasse seg, noe vi bare har sett i begrenset utstrekning.

Vi har over tid sett at husholdningenes sparing har vært høy, og en stadig større andel av denne sparingen har blitt plassert i utenlandske verdipapirer. Så lenge disse ikke sikres mot valutasvingninger, innebærer dette et depresierende press på kronen. Vi tror dette kan vedvare, selv om vi ikke ser for oss like sterk vekst i sparingen som under pandemien. Husholdningene har trukket på sparebufferne fra pandemien i møte med høy inflasjon og høyere renter, men det er ingen tegn til at sparingen i utenlandske aktiva reduseres. Vi tror derfor dette kan være en faktor som fortsatt vil trekke i retning av en svakere krone.

Samlet sett mener vi utsiktene for kronen på kort sikt er nokså balanserte. Ser vi imidlertid litt lenger frem i tid, er det flere strukturelle faktorer vi tror fortsatt vil bidra til å holde kronen på svake nivåer. På 12 måneders sikt tror vi derfor EURNOK kan handle nær 12,00.

Husholdningene sparer mye og plasserer stadig mer utenlands, det har bidratt til en svakere krone.

## SEK: Kronesvekkelse som er kommet for å bli

Den svenske kronen har så langt i år fortsatt fjorårets kraftige svekkelse, og er nå svakere enn den var under både finanskrisen og pandemien. Siden begynnelsen av 2021 har den handelsveide svenske kronen (KIX) svekket seg med hele 18 prosent.

Lenge bidro lavere rentedifferanser til denne svekkelsen. Til tross for at Riksbanken har hevet styringsrenten jevnt og trutt det siste året, har andre land hevet rentene enda mer, og rentedifferansen mot andre valutaer skrumpet enda mer inn. Siden årsskiftet har imidlertid utviklingen i svenske renter vært nokså parallell med andre lands renteutvikling, og kan dermed ikke forklare den videre svekkelsen av kronen. Selv om vi tror Riksbanken vil heve styringsrenten enda en gang, er dette allerede tatt høyde for i markedet og flere andre land vil dessuten også heve en siste gang.

Lavere rentedifferanse ikke lenger en årsak til svakere krone, men ei heller noen medvind.

### EURSEK og rentedifferanse (EUR-SEK)



Kilde: Refinitiv Datastream, DNB Markets

I takt med høyere renter, har imidlertid bekymringene rundt den høye husholdningsgjelden og gjeldsgraden innen næringsseidom blitt en hemske for den svenske kronen. Flere svenske selskaper innen næringsseidom har opplevd finansielle problemer, og kredittpåslagene i denne sektoren har steget betydelig og indikerer en forventning om mislighold fremover. Det private forbruket har dessuten utviklet seg svakt en periode, en tydelig indikasjon på at svenske husholdninger opplever tøffe tak. Selv om vi tror BNP-veksten tar seg gradvis opp utover i neste år, venter vi at usikkerheten om det svenske eiendomsmarkedet vil bidra til å holde kronen svak fremover.

Usikkerheten om utviklingen i markedene for bolig og næringsseidom vil fortsette å tyngre kronen fremover.

Den svenske kronen har historisk hatt en tendens til å svinge i takt med risikosentimentet i markedet, i likhet med den norske kronen. Likevel har ikke sammenhengen stått seg spesielt godt så langt i år. Vi tror imidlertid dette kan skifte fremover. Vi ser for oss en lengre periode med svak vekst, gjenstridig inflasjon og innstrammende renter. Selv om risikoen for en dyp global resesjon har avtatt, vil ikke den økonomiske utviklingen være god nok til å unngå perioder med markedsuro som vil være med å svekke den svenske kronen. På 12 måneders sikt tror vi EURSEK vil handle nær 12.10.

Perioder med markedsturbulens vil være negativt for den svenske kronen fremover.

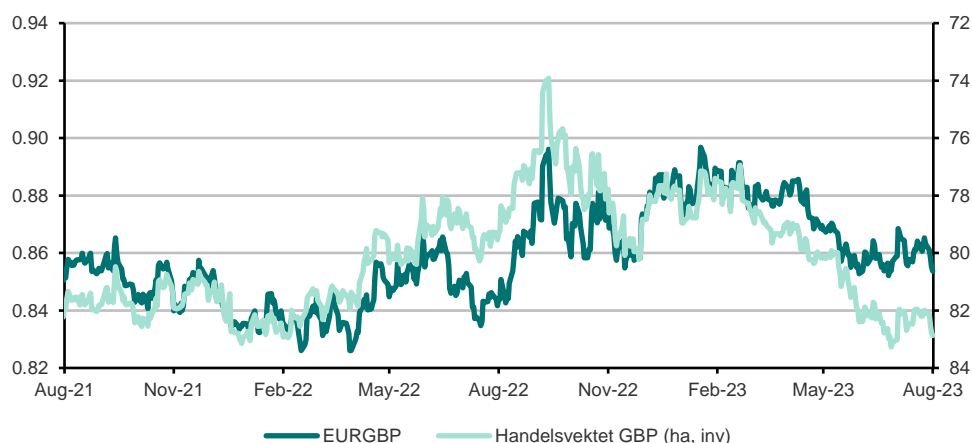
## GBP: Forsiktig svekkelse av pundet på sikt.

Britisk økonomi ble hardt rammet av oppgangen i energiprisene gjennom fjoråret, og det britiske pundet var blant taperne i valutamarkedet. Så langt i år har imidlertid utviklingen vært en annen, og det handelsveide pundet har styrket seg med nesten 7 prosent.

