



# DNB

DNB MARKETS

---

## ØKONOMISKE UTSIKTER

---

JANUAR 2023

## Internasjonale anslag

BNP. Prosentvis endring fra året før							
Land/område	PPP-vekt	2021	2022	2023	2024	2025	2026
<b>Verden</b>	100.0	5.9	3.2	2.4	3.0	3.1	3.2
<b>Industriland</b>	42.0	5.1	2.6	0.6	0.9	1.6	2.0
<b>USA</b>	15.7	5.7	2.1	0.8	0.7	2.0	2.5
<b>Eurosonen</b>	11.3	5.3	3.4	0.4	0.6	0.9	1.4
<b>Japan</b>	3.8	1.6	1.4	1.0	1.5	1.0	1.0
<b>Storbritannia</b>	2.3	7.4	4.1	-1.3	0.8	1.7	2.1
<b>Sør-Korea</b>	1.7	4.0	2.7	1.5	2.5	2.5	2.5
<b>Canada</b>	1.4	4.6	3.5	1.0	1.0	2.0	2.0
<b>Sveits</b>	0.5	3.8	2.0	0.5	2.0	1.5	1.5
<b>Sverige</b>	0.4	4.6	3.0	0.4	1.6	1.5	1.4
<b>Fastland-Norge</b>	0.3	4.1	3.7	0.5	1.2	1.2	1.3
<b>Danmark</b>	0.3	4.9	2.5	0.5	2.0	2.0	1.5
<b>Fremvoksende</b>	58.0	6.5	3.5	3.7	4.3	4.0	4.0
<b>Kina</b>	18.6	8.2	3.0	4.5	5.1	4.2	4.4
<b>India</b>	7.0	8.9	6.8	6.5	6.5	6.0	5.5
<b>Russland</b>	3.1	4.7	-3.5	-3.5	1.5	1.5	2.0
<b>Brasil</b>	2.3	4.6	3.0	1.0	2.0	2.5	3.0
<b>Øvrige fremvoksende</b>	27.1	5.0	3.7	3.2	3.7	3.7	3.7
<b>Asia eks. Kina og India</b>	6.9	3.3	5.0	5.5	5.5	5.0	5.0
<b>MENA og Sentral-Asia</b>	7.4	4.5	5.0	3.5	3.5	3.5	3.5
<b>Sør-Amerika eks. Brasil</b>	4.9	6.9	3.5	1.5	2.0	2.5	2.5
<b>Fremvoksende Europa</b>	4.7	6.8	0.0	0.5	2.5	2.5	2.5
<b>Afrika sør for Sahara</b>	3.1	4.7	3.5	3.5	4.0	4.5	4.5
<b>Norges handelspartnere</b>		5.2	3.1	0.3	1.0	1.3	1.6

Kilde: DNB Markets

Konsumpriser. Prosentvis endring fra året før						
Land/område	2021	2022	2023	2024	2025	2026
<b>USA</b>	4.7	8.0	4.4	2.4	2.3	2.7
<b>Eurosonen</b>	2.6	8.4	5.8	3.6	2.8	2.7
<b>Japan</b>	-0.2	2.5	2.5	1.5	1.0	1.0
<b>Storbritannia</b>	2.6	7.1	7.3	2.8	1.9	2.5
<b>Sør-Korea</b>	2.3	5.2	3.5	2.0	2.0	2.0
<b>Canada</b>	3.4	6.8	4.0	2.5	2.0	2.0
<b>Sveits</b>	0.6	2.9	2.5	1.5	1.0	1.0
<b>Sverige</b>	2.2	8.2	8.1	1.8	1.9	2.0
<b>Norge</b>	3.5	5.8	4.6	2.3	2.8	2.6
<b>Danmark</b>	1.9	8.2	4.0	2.5	2.0	2.0
<b>Kina</b>	0.9	2.0	2.6	2.8	2.5	2.0
<b>India</b>	5.5	6.7	5.0	4.5	4.0	4.0
<b>Russland</b>	6.7	13.8	6.0	5.0	4.5	4.0
<b>Brasil</b>	8.3	9.4	5.0	4.0	3.0	3.0
<b>Industriland</b>	2.8	6.5	4.3	2.4	2.0	2.2

Kilde: DNB Markets

## Innholdsfortegnelse

<b>Internasjonale anslag .....</b>	<b>1</b>
<b>1 Sammendrag: Gjenstridig inflasjon .....</b>	<b>3</b>
<b>2 Internasjonal økonomi .....</b>	<b>7</b>
2.1 USA .....	7
2.2 Eurosonen .....	10
2.3 Storbritannia .....	13
2.4 Sverige .....	15
2.5 Kina .....	17
2.6 Fremvoksende økonomier .....	20
<b>3 Norge .....</b>	<b>22</b>
3.1 Konjunktorene .....	22
3.2 Lønninger og priser .....	25
3.3 Budsjettpolitikken .....	28
3.4 Pengepolitikken .....	29
<b>4 Finansmarkedene .....</b>	<b>33</b>
4.1 Rentemarkedene .....	33
4.2 Valutamarkedene .....	37
4.3 Kredittmarkedene .....	41
4.4 Aksjemarkedene .....	43
<b>5 Energimarkedene .....</b>	<b>45</b>
5.1 Oljemarked .....	45
5.2 Europeisk gassmarked .....	46
<b>6 Anslagstabell Norge .....</b>	<b>47</b>
<b>7 Rente- og valutaprogner .....</b>	<b>48</b>

Redaksjonen avsluttet 24. januar 2023.



# 1 Gjenstridig inflasjon

Verdensøkonomien vil bremse i 2023, etter en overraskende sterk oppgang i fjor tross en dramatisk pris- og renteoppgang. Med lavere sparebuffer og en fortsatt svak utvikling i kjøpekraften, tror vi at vestlige forbrukere setter tæring etter næring i år. Det vil føre med seg økonomisk stagnasjon eller mild nedgang, både her i Europa og i USA. Et kraftig oppsving i kinesisk økonomi, utløst av den spektakulære snuoperasjonen i pandemi- og boligpolitikk på tampen av fjoråret, vil bidra til verdifulle vekstimpulser til global økonomi, men også til høyere globale råvarepriser. Inflasjonen i industrilandene ventes likevel å avta raskt og mye gjennom 2023, ettersom prisene på varer, som økte usedvanlig kraftig gjennom pandemien, i en periode flater ut eller faller i kjølvannet av oppløste flaskehals. Straks denne effekten er uttømt, venter vi imidlertid at inflasjonen stiger igjen, og etablerer seg over sentralbankenes mål. Årsaken til det er fortsatt stramme arbeidsmarkeder og uvanlig høy lønnsvekst, i kombinasjon med langsiktige trender knyttet til økt proteksjonisme, de-globalisering og energi- og klimaomstilling. Den gjenstridige inflasjonen vil prege pengepolitikken. De vestlige sentralbankene når trolig rentetoppen i løpet av første halvår i år. Selv om vi tror at rentene vil avta fra noe fra våren 2024, blir de i våre anslag liggende på et vesentlig høyere nivå enn det som det siste tiåret har blitt omtalt som nøytrale nivåer.

## 2022: Et bedre økonomisk år enn fryktet

2022 ble nok et år for historiebøkene, med inflasjonsrater som steg til de høyeste nivåene på 40 år, og en tilhørende, kraftig renteoppgang. På terskelen av 2023 har de vestlige sentralbankene fortsatt planer om videre innstramning, men rentetoppen blir trolig nådd innen sommeren. Bildet vi tegner i denne rapporten tyder imidlertid på at rentenivået blir liggende høyt i en lengre periode enn vi har anslått tidligere. Det har sammenheng med vår tro på at den underliggende prisveksten etablerer seg på et høyere nivå enn til nå prosent.