Særlig to faktorer har trukket i retning av et sterkere pund i år. For det første avtok energiprisene mot slutten av fjoråret, og den økonomiske nedturen ble dermed ikke like alvorlig som fryktet. Dessuten viste lønns- og prispresset seg mer standhaftig enn ventet utover våren. Det bidro til at forventningene til rentehevinger fra Bank of England skjøt fart, og på det meste ventet markedene en topp for styringsrenten på opp mot 6,5 prosent, nesten 2 prosentpoeng mer enn bare to måneder tidligere. Den kraftige renteoppgangen var større enn i andre valutaer, og bidro til at pundet styrket seg gjennom andre kvartal i år.

Kraftig renteoppgang bidro til et sterkere pund i våres, men neppe mer støtte å hente fremover.

## EURGBP og handelsvektet pund



Kilde: Refinitiv Datastream, DNB Markets

Den sterke lønnsveksten og at det tar tid før arbeidsmarkedet svekkes nok til at sentralbanken kan være trygge på at inflasjonen er på vei ned mot målet, gjør at vi venter renteheving fra Bank of England på det to neste møtene, i september og november. Selv om det vil være én renteheving mindre enn markedet forventer, tror vi en slik utvikling vil kunne bidra til å støtte opp under pundet utover høsten. Flere av de andre større sentralbankene forventer vi er på eller nær toppen, mens Bank of England altså vil fortsette rentehevingene litt til.

Pundet kan få støtte i høst fra sentralbankens videre rentehevinger selv om disse er forventet i markedet.

På litt lenger sikt tror vi imidlertid at pundet kan svekke seg noe. Vi venter at veksten fremover vil bli svak, og være under trendvekst en lengre periode. Pundet har dessuten en tendens til å svekke seg noe i perioder med svak global vekst eller under markedsuro. Sett sammen med den brede styrkingen vi ser for oss av euroen fremover, tror vi EURGBP kan handle nær 0,88 om 12 måneder.

Svak vekst, markedsuro og bred eurostyrking gir forsiktig svekkelse av pundet på sikt.

# KREDITTMARKEDENE

## Attraktiv prising i Norden

Det nordiske høyrentemarkedet har utviklet seg svakt siden begynnelsen av 2022. Med både renter og påslag på høye nivåer mener vi imidlertid at investorer nå blir godt kompensert for å ta risiko, og at det nordiske høyrentemarkedet dermed fremstår attraktivt sammenlignet med andre aktivklasser

### Globale kredittmarkeder

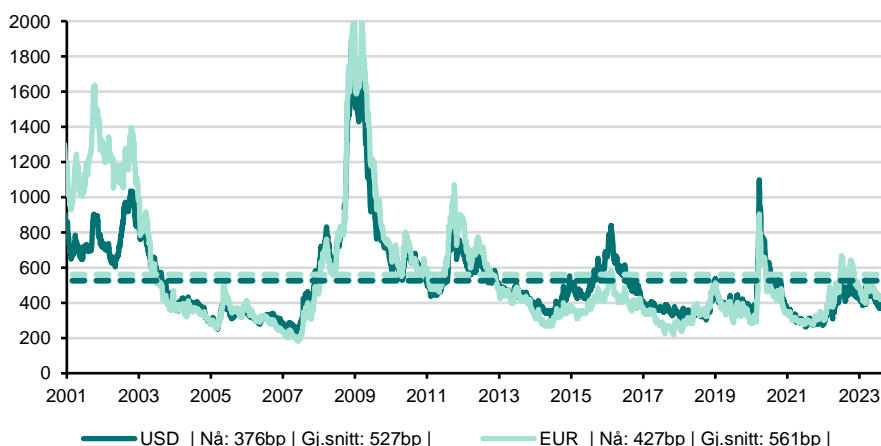
Etter å ha steget markert gjennom 2022, har globale kredittpåslag falt i år. Flere forhold har bidratt til det. Lavere prisvekst, spesielt i USA men i viss grad også i Eurosonen, har styrket troen på at Fed og ECB vil gi seg med sine pengepolitiske innstramminger. Selv om nøkkeltallene i vestlige økonomier på ingen måte har vært sterke, har investorene latt seg berolige av at resesjonen har latt vente på seg. Forventningene om en nedtur virker fortsatt å prege markedene noe, men tanken om at økonomiene er mer motstandsdyktige mot høyere renter enn tidligere antatt har utvilsomt løftet risikosentimentet gjennom året. Både høyrente- og lavrisikopåslag har falt på begge sider av Atlanteren, med førstnevnte nå godt under gjennomsnittet på 2000-tallet.

Tekniske forhold har trukket i samme retning. Emisjonsvolumene har vært lave. Oppgangen i rentene har gjort investeringer i obligasjonsmarkedet mer attraktivt, og på den måten bedret flyten i fondene. Slike tilbuds- og etterspørselsendringer påvirker neppe markedsprisingen over tid, men kan gjøre det i korte perioder. Ikke minst har renteoppgangen siden mars 2022 gjort det enklere for investorer å ta kreditt risiko. En amerikansk statsobligasjon med 10 års løpetid vil for eksempel stige 8,6% i verdi hvis renten faller med 100bp fra dagens nivåer, men en 30-årsobligasjon vil i tilsvarende scenario gi en kursgevinst på 20%. Dette, kombinert med at renterisikoen synes å være mindre tiltet mot oppsiden enn tidligere i rentehevingssyklusen, gjør det mer attraktivt å søke beskyttelse mot markedsuro gjennom kjøp av lange renteinstrumenter. Om påslagene skulle stige betydelig, vil investorene på den måten bli skånet fordi rentene mest sannsynlig vil falle. Denne beskyttelsen var langt dårligere for noen år tilbake, fordi rentene da var mye lavere og på den måten hadde mindre potensiale for å falle.