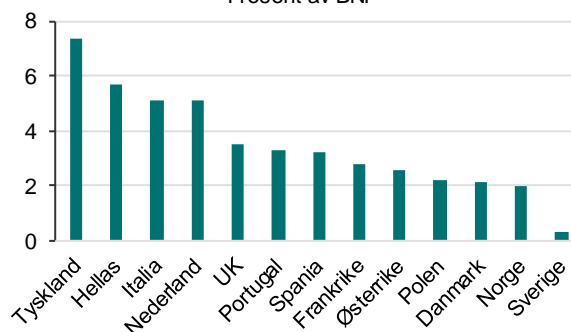
Sentralbankene har måttet trå hardere på bremsen enn antatt, for å oppnå den ønskede nedkjølingen av økonomien, som skal dempe risikoen for at prisveksten biter seg fast på et for høyt nivå. Forbrukerne var nemlig ivrige etter å ta igjen det tapte da hverdagslivet kom tilbake til normalen i fjor, og etterspørselen holdt seg godt oppe til tross for fallende disponible inntekter. Husholdningene i land som USA og Norge tærte villig på

sine uvanlig store sparebuffer for å opprettholde forbruksveksten.

Selv den europeiske økonomien, som ble rammet av stans i brorparten av den russiske gassforsyningen, holdt dampen godt oppe. Utsiktene så mørke ut da prisene på naturgass og elektrisitet økte til skyhøye nivåer gjennom sommeren, og forverret et allerede stort inflasjonsproblem. Ved inngangen til 2023 har imidlertid gasslagrene gått fra å være uvanlig slunkne til uvanlig velfylte, slik at risikoen for en vinter med ekstreme priser og rasjonering er klart mindre enn den var. Gassprisen har falt til nivåer vi sist så høsten 2021, en god stund før invasjonen av Ukraina. Flere forhold har bidratt: Energiintensive bedrifters produksjonsstans, private og offentlige energisparetiltak, gunstige værforhold og rekordhøy import av flytende naturgass (se kapittel 5.2).

## Energikrisen: Støttetiltak for husholdninger og bedrifter

Prosent av BNP



Kilde: Bruegel/DNB Markets

Myndighetenes utrulling av storstilte støtteiltak, rettet mot både husholdninger og bedrifter, har også vært en sentral støttemper for den europeiske økonomien. Tiltakene, som inkluderer overføringer, subsidier og makspriser for store deler av forbruket, er på plass også i 2023, og bidrar til å redusere nedsiderisikoen knyttet til de økonomiske utsiktene betraktelig.

Ved inngangen til 2023 melder vestlige bedrifter om stor manko på arbeidskraft. Antall ledige stillinger relativt til antall arbeidsledige har gått litt ned, men er fortsatt langt høyere enn normalt.

## Kina i utakt – langs flere dimensjoner

Kina er i utakt med Vesten, langs flere dimensjoner. Økonomisk ble 2022 et svært dårlig år for verdens nest største økonomi. Fallet i boligbygging- og priser fortsatte, og Covid-19 politikken satte dype økonomiske spor. Å holde den svært smittsomme omikron-varianten nede viste seg å være en svært vanskelig oppgave.

Kostnadene ved nulltoleransepolitikken, både økonomisk og sosialt, ble til slutt for tunge å bære. Etter uvanlige episoder med protester i gatene valgte myndighetene å avvikle restriksjonene i et høyt tempo mot slutten av fjoråret. Myndighetene har også lettet på gjeldsbremstiltakene som utløste et stup i eiendomsmarkedet.

I tiden som kommer er det dermed mye som taler for at Kinas økonomi vil skyte fart. En kinesisk rekyl vil bidra til positive vekstimpulser til verdensøkonomien, ikke minst til Asia. Men konsekvensen blir også at prisene på en rekke råvarer, inkludert metaller og olje, tar seg opp igjen. Det vil bidra til å dempe den ventede nedgangen i den globale inflasjonen.

Kina er også stadig mer i utakt med Vesten på det geopolitiske området. Landets passive støtte til Russlands invasjon av Ukraina, samt høyere konflikt knyttet til Taiwans status, bidro til å forsure forholdet til USA og Europa ytterligere. Det gjør også en stadig større grad av sikkerhetspolitisk og konkurransemotivert regulering av Kinas tilgang til fysisk og digital infrastruktur, slik som havner og 5G, og kritiske komponenter i høyteknologisk utstyr. Vi legger til grunn at konfliktnivået nå er så høyt at det gir seg utslag i forsiktighetsmotivert utflytting av vestlig virksomhet fra Kina i tiden som kommer. En slik utflytting kan ikke skje over natten, men nettopp derfor vi tror mange bedrifter med produksjonen konsentrert i Kina, gjør grep så tidlig som mulig. Slik vi har erfart etter Russlands invasjon av Ukraina, kan omveltning i rammevilkår, for eksempel i form av vidtrekkende sanksjoner, komme brått.

## 2023: Vestlige økonomier bremser

Den økonomiske veksten, som sakket av på tampen av 2022, vil i de vestlige økonomiene vi følger trolig gå over i stagnasjon eller mild nedgang i år. Det er husholdningenes etterspørsel som nå ser ut til å dale.

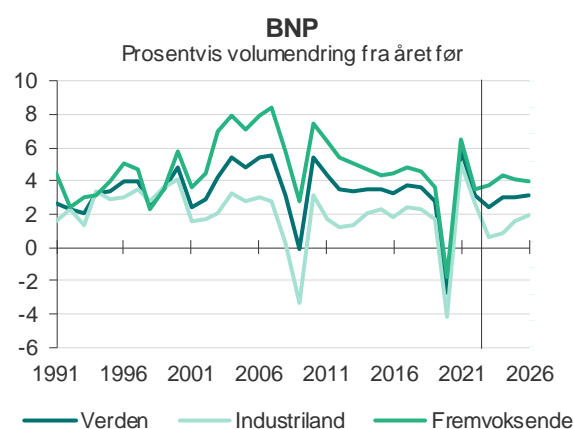
Boliginvesteringene faller allerede klart, og vil trolig forbli svake, ettersom den markerte renteoppgangen har gjort det mye dyrere å ta opp boliglån.

Det private forbruket, en vesentlig del av den totale etterspørselen i rike økonomier, vil trolig svekke seg i år. Kjøpekraften trekkes ned av prisveksten, som fortsatt er høyere enn lønnsveksten, og sparebufferne er ikke like rikelige som for ett år siden. Kjøpekraften trekkes dessuten ned av markert høyere renter, men størrelsen på denne effekten varierer mye mellom land.

Størrelsen på husholdningenes gjeldsbyrde, samt graden av og lengden på rentebinding, har mye å si. For det første: Jo mindre gjeldsbyrde, jo mindre vil hvert rentehopp bite på forbrukernes økonomi. For det andre: Jo flere og jo lengre fastrentekontrakter, jo lengre tid tar det før renteøkninger får konsekvenser for den økonomiske situasjonen for dem som allerede er inne i boligmarkedet med tilhørende lån.

På den ene siden av skalaen, med lite rentesensitive husholdninger, finner vi USA. Her er husholdningenes gjeld lav, og det er vanlig å binde renta, gjerne over en 30 års horisont. På den andre siden av skalaen finner vi Norge, med svært gjeldstunge husholdninger og nesten utelukkende flytende renter. Her skal det mindre til før renteøkninger biter enn i USA, noe som i seg selv gir utsikter til en vesentlig lavere rentetopp.

Med et fortsatt solid arbeidsmarked er det grunn til å vente et moderat heller enn dramatisk fall i forbruket, og dermed også i økonomiene. Og selv om forbruket blir labert den nærmeste tiden, vil investeringene, særlig i Europa, bidra med etterspørselsimpulser. Sikkerhets- og forsyningsituasjonen er dramatisk forverret i løpet av det siste året, noe som trumfer hensynet til bærekraftige statsfinanser og til å bremse inflasjonsimpulser. Storstilte satsinger på fornybar energi, energieffektive bygg og omlegging til mer klimavennlig produksjon er i gang, sammen med prosjekter for å løfte digital infrastruktur og forsvarsevne.



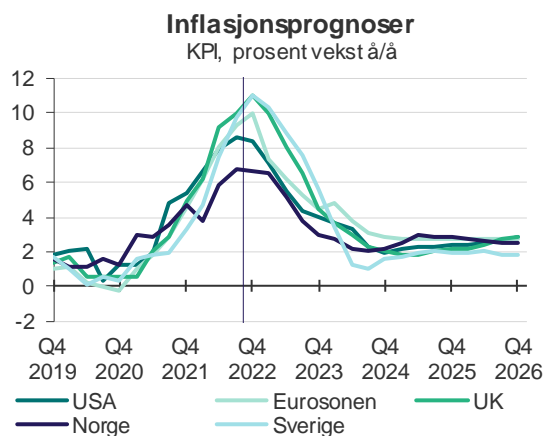
Kilde: IMF WEO/Refinitiv Datastream/DNB Markets

I sum tror vi den økonomiske bremsen i 2023 blir både mild og relativt kortvarig. Da blir også oppgangen i arbeidsledigheten relativt beskjeden, særlig ettersom stramheten i arbeidsmarkedene i utgangspunktet er uvanlig stor. Fra 2024 venter vi at den økonomiske veksten tar seg opp igjen, men forbrukernes etterspørsel vil bli begrenset av at rentenivået holder seg høyere enn det som har vært tilfelle gjennom de siste femten årene.

## Inflasjonen ned, men så opp igjen

Vi tror ikke at de vestlige sentralbankene vil lykkes med å stabilisere inflasjonen på to-prosentmålet i løpet av prognoseperioden vår. Rett nok tyder mye på at inflasjonen vil falle raskt og mye gjennom 2023, ned til målene på to prosent og kanskje vel så det. Det har sammenheng med flaskehalsene i de globale verdikjedene, som nå har løst seg opp. Etterspørselen etter fysiske varer er blitt mer normal, ettersom forbrukere igjen har tilgang til et fullt tjenestespekter. Transport- og produsentpriser har falt tilbake igjen, og lagrene er velfylte. Dette tilsier at prisene på fysiske varer, som steg dramatisk etter pandemien, vil flate ut eller falle den nærmeste tiden, og gi stadig mindre og etter hvert negative bidrag til den årlige konsumprisveksten.

Når disse base-effektene er uttømt, tror vi imidlertid at prisveksten på varer vil komme tilbake. Både for varer og tjenester tror vi prisveksten vil legge seg på et høyere nivå enn før pandemien, slik at konsumprisveksten i økonomier som USA, eurosone og Norge, stabiliseres nærmere tre enn to prosent. Det er flere årsaker til det.



Den første dreier seg om veksten i bedriftenes kostnader. I USA kom lønnsveksten i 2022 opp på det høyeste nivået siden 1984. Tendensen i Europa, inkludert Norge, er klart stigende. Med et tidsetterslep legger dette klare føringer for kostnads- og prisveksten, ikke minst for den arbeidskraftintensive tjenestesektoren.

Den andre dreier seg om langsiktige, strukturelle utviklingstrekk. Energi- og klimaomstilling presser i seg selv priser oppover, både gjennom avgiftene som skal vri kjøpere og produsenter over på mer klimavennlige løsninger og gjennom etterspørsel etter komponenter og arbeidskraft til å gjennomføre store investeringer.

Disse kostnadsimpulsene forsterkes av de proteksjonistiske elementene i USAs planer for «grønne investeringer». I den ferske Inflation Reduction Act er tilgangen til subsidier avhengig av innenlandsk produktinnhold. For eksempel får husholdningene betydelige subsidier til kjøp av elbil, så lenge bilen er satt sammen i USA og batteriene inneholder en viss andel materialer produsert i USA eller i land USA har frihandelsavtale med (her er EU ikke inkludert). Dette har vakt stor harme i EU, som har en betydelig bileksport. Dersom EUs protester ikke fører frem, er det nærliggende å tro at unionen innfører tilsvarende kriterier i sine politikkplaner.

Sist, men ikke minst: Vår forventning om tilbakeflytting av produksjon fra lavkostnadsland, som omtalt i avsnittet om Kina, vil sannsynligvis bidra til en høyere kostnadsvekst over tid, selv om automatisering og digitalisering kan dempe denne effekten noe.

## Høyere og mer langvarig rentetopp

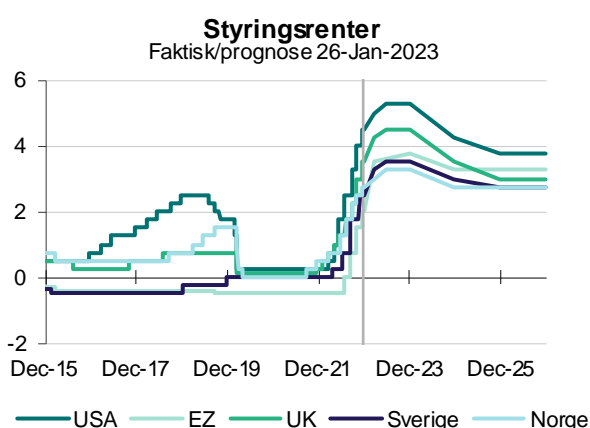
Sentralbankene ble gjennom 2022 stadig mer engstelige for å havne i en situasjon som på 1970- og 80-tallet, med inflasjon utenfor kontroll som følge av lønns- og prisspiraler og stadig høyere inflasjonsforventninger. Rentetøkningene ble derfor uvanlig store og hyppige.

Federal Reserve (Fed) var den vestlige sentralbanken som hevet renta mest i fjor. Renta, som ved inngangen til fjoråret var nær null, stiger trolig til en topp på 5,25 prosent til våren. Ettersom det trolig vil ta tid å få kjølt ned arbeidsmarkedet og slik få bukt med det underliggende prispresset, tror vi det går lengre tid enn markedene anslår før renta kuttes igjen. Spesifikt anslår vi at starten på en gradvis amerikansk rentenedgang, til fortsatt relativt høye 3,75 prosent, drøyer til våren 2024. Fed er en viktig premisleverandør, og timingen legger, etter vårt syn, føringer for når de andre vestlige sentralbankene finner det formålstjenlig å lette litt på bremsepedalen.

Vi venter at styringsrenta i Bank of England, til tross for utsikter til en tydelig resesjon, stiger til en topp på 4,50 prosent i mai i år. Med særlig stor mangel på arbeidskraft i kjølvannet av Brexit, er sentralbanken nødt til å ta risikoen for en lønns- og prisspiral på alvor. I mars 2024 venter vi at startskuddet går for en serie av gradvise rentekutt ned til 3,00 prosent.