Globale kredittpåslag har falt så langt i 2023, drevet av bedre makrotall og mindre resesjonsfrykt

Renteoppgangen siden starten av 2022 har gjort det enklere for investorer og ta kreditt risiko, fordi en eventuell oppgang i kredittpåslag mest sannsynlig også vil gi fall i underliggende rente

### Globale høyrentepåslag, bp over statsobligasjoner

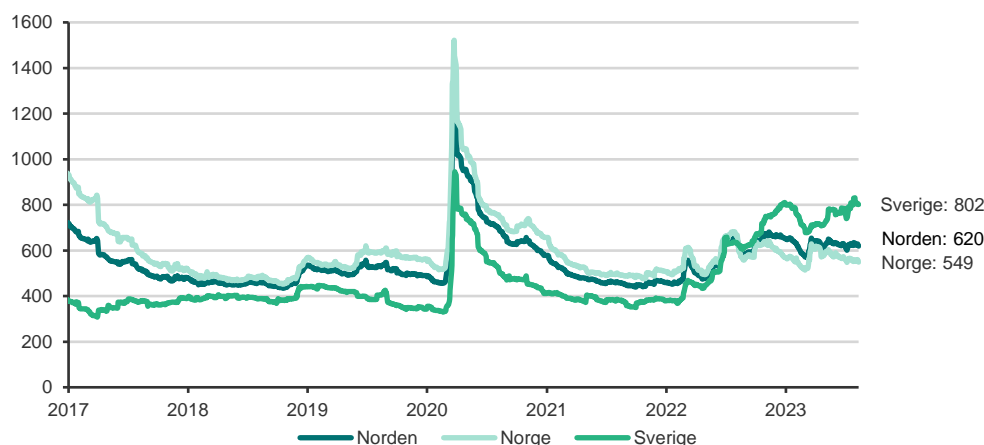


Økte beskyttelse mot økte påslag vil komme godt med. Misligholdene har begynt å stige på begge sider av Atlanteren. I USA er misligholdsraten nå på 3,2 prosent, mens den er 3,1 prosent i Europa. Men industrien har vært hardest rammet når vi ser på makrotallene, drives økningen i misligholdene av helt andre næringer. Media og kommunikasjon, detaljhandel og helse er blant bransjene med størst oppgang. Høy gjeldsgrad og tilhørende stor sårbarhet mot økte renter for de utstederne det gjelder er en viktigere fellesnevner enn at det går dårligere med makrotallene. Vi forventer ytterligere oppgang i tiden som kommer, og forventer at de globale kredittpåslagene også vil måtte justere seg deretter. Avkastningen i internasjonale obligasjonsfond trenger likevel ikke bli veldig svak fordi investorene trolig får medvind fra noe lavere renter.

## Nordisk høyrente

Det nordiske høyrentemarkedet har, i likhet med det globale kredittmarkedet, utviklet seg vesentlig svakere siden begynnelsen av 2022. Men der globale kredittpåslag falt i første halvår i år, har de nordiske påslagene holdt seg godt oppe. Samlet for Norden er påslagene nå rundt 620-630bp, om lag 200-230 basispunkter over globale indeks påslag. Differansen mot Europa og USA er unormalt stor.

### Nordisk høyrente, kredittpåslag, bp



Kilde: Bloomberg, DNB Markets

De høye nordiske risikopremiene skyldes i all hovedsak den rentedrevne forverringen i næringseiendom, som på toppen utgjorde 20 prosent av det nordiske høyrentemarkedet. I denne sektoren er nå den effektive renten godt over 20 prosent. Mer enn en tredjedel av obligasjonene prises på nivåer som indikerer at markedet forventer mislighold. Stigende høyere gjeldsgrad i lavrenteårene og liten grad av rentebinding gjorde selskapene sårbare for høyere renter. Flere utstedere står nå i fare for å ikke ha tilstrekkelig likviditet til å betjene renter (og avdrag), men de rammes også av at renteoppgangen har en negativ innvirkning på eiendomsverdiene. I flere selskaper ligger det an til at egenkapitalen er borte, så spørsmålet handler mer om hvor mye av gjelden som må konverteres til egenkapital for å få en balanse som er mer tilpasset dagens renteregime. Mange selskaper har håpet på at man kan få tilgang på bankfinansiering, men vi forventer at dette blir vanskelig, slik tilfellet har vært for den svenske utstederen SBB.

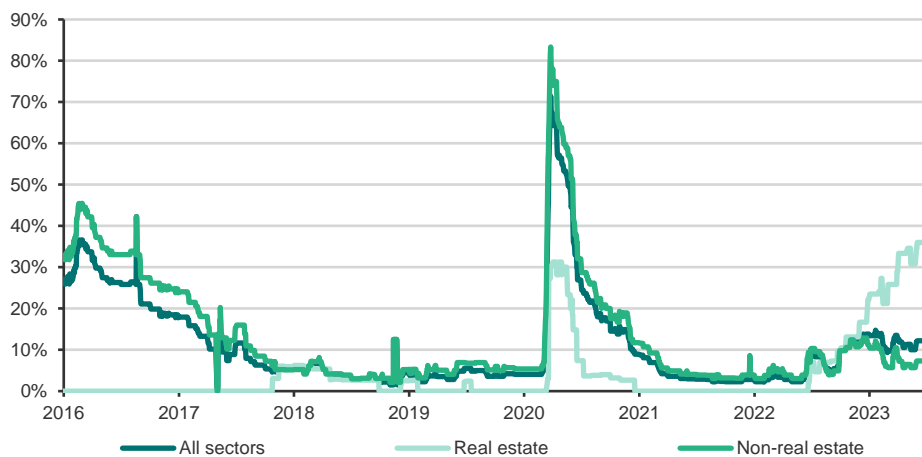
I tillegg til forverringen i næringseiendom, har den generelle usikkerheten om de økonomiske utsiktene bidratt til økte kredittpåslag i øvrige bransjer. Påslagene på nye emisjoner har i gjennomsnitt steget 100-150 basispunkter siden 2021, en markant oppgang som sammen med renteoppgangen gjør investorene mer beskyttet mot mislighold og markedsuro. Med en effektiv rente godt over 10 prosent og en gjennomsnittlig kupongrente på drøye 8,5 prosent, mener vi det nordiske markedet er et attraktivt investeringsalternativ til aksjemarkedet og globale

Misligholdsratene har begynt å stige i både USA og Europa. Ikke først og fremst drevet av svakere aktivitet, men som følge av høy gjeldsgrad i selskapene og dermed sårbarhet for den siste tidens renteoppgang

Oppgangen i de nordiske risikopremiene skyldes i all hovedsak den rentedrevne forverringen i næringseiendom, som utgjør en stor andel av markedet i Norden

kredittmarkeder. Misligholdene vil som nevnt trolig stige, men markedet virker å være godt forberedt på dette.

### Nordisk høyrente: andel av obligasjoner der markedet priser inn mislighold, prosent



Kilde: Bloomberg, DNB Markets

Perioden foran oss kan likevel by på utfordringer. På samme måte som næringseiendom kan se ytterligere forverring, kan fond med betydelig eksponering mot sektoren få store kundeuttak, noe som kan bidra til økte tvangssalg av obligasjoner utstedt av solide utstedere i øvrige bransjer. Foreløpig har risikoen for dette blitt dempet av at fondene har hatt stabil kapitaltilgang, men normalen er at uttakene kommer når fondene underpresterer.

Videre har markedet til nå viet mye av oppmerksomheten mot næringseiendom, som er naturlig grunnet sektorens dominans i markedet. Høyt belånte utstedere i øvrige bransjer kan på den måten ha godt under radaren, selv om de er like sårbare som næringseiendomsaktører for at rentene forblir høye. Endelig kan den rentedrevne forverringen i byggeaktiviteten i Norge og Sverige, sammen med strammere husholdningsøkonomi, bidra til svakere og mer volatil inntjening blant utstedere i nærliggende bransjer. Vi mener at relevante utstedere som vi har dekning på har god nok likviditet til å stå gjennom en slik periode, men usikkerheten kan uansett bidra til en viss forverring av påslagene i disse bransjene.

Samlet sett mener vi uansett at det nordiske høyrentemarkedet fremstår attraktivt sammenlignet med andre aktivklasser. Med både renter og kredittpåslag på høye nivåer blir investorer kompensert for å ta risiko på en helt annen måte enn de foregående ti årene. Markedet har dessuten tatt en god del høyde for at misligholdratene vil stige, som gjør at faktiske mislighold ikke får den samme priseffekten som vi kan se globalt. Det nordiske markedet vil selvsagt være sårbart for at påslagene kan stige i en periode der det internasjonale markedet forverrer seg, men sammenhengen er på ingen måte en-til-en, all den tid internasjonale påslag har falt mye gjennom året mens risikopåslagene i Norden har vært stabile.

Svakheten i næringseiendom kan smitte over på andre bransjer via kundeuttak fra fond med stor eksponering, som i andre rekke dermed kan tvinges til å selge obligasjoner fra utstedere i øvrige bransjer.

Samlet sett mener vi likevel det nordiske høyrentemarkedet fremstår attraktivt sammenlignet med andre aktivklasser, med god beskyttelse fra den siste tids oppgang i både renter og kredittpåslag

# AKSJEMARKEDENE

## Oppsidemulighet for Oslo Børs

Sett i forhold til de reelle obligasjonsrentene er aksjer blitt ganske dyrt med mulig unntak av energiaksjer. Fremover tror vi dessuten aksjemarkedet vil slite med fortsatt stram pengepolitikk og virkningene av fallende inflasjon på selskapenes inntjeningsmarginer. Alt i alt tror vi internasjonale aksjer vil kaste mindre av seg enn obligasjoner. Oslo Børs kan derimot utvikle seg noe bedre dersom vår prognose om oppgang i energiprisene i annet halvår slår til.

### God start på 2023

De siste månedene av 2022 og starten på 2023 bød på et fall i obligasjonsrentene internasjonalt og håp om dempet inflasjon noe som bidro til et markert løft i aksjemarkedene gjennom fjerde kvartal. Den gode stemningen i aksjer fortsatte inn i 2023, men etter å ha startet året ganske friskt med oppgang på 5-10 prosent gjennom januar og februar, utviklet de ulike deler av de globale aksjemarkedene seg ganske forskjellig i første del av 2023. I Europa har oppgangen fra starten av året ikke blitt fulgt opp og siden medio februar har indeksene vært sidelengs. Oslo Børs hadde en noe svakere start på året og har slitt mer enn resten av Europa fordi energiprisene har vært under press. I USA har særlig de store teknologi selskapene – som Amazon, Microsoft og Meta – hatt en kraftig oppgang i sin verdsetting, noe som har gjort amerikanske markedet til klar vinner så langt i år.