ECB kom senere ut av startgropa, men akselererte derfra og varslet ved utgangen av fjoråret at renta skulle en god del videre opp. Vi tror innskuddsrenta heves til 3,75 prosent, det høyeste nivået siden 2001, og holdes

der til våren 2024. Deretter venter vi en beskjeden nedgang, til 3,25 prosent. En viktig årsak til den stramme pengepolitikken gjennom prognoseperioden er den finanspolitiske responsen på energiprissjokket. Overføringer, subsidier og pristaksordninger, mange av universell karakter, fører til at effektene av energiprissjokket – høy inflasjon og lav økonomisk vekst – fordeles ut i tid. Her og nå blir den økonomiske utviklingen bedre og den opplevde prisoppgangen mindre enn den ville ha blitt uten støtteordninger. Men samtidig holder prisveksten seg trolig høyere enn normalt i en lengre periode, slik at bremsen i økonomien via en strammere pengepolitikk må holdes inne lenger.



Kilde: Refinitiv Datastream/DNB Markets

Norge og Sverige skiller seg ut med mer rentesensitive husholdninger enn ellers i Europa, og sentrale lønnsforhandlinger som tar bedriftenes lønnsomhet og den makroøkonomiske situasjonen inn i betraktningene. Begge disse særtrekkene tilsier noe lavere rentetopper, på henholdsvis 3,25 og 3,50 prosent, i disse landene. Til gjengjeld tror vi rentekuttene, som også er ventet å skje våren 2024, blir beskjedne. Som sentralbanker i små, åpne økonomier må Norges Bank og Riksbanken være oppmerksomme på renteforskjeller mot utlandet. Om disse blir store, vil de kunne bli viktige drivere for norske og svenske kroner. En mye svakere kronekurs ville gitt et ytterligere løft i inflasjonsutsiktene i en situasjon der dette er høyst uønsket.

## Sentrale, kjente usikkerhetsfaktorer

Prognoser er i sin natur usikre. Størst er usikkerheten som stammer fra faktorer vi ikke kjenner til i dag, men i kategorien «kjente usikkerhetsfaktorer» vil vi trekke frem disse.

**Inflasjonsdrivere:** I denne rapporten anslår vi at inflasjonen, etter en periode med markert nedgang i år, stiger igjen og etablerer seg nærmere tre enn to prosent

i vestlige land. De eksakte anslagene må åpenbart tas med en stor klype salt, men de reflekterer to argumenter. For det første: Vi tror ikke de underliggende inflasjonsdriverne er så kraftige og heller ikke at sentralbankenes respons blir så veik, at inflasjonen blir liggende på dramatisk høye nivåer, eksempelvis mellom 5-10 prosent. For det andre: Vi tror de underliggende inflasjonsdriverne vil forbli for høye, og sentralbankresponsen for forsiktig, til at inflasjonen skli tilbake til 2-prosentmålene og blir der. Disse premisene kan vise seg å være feilaktige. Ikke minst kan det økonomiske tilbakeslaget ende opp med å bli kraftigere, med en større nedkjøling av både arbeidsmarked og lønnsvekst enn vi legger til grunn. Da kan inflasjonen falle tilbake igjen til nivåene fra før pandemien. Det kan også hende at vi overdriver både styrken i og hastigheten av de-globaliseringen, og dermed også oppgangen i de langsiktige inflasjonsdriverne.

**Renterespons:** Når de først kom på banen, viste sentralbankene seg fra en forholdsvis aggressiv side i 2022. De største aktørene, som Fed og ECB, har signalisert tydelig at rentene vil holdes høye lenge, for å redusere risikoen for at inflasjonen blir et langvarig problem, slik det ble for fire tiår siden. Vi tar sentralbankene (delvis) på ordet, og venter at rentene forblir høye lenge. Historisk har vi imidlertid sett utallige eksempler på omlegginger av sentralbankens strategi, og vi vil ikke utelukke at dette skjer igjen. Når arbeidsledigheten stiger, samtidig som inflasjonsratene faller, kan sentralbankene komme til å anse risikoen for vedvarende høy inflasjon som forbi, og komme til å kutte rentene både tidligere og mer enn det vi anslår.

**Geopolittikk:** De geopolitiske spenningene er høyere enn på lang tid. Vi ser det 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 vestlig side. Det vil gi store forstyrrelser i verdenshandelen, og føre til lav vekst og høy inflasjon.

**Kjersti Haugland**

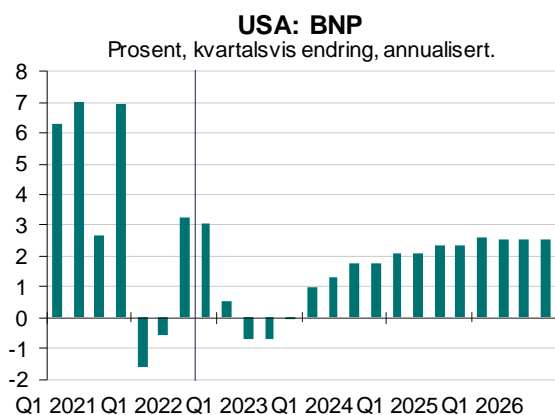
## 2 Internasjonal økonomi

### 2.1 USA

Amerikansk økonomi var overraskende motstandsdyktig gjennom 2022, men en del svakhetstegn kom til syne mot slutten av året. Mange indikatorer peker nå mot en resesjon i år, og vi holder fast ved vårt syn om at det blir en mild nedtur. Federal Reserve (Fed) hevet renten mer enn vi la til grunn gjennom andre halvår av fjoråret, for å bekjempe den høye inflasjonen. Det er nå klare tegn til at inflasjonen kommer ned, og også tegn til at lønnsveksten avtar litt. Vi venter likevel at det kommer ytterligere tre hevinger frem til sommeren. Deretter venter vi at renten vil være uendret frem til våren 2024, for så å bli redusert noe.

#### En mild resesjon ser ut til å nærme seg

Etter at BNP falt i første halvår i fjor, ble utviklingen gjennom andre halvår sterk. I tredje kvartal steg BNP med i overkant av 3 prosent, og veksten ble trolig omtrent like kraftig i fjerde kvartal. Det var lite tegn til oppbremsing i det private forbruket, til tross for en kraftig svekkelse av kjøpekraften. Det gjenspeiler at mange husholdninger tæret på sparebufferne heller enn å stramme inn på forbruket.



Mot slutten av året kom det imidlertid flere tegn som tydet på et negativt omslag. Den ledende indikatoren til Conference Board, som ikke har gitt noen falske signaler de siste 50 årene, sendte et tydelig resesjonssignal i november. Det er spesielt utviklingen i boligmarkedet, nye industriordre og bedriftstillit som gir grunnlag for signalet. Flere andre indikatorer, for eksempel inverterte rentekurver og New York Feds modell for resesjonssannsynlighet, peker i samme retning. Privat forbruk av varige goder bremses dessuten betydelig opp i november. Det tyder på at rentehevingene begynner å

bite. Vi holder derfor fast ved vårt syn om at økonomien vil gå inn i en mild resesjon i år.

Vi tror BNP-veksten vil avta fra 2,1 prosent i fjor til 0,8 prosent i år. 2023-anslaget er oppjustert fra vår forrige rapport i august, noe som skyldes bedre fart gjennom fjoråret enn ventet, og anslaget er noe høyere enn konsensus. På den annen side har vi nedjustert anslaget for neste år til 0,7 prosent. Den lavere gjennomsnittlige veksten kamouflerer imidlertid et ganske markert oppsving gjennom 2024. Prognosen på 2,5 prosent for veksten i 2026 illustrerer at vi ser for oss at økonomien da er tilbake i en mer normal oppgangskonjunktur.

Det milde økonomiske tilbakeslaget vil føre til at arbeidsledigheten stiger fra dagens unormalt lave nivåer. Ubalansene i arbeidsmarkeder er imidlertid unormalt store, med uvanlig mange ledige stillinger i forhold til antall arbeidsledige. Det vil derfor ta noe tid å gjenopprette balansen i markedet.