### Inflasjonstopp snudde aksjemarkedene

Utviklingen i verdens aksjemarkeder fortsetter å preges av forventninger til den videre utviklingen i den høye inflasjonen i verden. Som vanlig er USA viktigst i å sette dagsorden i finansmarkedene. Det ser nå ut til at inflasjonen i landet toppet ut i 3 kvartal i 2022, noe som la grunnlag for at aksjemarkedet bunnet i oktober i fjor. I USA har markedene nesten tatt igjen hele nedgangen fra første halvår i fjor. Mye av denne oppgangen drives imidlertid av de aller største teknologi- og kommunikasjonsaksjene hvor investorene har vist vilje til å øke verdsettingen, sannsynligvis fordi de langsiktige inntjeningsforventninger har økte på grunn av nye fremskritt inne kunstig intelligens (KI).

Mens S&P500 er opp 15 prosent hittil i år, er den likeveiede S&P500 indeksen opp bare 5 prosent. Til tross for bedre enn ventet BNP-vekst så langt i 2023, er konsensus inntjeningsestimater for S&P500 blitt revidert ned med nesten 5 prosent siden starten av året. Oppgangen kan hovedsakelig forklares med en høyere prising av inntjeningen. Prisingen av amerikanske aksjer målt ved forholdet mellom pris og fortjeneste gikk fra 15,3 på bunnen i oktober til hele 19,1 nå. Prisingen for det likeveiede SP500 er noe mindre utfordrende med 15,7.

Den forventede realavkastningen på 10 års statsobligasjoner har nylig økt til 1,9 prosent. Dette er det høyeste nivået siden 2009, opp fra (svært lave) -1 prosent før de pengepolitiske tilstramningene startet. Den såkalte «risikopremien» man får ved å holde aksjer fremfor obligasjoner, er nå på sitt minste siden 2002 i USA.

---

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

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

---



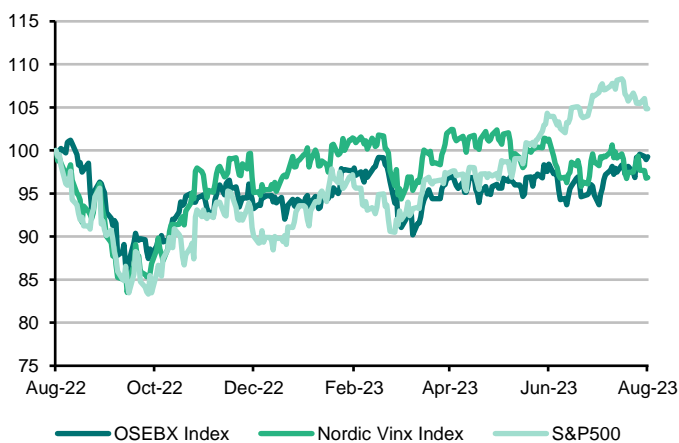
Europeisk økonomi så ved forrige korsvei ut til å gå en svært krevende vinter i møte preget av astronomiske gass priser og krig i Ukraina. Vinteren ble imidlertid mild og de konjunkturelle mottiltakene sterke slik at veksten ble svak, men positiv. Ledet an av USA hadde derfor også de europeiske og nordiske aksjemarkedene en god start på året, men siden midten av februar har utviklingen i all hovedsak har vært sidelengs med noen lokale variasjoner (blant annet har det italienske og spanske markedene hatt en viss oppdrift mens det britiske har vært på den svake siden).

I Norge har børsutviklingen i hovedsak vært sidelengs i år. Energiselskapene utgjør en stor del av markedsverdiene her hjemme, og disse har slitt med et markert fall i olje- og gasspriser – og da særlig prisen på gass i Europa - i første halvår. Ved inngangen av året ventet analytikerne en inntjening på 6,3 dollar per aksje for Equinor i 2023, mens resultatet nå ser ut til å bli 3,8 dollar. Tilsvarende har estimatet for inntjening per aksje gått fra 5,5 til 3,3 dollar per aksje for Aker BP.

For 2024 ventes oljeprisene å komme noe opp igjen, slik at Equinor tjener 4,0 dollar per aksje og for Aker BP er det tilsvarende tallet 3,7 dollar. Det ser ut til at analytikerne som har kommet med disse anslagene baserer seg på en oljepris om lag 84 dollar fatet.

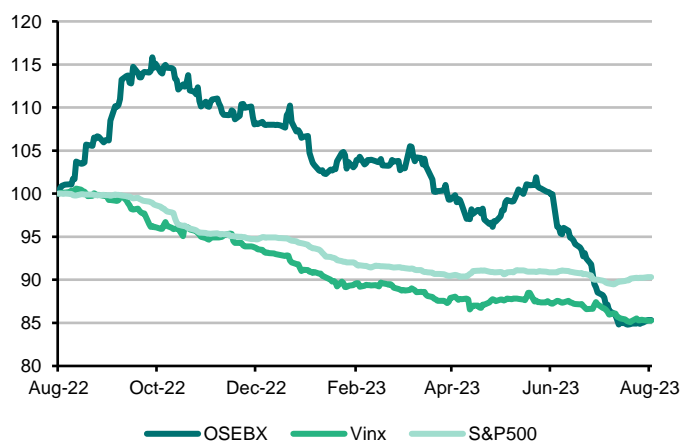
Også andre råvareproduserende norske børselskaper, som Yara og Norsk Hydro, har nytt godt av høye priser på sine produkter i 2022, men den skuffende utviklingen i Kina har presset råvarepriser og inntjeningsestimater ned i 2023. Fraktrater i sjøfart har falt til dels kraftig tilbake, men med svært ulike utslag mellom sektorene. Container-ratene har falt 85 prosent fra toppen i 2021 og tørrbulk-ratene har falt 80 prosent, mens forholdet mellom tilbud og etterspørsel i tank har vært mye bedre. 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.