#### Markert inflasjonsfall, men så ny oppgang

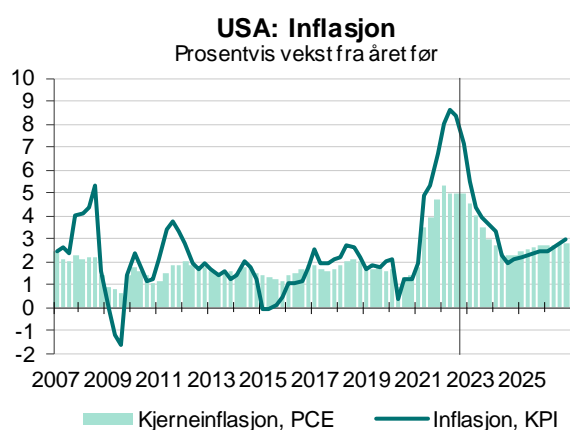
Inflasjonstakten, målt ved årsveksten i KPI, nådde en topp på 9,1 prosent i juni i fjor, og har deretter falt hver måned. I desember kom inflasjonen ned til 6,5 prosent. Profilen for kjerneinflasjonen er mindre tydelig, men også den har avtatt de siste månedene, til 5,7 prosent i desember. Vareinflasjonen har avtatt markert som følge av at flokene i de globale verdikjedene løste seg opp og råvareprisene falt. Ikke minst har bensinprisene avtatt markert gjennom høsten. I tillegg har den kraftige oppgangen i bruktbilprisene blitt delvis reversert, som følge av at marginene har blitt presset ned igjen når tilbudet av biler ble normalisert. På den annen side fortsatte prisveksten på tjenester (inklusive husleiene), som begynte å øke tidlig i 2021, å tilta gjennom fjoråret. Dette hindret et enda større fall for samlet inflasjon gjennom andre halvår av 2022.

I våre nye prognoser ser vi for oss at inflasjonen vil fortsette å avta markert i år, helt ned til inflasjonsmålet. Nedgangen drives i betydelig grad av baseeffekter (som innebærer at årstakten kommer ned når den kraftige prisveksten gjennom fjoråret ikke gjentar seg), men også fordi en del priser antakeligvis vil falle. Det siste gjelder spesielt for varer, der det vil være press på marginene når etterspørselen dempes. Når det gjelder husleiene venter vi at veksttakten, som på månedsbasis kom opp i 0,8 prosent i desember, dempes betydelig gjennom 2023. Husleiene i KPI henger et stykke etter markedsprisene på utleie, som har avtatt markert etter toppen i fjor sommer. Vi venter også en avtakende vekst for tjenester utenom husleie. For energiprisene ser vi for



oss at nedgangen i fjor høst blir reversert i løpet av våren. Det skyldes en forventet, men midlertidig, oppgang i råoljeprisen.

Den forventede nedgangen i samlet inflasjon betyr likevel ikke at inflasjonsproblemet er løst for godt. Snarere tror vi at inflasjonen vil stige over 2-prosentsmålet på sikt. Dette skyldes både de klare tendensene til en reversering av globaliseringen som presset vareprisene markert ned i en lang periode etter at Kina ble medlem i WTO i 2001. I perioden fra 2000-19 var samlet inflasjon i gjennomsnitt 2,2 prosent. Inflasjonen for tjenester var 2,8 prosent, mens vareinflasjonen var kun 1,3 prosent. Dersom vareinflasjonen fremover øker til 2,5 prosent (og annen inflasjon følger nivåene fra før pandemien), vil samlet inflasjon havne rundt 2,6 prosent. Gitt at inflasjonsmålet på 2 prosent ikke justeres opp, vil Fed i så fall komme til å måtte føre en vedvarende stram pengepolitikk.



Kilde: Refinitiv Datastream/DNB Markets

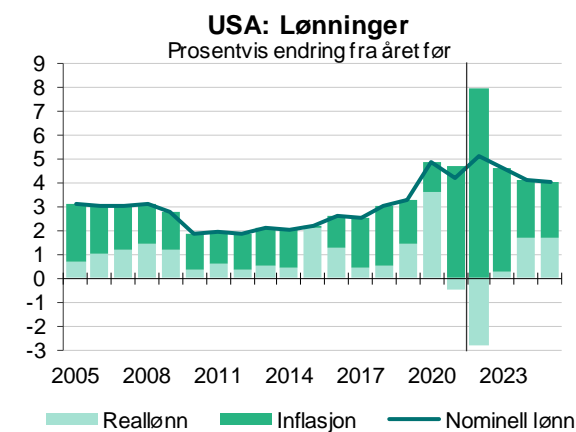
## Stramt arbeidsmarked gir høy lønnsvekst

Tjenesteinflasjonen styres på sikt av lønnskostnadsvekst justert for produktivitetsutvikling. Arbeidsmarkedet er fortsatt svært stramt. Ledigheten falt raskt i etterkant av pandemien og kom i mars i fjor helt ned i 3,6 prosent. Deretter har den stabilisert seg på det nivået. I tillegg er det fortsatt et høyt antall ledige stillinger. Toppen ble nådd med 11,9 millioner i mars i fjor, men i november var antallet fortsatt uvanlig høyt, på 10,5 millioner, dvs. 1,7 ganger så mange som de 6 millioner arbeidsledige.

Den sterke etterspørselen etter arbeidskraft har bidratt til å presse lønnsveksten opp. Mange bytter fortsatt jobb frivillig, og de oppnår gjennomgående høyere lønnsvekst enn de som blir værende i den jobben de har. Lønnsveksten måles helst med Employment Cost Index (ECI) og den var litt over 5 prosent i andre og tredje kvartal i fjor, det høyeste nivået siden 1984. Gjennom

fjerde kvartal viser utviklingen for gjennomsnittlig timelønnsvekst en avtakende tendens. Dette kan trolig i noen grad skyldes sammensetningseffekter. Over 60 prosent av sysselsettingsveksten de siste månedene har kommet for grupper med lavt lønnsnivå (fritid, overnatting og underholdning, samt utdanning og helse). Vi anslår at lønnsveksten gradvis vil avta ned mot 4,5 prosent i år og ser for oss en ytterligere nedgang i 2024.

Selv et fall til 4 prosent vil neppe være nok til å få prisveksten for tjenester ned mot 2 prosent. Underliggende, langsiktig produktivitetsvekst anslås av CBO fortsatt å være rundt 1,5 prosent slik den i gjennomsnitt har vært siden 1992. Om anslaget viser seg å være riktig, kan den reelle kostnadsveksten komme ned mot 2,5 prosent. I likhet med høyere vareinflasjon, vil dette dermed også tilsi at det blir vanskelig å få samlet inflasjon helt ned mot målet.



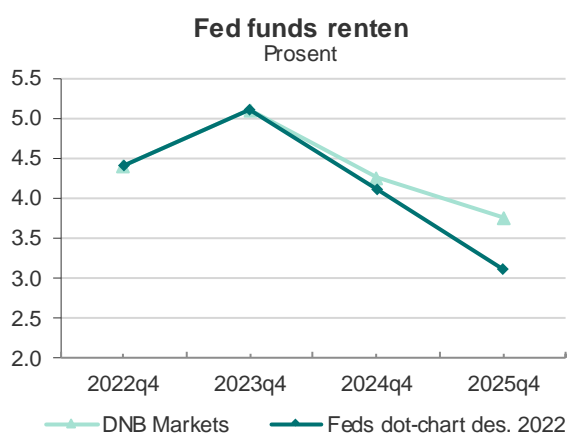
Kilde: Refinitiv Datastream/DNB Markets

## Husholdningene tålte mer enn ventet

Som følge av den kraftige oppgangen i inflasjonen i fjor, falt kjøpekraften med nærmere 3 prosent. Normalt ville det ført til nedgang både i forbruket og i BNP, og dermed sendt økonomien inn i en nedgangskonjunktur. Det skjedde ikke, og det var spesielt overraskende at etterspørselen etter varige goder holdt seg så sterk når rentene ble hevet markert. Kjøp av varige goder er ofte kredittfinansiert, og dermed mer rentesensitivt.

Forbruket ble opprettholdt ved å tære på den ekstraordinært høye sparingen husholdningene bygget opp under pandemien. Anslagvis toppet den ut på 2400 mrd. USD i slutten av 2021. Gjennom fjoråret avtok sparingen til rundt 1700 mrd. Dette vises også ved at spareraten, som lå på 7,5 prosent før pandemien og steg til rundt 16 prosent under pandemien, nå har kommet ned i rundt 2 prosent.

I år ser vi for oss at lønnsveksten blir omtrent like høy som inflasjonen. Det betyr at videre nedgang i sparingen er nødvendig for å holde forbruksveksten oppe. Vi venter at konsumet vil øke med knappe 1 prosent fra i fjor til i år, noe som innebærer fortsatt tæring på sparingen. Potensialet er trolig begrenset, særlig fordi det er de rikeste som har den klart største andelen av de oppsparte midlene. Det er heller ikke alle oppsparte midler som er like likvide. Vi venter også at nedgangen i boligprisene vil tyngte det private forbruket. Så langt har nedgangen vært liten, men bolig virker svært høyt priset og kan derfor stå foran en klar nedgang. Et fall i boligformuen har normalt en negativ effekt på forbruket.



Kilde: FOMC/DNB Markets

### Fed vil heve mer og holde renten høy

Sentralbanken hevet renten kraftig gjennom fjoråret. Etter å ha drøyd altfor lenge, ble renten satt opp med 25 basispunkter i mars og med 50 i mai. Deretter kom det fire hevinger på 75 basispunkter, og en på 50 i september. I løpet av 2022 steg dermed øvre grense i styringsrenteintervallet fra 0,25 til 4,50 prosent. Renten er dermed godt over det Fed anser som nøytralt nivå (2,5 prosent), men fortsatt klart lavere enn inflasjonen.

Vi ser for oss at Fed vil sette renten opp med 25 basispunkter på møtene i februar, i mars og i mai. Om vi får rett, betyr det at rentetoppen blir 5,25 prosent. Deretter venter vi at renten holdes uendret ut året, før Fed begynner å senke den forsiktig gjennom 2024. En slik utviklingen er godt i tråd med det Fed skisserte i sitt dot-chart på rentemøtet i desember (se figur). Normalt legger vi ikke så stor vekt på hva figuren antyder fremover, men denne gang var det uvanlig stor enighet blant medlemmene i rentekomiteén om nivået på renten ett år frem i tid. Til sammenligning priser ikke markedet inn en fullt så høy rentetopp, og venter dessuten en raskere og mer markert nedgang i styringsrenten allerede fra høsten i år.

### Flere risikofaktorer blir viktige i 2023

Det er flere faktorer som kan gi et annet forløp for vekst og inflasjon enn det vil legger til grunn. Om de slår til, kan vi også få en annen utvikling i renten fremover enn det vi venter. En slik faktor er energiprisene, som har falt mye det siste halvåret. Dersom de nå begynner å stige kraftig, vil det heve inflasjonen, noe som både svekker kjøpekraften og tilsier at Fed vil heve renten mer enn vi legger til grunn. Det vil antakelig gi en mer markert resesjon enn det vi har skissert i vår hovedbane.

En annen sentral faktor er husholdningenes sparing. I fjor ble den økonomiske veksten reddet av at husholdningene reduserte sparingen sin betydelig. Våre anslag tilsier kun en begrenset ytterligere sparenedgang i år. Dersom den likevel skulle bli betydelig større, kan det hindre at økonomien havner i en nedgangskonjunktur. Privat forbruk utgjør i overkant av 70 prosent av BNP. Dersom forbruksveksten holder seg oppe, slik vi så i andre halvår av fjoråret, vil det antakelig bety at BNP-veksten heller ikke svikter. I så fall kan nedkjølingen ende med en myk landing, snarere enn en resesjon.

Den politiske situasjonen etter mellomvalget innebærer også en risiko. Gjeldstaket er nådd igjen, og denne gang må demokratene ha hjelp fra republikanerne for å heve det, eller sette det til side en periode. Det kan bli vanskelig, ettersom republikanerne ikke ønsker økt gjeld, men i stedet ser for seg kutt i offentlige utgifter. President Biden og demokratene er på sin side ikke villige til å redusere utgiftene. Dermed kan det bli en periode med mye usikkerhet og markedsuro, som kan ende med nedgradering av USAs kredittverdighet og i verste fall mislighold av statsgjelden, selv om sannsynligheten for det antakelig er svært liten.

Makroøkonomiske nøkkeltall. USA					
	2022	2023	2024	2025	2026
Privat forbruk	2.9	1.1	0.8	2.0	2.3
Offentlig forbruk	-0.7	1.5	1.5	1.5	1.5
Boliginvesteringer	-10.6	-16.1	-0.6	4.1	5.0
Næringsinvesteringer	4.4	0.6	0.2	2.8	4.6
Eksport	7.2	2.8	1.7	2.3	2.8
Import	8.6	-0.2	2.0	2.6	2.8
BNP	2.1	0.8	0.7	2.0	2.5
Arbeidsledighet	3.7	4.1	5.3	5.2	4.8
KPI	8.0	4.4	2.4	2.3	2.7
Kjerne-PCE	5.1	3.8	2.4	2.6	2.8
Lønn	5.2	4.6	4.2	4.1	4.3

Kilde: DNB Markets

Knut A. Magnussen

## 2.2 Eurosonen

Et betydelig fall i gassprisene gjennom høsten og storstilte støttetiltak fra myndighetene har dempet støyten av energikrisen på økonomien. Inflasjonstoppen ser ut til å bli lavere, og den økonomiske nedbremsingen adskillig mildere, enn vi så for oss i fjor høst. Selv om forbruket vil utvikle seg svakt kan et investeringsløft, ikke minst innenfor energiproduksjon- og sparing, bidra til fortsatt stramme arbeidsmarkeder og tiltakende lønnsvekst. Inflasjonen vil avta markert gjennom 2023, men trolig øke igjen neste år og etablere seg nærmere tre enn to prosent. Dermed blir ECBs styringsrentetopp trolig både høyere og mer langvarig enn tidligere anslått.

### Støtdempere i sving

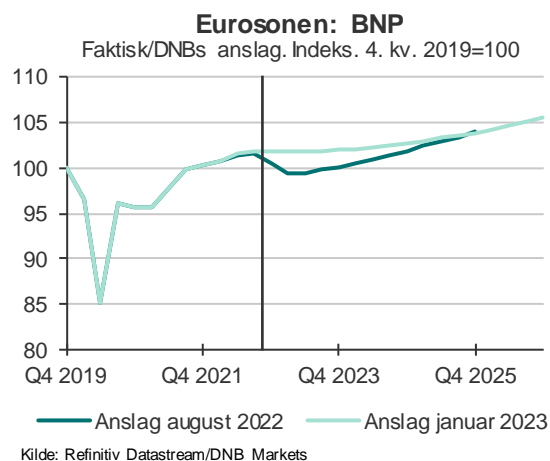
Siden toppen i august 2022 har gass- og strømprisene i eurosonen falt markert, og dempet kostnadsbyrden for brukerne. Nedgangen skyldes at etterspørselen er lavere samtidig som tilgangen av energi er bedret. Energiintensive bedrifter kuttet kraftig i sin produksjon, da den ikke lenger var lønnsom på grunn av de høye energiprisene. En uvanlig varm høst kombinert med sparetiltak bidro på sin side til at etterspørselen rettet mot oppvarming ble mindre enn vanlig. Sammen med omdirigering av flytende naturgass (LNG) i favør av Europa bidro dette til at gasslagrene, som var uvanlig slunkne ved inngangen av 2022, endte opp med å være velfylte ved utgangen av året. Parallelt falt gassprisene markert. De er nå lavere enn for ett år siden, før invasjonen av Ukraina.