### Børsutvikling, indekser, august 2022 = 100



Kilde: Refinitiv Datastream, DNB Markets

### Forventet inntjening per aksje neste 12 mnd. Aug. 2022=100



Kilde: Refinitiv Datastream, DNB Markets

### Marginpress og renteusikkerhet ut 2023

Gjennom de siste kvartalene har det vært en generell forventning om markert svekkelse av den økonomiske veksten i de utviklede økonomiene, ja kanskje til og med et tilbakeslag. Ved inngangen til høsten 2023 ser det ut til at anslagene om en svekkelse både utsettes og nedskaleres. For USAs del har økonomien hatt relativt god fart det siste året til tross for sentralbankens mange renteøkninger og til nå har dermed heller ikke frykten for fortjenestenedgang materialisert seg i særlig grad. Særlig husholdningssektoren har holdt økonomien i gang med underliggende solid vekst i forbruket, selv om renteoppgangen har truffet boliginvesteringen kraftig. I Europa blir etter all sannsynlighet den videre veksten svak. Men det er ikke gitt at den blir så negativ som mange frykter, blant annet kan konsumentene nå se frem til positiv reallønnsvekst, slik at konsumet kan hjelpe med å holde aktivitetsnivået

24. august 2023

oppe. Covid-åpningen i Kina løftet økonomien i starten av året, men først og fremst i tjenestenæringene, men med lite effekt på resten av verdensøkonomien. Den viktige eiendomssektoren har imidlertid ikke deltatt i oppsvinget, så samlet sett er kinesisk økonomi igjen svakere enn mange hadde håpet. Myndighetene forstår situasjonen og ulike økonomisk politiske tiltak er blitt tatt i bruk. Men styrken i dem er foreløpig trolig altfor liten.

Ellers er det viktig for samlet etterspørsel i verden at både EU, USA og Kina har innført en aktiv klimapolitikk som bidrar til å holde investeringene i fornybar energi oppe. I USA er også politisk initierte investeringer i halvlederfabrikker og generell infrastruktur med på å holde de samlede investeringene godt oppe, gitt den pengepolitiske innstramningen.

Om tendensene til at samlet internasjonal økonomi – og da særlig amerikansk - holder seg, kan rentene de neste kvartalene bli liggende relativt høyt. I tillegg planlegger de største sentralbankene å selge store deler av obligasjonene de kjøpte under og etter pandemien, noe som vil legge et press på likviditeten i finansmarkedene. Samtidig bidrar fortsatt inflasjonsnedgang til et visst press på selskapenes inntjeningsmarginer. Netto blir det derfor ikke lett for de internasjonale aksjemarkedene å stige særlig og alt i alt tror vi de vil trå vannet en stund fremover, muligens med store svingninger. Samlet sett kan det hende at renteplasseringer vil være bedre de neste kvartalene.

Det norske aksjemarkedet har noen viktige drivere som gjør at det kan avvike vesentlig fra markedene internasjonalt. Disse er først og fremst knyttet til energi. Der står vi ovenfor et usikkert utfallsrom i tiden som kommer. Både olje- og gassprisene vil fortsatt være sterkt påvirket av geopolitisk uro i Europa/Ukraina, og av atomforhandlingene mellom Iran og stormaktene. Vi tror det er sannsynlig at energiprisene kan holde seg godt oppe, DNBS prognose for gjennomsnittlig oljepris i 4 kvartal 2023 er 92 dollar fatet. Det vil kunne gi en relativt sett brukbar utvikling for Oslo Børs.

# ENERGIMARKEDENE

## Høye energipriser i sikte

Vi anslår et oljemarked i betydelig underskudd i andre halvår 2023 og med mer moderat underskudd i 2024. Med trekk i oljelagre, utmating av veksten i amerikansk skiferolje, og et OPEC som har god kontroll over oljetilbudet, ligger det til rette for noe høyere oljepriser i årene foran oss. Gassprisene i Europa vil sannsynligvis holde seg på høye nivåer frem til 2025 på grunn stramheten i det globale LNG-markedet. Men med strukturelt svakere europeisk gassetterspørsel, kan strukket lagerkapasitet før vintersesongen potensielt gi et midlertidig prisfall.

### Oljemarked

Oljemarkedet i 2022 var sterkt preget av Russlands invasjon av Ukraina og vestlige sanksjoner mot Russland, mens oljemarkedet i 2023 har preget av overraskende høyt russisk oljeeksport og bekymringer rundt verdensøkonomien.