Husholdninger og bedrifter har fått betydelig hjelp også fra annet hold. Gjennom året har de folkevalgte i eurosonen innvilget stadig flere og større støttetiltak. Aller størst er tiltakene i Tyskland. Ifølge Brugels (2022) kom de øremerkede og tildelte midlene i perioden fra september 2021 til november 2022 opp til nesten 270 mrd euro, tilsvarende 7,4 prosent av BNP. Italia har bevilget et beløp tilsvarende 5,1 prosent av BNP. Støttetiltakene i Spania og Frankrike tilsvarer om lag 3 prosent av BNP, også betydelige beløp.

Tiltakene omfatter blant annet direkte overføringer, både av universell karakter og rettet mot spesielt sårbare grupper, samt subsidieordninger både for drivstoff, strøm og gass. I Tyskland tok myndighetene hele naturgassregningen for både husholdninger og små og mellomstore bedrifter i desember. I år trer en ny ordning i kraft, med en makspris på mesteparten av strøm- og gassforbruket til både bedrifter og husholdninger

### Stagnasjon heller enn brå nedtur

Etter en periode med høy vekst i forbindelse med gjenåpning etter pandemien, dabbet BNP-veksten av til 0,3 prosent k/k i tredje kvartal. Nøkkeltall peker mot stagnasjon i BNP i fjerde kvartal, en trend vi tror vil vedvare gjennom første halvår av 2023.



Den svake utviklingen drives i hovedsak av fallet i husholdningenes kjøpekraft, som trekker både forbruk og boliginvesteringer ned. Utsikter til klart lavere økonomisk vekst i omverdenen, ikke minst i USA, demper dessuten utsiktene for eksportørene.

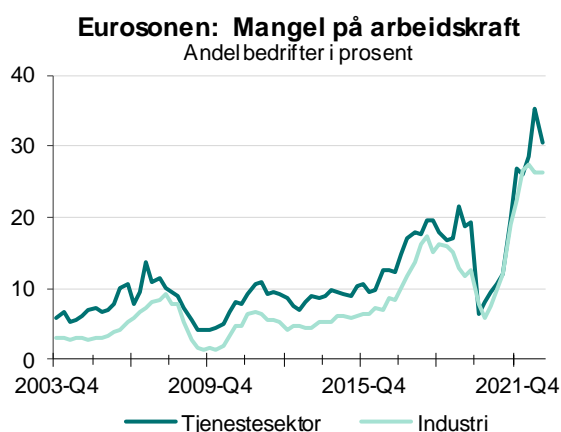
Investeringene utenom bolig ser derimot ut til å gå mot strømmen, og trekke aktiviteten opp i årene som kommer. Impulsene kommer fra myndighetshold. Blant annet skal den fellesfinansierte støttepakken NextGeneration EU fra pandemien gi støtte til investeringer i medlemslandenes digitale infrastruktur og energiomstilling. Pakken løfter offentlige investeringer i EU med om lag 2,5 prosent av BNP gjennom perioden 2021-2026. Forskere ved ECB anslår at når ringvirkningene til privat næringsliv regnes med, kan effekten av pakken på totale investeringer bli så høy som 8 prosent av BNP gjennom perioden.

Etter invasjonen av Ukraina har EU-kommisjonen lansert nok en plan, RePower EU, for å fjerne EUs avhengighet av russisk gass innen 2027 og øke trykket på eksisterende klima- og fornybarpolitikk. I tillegg til rene energisparingstiltak innebærer denne sterke føringer for å fremskynde investeringer i alternative energikilder, blant annet gjennom rask behandling av konsesjonssøknader og tiltak for å øke kapitalflyt til prosjekter. Investeringer og subsidier for å gjøre både offentlige og private bygg mer energieffektive er også sentrale virkemidler i planen. Investeringsløftet, som også vil gjelde for militær- og forsvarsrelaterte utgifter, vil

bidra til betydelige aktivitetsimpulser i en periode med svak etterspørsel fra husholdninger og handelspartnere. I sum venter vi at den økonomiske stagnasjonen blir avløst av en moderat oppgang i andre halvår. Vi anslår at BNP-veksten avtar fra 3,4 prosent i 2022 til 0,4 prosent i år, for så å stige gradvis, til 1,4 prosent i 2026.

### Stramt arbeidsmarked, høy lønnsvekst

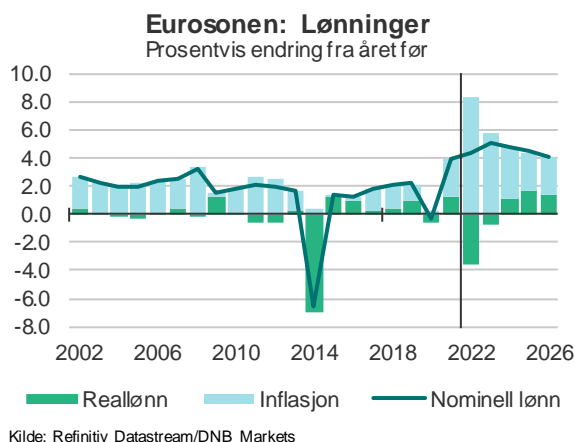
Når økonomien stagnerer, bidrar det trolig til at arbeidsledigheten, som mot slutten av 2022 falt til rekordlave 6,5 prosent, øker. Økningen blir trolig beskjeden, ettersom det vil ta tid å gjenopprette balansen mellom tilbud av og etterspørsel etter arbeidskraft. Andel eurosonebedrifter som opplever knapphet på arbeidskraft falt bare marginalt i fjerde kvartal, til et nivå som fortsatt er mye høyere enn normalt. Antall ledige stillinger i tysk økonomi har avtatt litt, men er fortsatt unormalt høyt.



Kilde: Europakommisjonen (ESI)/DNB Markets

Indikatorene for lønnsvekst har vært vanskeligere å tolke i Europa enn i for eksempel USA, fordi de har vært påvirket av lønnsstøtte- og korttidsarbeidsordninger som ble satt i verk i løpet av pandemien. I tredje kvartal 2022 var lønnsveksten målt ved kompensasjon per ansatt nesten 4 prosent, på linje med toppen ved høykonjunkturen rett før finanskrisen, og nesten dobbelt så høy som gjennomsnittet de påfølgende 15 årene. Både vi og sentralbanken venter at lønnsveksten tar seg videre opp i tiden som kommer. Høy inflasjon løfter lønnskravene, og lønnstakerne sitter med gode forhandlingskort på hånden i dagens stramme arbeidsmarkeder. Nivået for minimumslønn er dessuten på vei opp i flere land. Bedriftene i ECBs intervjunettverk meldte høsten 2022 om tiltakende lønnspress. Et stort flertall av respondentene anslo at lønnsveksten i 2023 ville stige til 4 prosent eller høyere, og i mange tilfeller betydelig høyere. Vi anslår en vekst i kompensasjon per ansatt på omtrent 5 prosent i 2023, gradvis avtakende til

litt over 4 prosent i slutten av vår prognoseperiode (2026).