Oljeetterspørselsveksten i verden har vært sterk i etterkant av pandemien, primært drevet av normalisering av mobilitet både på vei og i luft. Årsvæksten i oljeetterspørselen var 2,3 millioner fat per dag (mfd) i 2022, og vi forventer en ytterligere økning på 2,,2 mfd å/å i 2023 på tross av vesentlig svakere BNP vekst i verden. Oljekonsumet i verden vil sette ny rekord i 2023, ca 1,5 mfd over nivået fra 2019. Fra 2024 vil veksttakten i verdens oljekonsum bremse vesentlig fordi gjeninnhentingseffekter fra pandemien stort sett er lagt bak oss. Framover vil veksten i oljeforbruket i igjen drives av BNP vekst, som vi forventer skal ligge vesentlig under trendvekst. For 2024 forventer vi 1,2 mfd vekst i oljeetterspørselen, før det svekkes ytterligere til 0,7 mfd i 2025.

Verdens oljeproduksjon har i 2023 vært preget av overraskende høy oljeeksport fra Russland og avtagende vekst i amerikansk skiferolje. Vi har observert fallende antall rigger i USA gjennom hele 2023, og med dagens aktivitetsnivå vil veksten i skiferoljeproduksjonen forsvinne. Dette markerer et vesentlig skift i et oljemarked hvor skiferoljen har vært den dominerende vekstfaktoren. Vi mener at denne endringen vil gi større prisingsmakt til OPEC+, og at vi vil se et OPEC+ har et høyere prismål enn tidligere. Grunnen til dette er at frykten i OPEC+ for at skiferolje skal ta markedsandeler er vesentlig lavere.

I sommer vedtok OPEC+ landene at de pågående kuttene skal vare helt ut til utgangen av 2024, noe som skaper for forutsigbarhet i oljemarkedet. I tillegg har Saudi Arabia et frivillig ekstrakutt på 1 mfd, som startet i juli og vedtatt til september, med mulighet til forlengelse. Vi tror Saudi vil fortsette å rulle kuttet fram til oljeprisen er over 90 USD dollar per fat Dette viser tydelig at OPEC, og spesielt Saudi, er blitt mer pris aggressiv.

### Oljeprisanslag. Brent i USD per fat.

	Q3-23	Q4-23	2023	2024	2025
DNB Markets	85	92	84	90	90
Futureskurve	84	83	81	81	77
Bloomberg*	83	84	81	83	81

Kilde: DNB Markets/Bloomberg \*-median konsensus 23.aug

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

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

Vi forventer et oljemarked som er i betydelig underskudd i andre halvår 2023 med et gjennomsnittlig lagertrekk 1.5 mfd. I 2024 er det trolig fortsatt underskudd i oljemarkedet, men lagertrekket blir mer moderat på 0.3 mfd i gjennomsnitt. Totalt sett så ser vi et oljemarked framover hvor globale oljelagre vil trekke nedover, en utmating av veksten i amerikansk skiferolje, og et OPEC som har god kontroll over oljemarkedet til tross for svak vekst verdensøkonomien. Dette betyr at det ligger til rette for noe høyere oljepriser i årene foran oss, og gode utsikter for oljeindustrien.

## Europeisk gassmarked

Gassmarkedet skrev seg inn i historiebøkene i fjor med rekordhøye priser knyttet til usikkerheten rundt gasstilførselen i Europa etter bortfallet av Russiske leveranser. Historisk har russisk gass ligget på rundt 40% av total gassimport til Europa. Da Russisk gass omtrent forsvant, ble redningen for Europa flytende naturgass (LNG), og på det meste har LNG utgjort 42 prosent av Europas gasstilførsel. Dette har endret prisdynamikken i Europa betraktelig.

Før energikrisen var gassmarkedet i Europa relativt isolert, hvor stabil flyt av destinasjonsbestemt gass som dominerte prisdynamikken. LNG derimot selges på et globalt marked og gassen går dit den er mest verdifull for selger. Dette gjør at prisen i Europa nå er i større grad enn før er en funksjon av den global LNG balansen. Dette så vi blant annet i første halvdel av august da nyheten om en mulig streik hos LNG eksportører i Australia gjorde at den Europeiske gassprisen steg med over 40 prosent på en dag. Det har skjedd et klart strukturelt skifte i Europeiske gasspriser, hvor prisene er betydelig mer volatile nå enn før. Vi forventer er global LNG marked som vil fortsette å være stramt minimum ut 2024, siden vil være meget begrenset vekst i global LNG eksportkapasitet før 2025/2026. Vi forventer derfor gasspriser i Europa som er betydelig høyere enn normalnivåene som var for noen år siden fremover, men at disse kan falle den økte veksten i global LNG produksjon etter 2025.

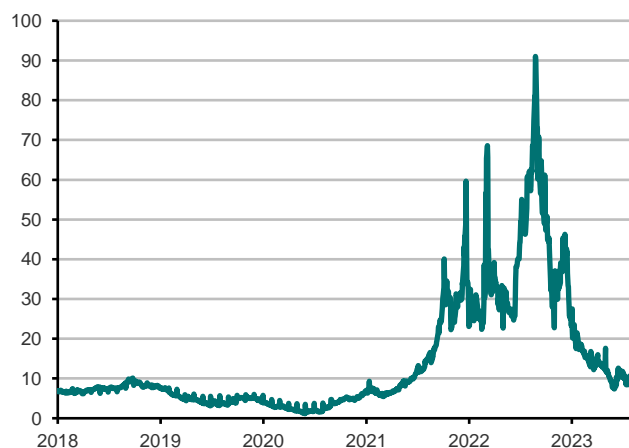
Gassetterspørselen i Europa har vært overraskende svak i 2023, og vi har så langt sette overraskende lite respons på at det betydelige fallet i gassprisen har stimulert etterspørselen. Spesielt har gassetterspørselen i industrien vært preget, og den viser få tegn til å ta seg opp igjen. Hva som er strukturelt, og hva som er sykliske effekter gjenstår å se, men troen øker på et større strukturelt bortfall av gassetterspørsel i Europa. Sett i lys av den svake etterspørselen så har tilførselen av gass inn på kontinentet mer enn tilfredsstillende. Dette har gjort at mye fokus har vært rettet mot Europas gasslagre, som nå risikerer å bli helt fulle for tidlig forut for vintersesongen. Dersom lagrene blir fulle har ikke eiere av gass noe sted å lagre den, og vi kan potensielt se Europeiske gasspriser som faller kortsiktig for å insentivere forbrukere å konsumere gassen, eller at LNG blir sendt til Asia istedenfor Europa.

### Oljepris. Brent i USD per fat.



Kilde: Refinitiv Datastream, DNB Markets

### Europeisk gasspris. TTF i USD per mmBtu.



Kilde: Refinitiv Datastream, DNB Markets

# Norge anslagstabell

## Norge: Makroøkonomiske hovedstørrelser. Anslag 2023-2026

	2022	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Realøkonomi <sup>1)</sup>	Mrd.		Endring i prosent				
Privat forbruk	1806	4.4	6.9	-1.1	0.0	0.8	1.2
Offentlig forbruk	1037	5.0	0.1	2.7	1.2	1.1	1.1
Bruttoinvesteringer i fast kapital	1095	-0.8	4.3	0.9	2.4	2.9	2.5
- Oljevirkosomhet	176	-2.1	-6.5	10.0	7.5	3.0	2.0
- Fastlands-Norge	919	1.7	6.7	-1.2	1.4	2.9	2.6
- Bedriftene	449	5.0	14.5	3.2	0.3	0.7	1.5
- Boliger	232	3.0	-1.4	-11.2	2.5	8.8	5.6
- Offentlig forvaltning	238	-4.5	1.2	-0.1	2.5	2.0	2.0
Etterspørsel fra Fastlands-Norge	3762	4.0	4.9	-0.1	0.7	1.4	1.5
Eksport i alt	3101	5.8	5.9	4.7	1.5	1.6	1.2
- Råolje og naturgass	1973	2.9	0.3	5.2	2.4	0.4	-0.5
- Tradisjonell eksport	626	4.6	-0.3	5.2	2.1	2.3	2.0
Import i alt	1521	1.7	9.2	4.0	0.9	1.6	2.1
- Tradisjonell import	992	5.7	2.5	-0.3	-0.5	1.1	2.0
BNP	5571	3.9	3.3	1.3	1.1	1.4	1.2
- Fastlands-Norge, sj.	3571	4.2	3.8	1.2	1.0	1.4	1.4
<u>Arbeidsmarked</u>							
Sysselsatte, 1000 personer	2894	1.3	3.9	0.2	0.1	0.3	0.4
Arbeidsledighetsrate, AKU *		4.4	3.3	3.7	3.9	3.9	3.9
Registrerte ledige *		3.1	1.8	1.9	2.5	2.7	2.8
<u>Priser og lønninger</u>							
Årslønn		3.5	4.4	5.5	5.2	4.3	4.0
Konsumpriser		3.5	5.8	5.8	4.4	3.3	2.9
- KPIJAE		1.7	3.9	6.4	4.9	3.4	2.9
Bruktboligpriser		9.1	4.9	-0.5	0.2	5.0	6.0
Råoljepris i USD *		71	99	84	90	90	90
<u>Memo:</u>							
Husholdningenes sparerate *		13.2	4.1	1.9	3.2	5.4	6.9

1) Anslag på sesongjusterte tall, \* Nivå tall.

Kilde: Statistisk sentralbyrå, DNB Markets

## Rente- og valutaprognoiser

Land	Styringsrenter				
	23-Aug-23	1 mnd	Nov-23	Feb-24	Aug-24
USA: Fed Funds	5.50	5.50	5.50	5.50	5.00
Euroland: Repo	4.25	4.50	4.50	4.50	4.50
UK: Bank rate	5.25	5.50	5.75	5.75	5.00
Sverige: Repo	3.75	4.00	4.00	4.00	4.00
Norge: Folio	4.00	4.25	4.25	4.25	4.25

Land	Tre måneders pengemarkedsrenter				
	23-Aug-23	1 mnd	Nov-23	Feb-24	Aug-24
USA: Term SOFR	5.38	5.50	5.50	5.50	4.80
EZ: Euribor	3.81	3.90	3.90	3.90	3.70
Storbritannia: Term SONIA	3.81	5.65	5.75	5.70	4.80
Sverige: Stibor	4.07	4.00	4.00	4.10	4.10
Norge: Nibor	4.71	4.75	4.70	4.60	4.60

Land	10 års swaprenter		
	23-Aug-23	Nov-23	Aug-24
USA	4.02	3.75	3.50
Euroland	3.22	3.50	2.75
Storbritannia	4.84	4.25	3.75
Sverige	3.39	3.25	3.00
Norge	3.79	3.50	3.25

Valutaprognose	Valutakurser		
	23-Aug-23	Nov-23	Aug-24
EURUSD	1.09	1.15	1.20
EURGBP	0.85	0.86	0.88
EURSEK	11.87	11.80	12.10
EURNOK	11.54	11.60	12.00
SEKNOK	97.3	98.3	99.2
USDNOK	10.62	10.09	10.00
GBPNOK	13.55	13.49	13.64
Importveid kronekurs, I-44	119.7	119.5	122.0

Kilde: Refinitiv 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](http://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