Selv med en så høy lønnsvekst vil husholdningenes kjøpekraft fortsette å falle i 2023, trukket ned av både høy inflasjon og økende renter. Etter hvert som prisveksten avtar og lønnsveksten forblir solid, er det igjen duket for oppgang i reallønningene.

### Mer gjenstridig inflasjon

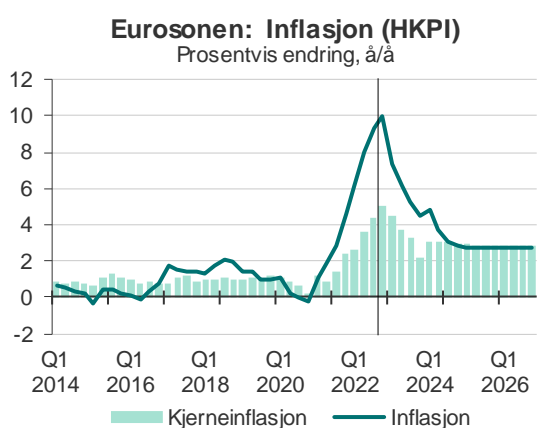
Med særlig sterke bidrag fra energiprisene steg den samlede konsumprisveksten til hele 10,6 prosent år/år i oktober. Deretter snudde energiprisbidraget til å bli markert negativt, både som følge av en nedgang i markedsprisene og av nye støttetiltak. I desember var årsveksten nede i 9,2 prosent år/år. Kjerneinflasjonen, som utelater mat og energi, har derimot fortsatt å stige. I desember 2022 nådde den en ny rekordnotering, på 5,2 prosent år/år.

Selv om gass- og strømprisene kan komme til å øke mye i vinter, dersom værforholdene ikke spiller på lag, vil maksprisene på gass- og strøm i Tyskland og andre land bidra til at årsveksten i energiprisene avtar en god del fra toppnivåene i fjor høst. Den ventede oppgangen i oljeprisen bidrar i motsatt retning.

Et tydelig fall i prisene på en rekke innsatsvarer og transport, som følge av oppløste flaskehals, vil sammen med velfylte lagre trolig bidra til å trekke prisveksten i varehandelen markert ned gjennom året som kommer. Samtidig vil økende lønnsvekst trolig bidra til at prisveksten på tjenester fortsetter oppover. I sum tror vi forløpet for den underliggende prisveksten (konsumprisene utenom mat og energi) måned for måned vil ligne en del på det vi så i 2021, både i år og neste år. 2021 var et år der prisene steg mer enn normalt gjennom året, men langt fra like mye som det vi så gjennom 2022. Med en slik utvikling kan



kjerneinflasjonen avta betydelig gjennom 2023, fra en topp på rundt 5,5 prosent i januar til en bunn på rundt 2 prosent i desember. Når effekten fra normaliseringen av vareprisene er uttømt, trolig fra 2024, tror vi den underliggende prisveksten stiger til rundt 3 prosent, og blir liggende rundt dette nivået. Vinteren 2024 legger vi for øvrig også til grunn en ny runde med oppsving i gass- og strømpriser.



## Høyeste renter på 20 år

ECB startet ikke rentehevingene før i juni 2022, men rakk å sette innskuddsrenta opp til 2 prosent, 2,5 prosentpoeng høyere enn bunnen, innen utgangen av 2022. På desember-møtet var varselet fra sentralbanken klart: Renta ville trolig fortsette oppover i steg på 50 basispunkter på flere møter fremover. Parallelt skal ESBs balanse reduseres. Med våre forventninger til fortsatt stramme arbeidsmarkeder og høy lønnsvekst tror vi renta kan komme opp til 3,75 prosent i løpet av første halvår 2023. Det er det høyeste nivået siden 2001. ECB vil trolig slå følge med andre sentralbanker, med Fed i spissen, i å redusere renta våren 2024. Med utsikter til at kjerneinflasjonen fester seg nærmere tre enn to prosent holder vi en knapp på at denne reduksjonen blir liten, slik at innskuddsrenta blir liggende på 3,25 prosent de neste tre årene.

Renteøkningen vil bidra til å dempe temperaturen i økonomien, slik hensikten er. Særlig vil boligpriser- og investeringer bli påvirket. Det er likevel grunn til å tro at effekten er mindre enn i Norge. For det første: Husholdningenes gjeldsbyrde, målt som gjeld i prosent av disponibel inntekt er i de fire største eurosonelandene mindre enn halvparten så stor som den norske. Gjeldsbyrden i Italia er på 90 prosent, den tyske og spanske på rundt 100 prosent, mens den franske er på 124 prosent. I disse landene er dessuten fastrentelån med forholdsvis lange bindingstider – gjerne over 10 år

– vanligst. I det tyske og franske boliglånsmarkedet dominerer fastrenteavtaler fullstendig, som i USA. Det betyr at kjøpekraften blant et flertall av dem som allerede har tatt opp lån for å kjøpe bolig, ikke blir umiddelbart berørt av renteøkningene.

## Noen utvalgte, kjente usikkerhetsfaktorer

**Energisituasjonen:** Selv om utfordringene knyttet til stansen i gassforsyningen fra Russland ser håndterbare ut på terskelen av 2023, er situasjonen skjør og utfallsrommet stort, både denne og i kommende vinter. Om temperaturer og værforhold ikke spiller på lag, og dersom konkurransen fra Asia om den flytende naturgassen blir sterk, vil inflasjonen bli høyere og den økonomiske veksten bli mindre enn ventet. Effekten på renten av et slikt scenario er uvisst. Til en viss grad vil lavere vekst og høyere inflasjon nøytralisere hverandre.

**Turbulens i statsgjeldsmarkedene.** Den offentlige pengebruken vil være høy i tiden som kommer, både som følge av investeringsplaner og støttepakker. Sammen med høyere renter øker dette risikoen for nye episoder med markedsturbulens, preget av mistillit mot gjeldstunge medlemsland. Det vil øke presset på ECB til å stille som kjøper av for eksempel italienske statsobligasjoner, en særlig kontroversiell rolle nå som inflasjonen er høy. Det vil også stikke kjepper i hjulene for planen om å normalisere sentralbankbalansen.

**Inflasjonsdriverne:** Det ventede investeringsløftet kan utebli, og nedkjølingen av arbeidsmarkedet kan bli både raskere og større enn vi anslår, slik at lønnsveksten normaliseres. Da kan både inflasjons- og renteutsikter bli lavere enn vi anslår. På den annen side kan vi ha undervurdert de kostnadsdrivende effektene av investeringsløftet, og dermed undervurder inflasjonsutsiktene.

### Makroøkonomiske nøkkeltall. Eurosonen

	2022	2023	2024	2025	2026
Privat forbruk	4.2	0.4	-0.3	0.4	0.7
Offentlig forbruk	1.1	0.7	0.8	0.8	0.8
Bto. investeringer	4.3	3.4	4.0	3.9	3.6
Eksport	7.4	3.1	3.7	4.1	4.7
Import	8.7	5.1	4.5	4.9	4.9
BNP	3.4	0.4	0.6	0.9	1.4
Arbeidsledighet	6.7	6.7	6.9	7.3	7.5
KPI	8.4	5.8	3.6	2.8	2.7
Kjerne-KPI	3.9	3.4	3.1	2.9	2.8
Lønn	4.4	5.1	4.8	4.5	4.2

Kilde: DNB Markets

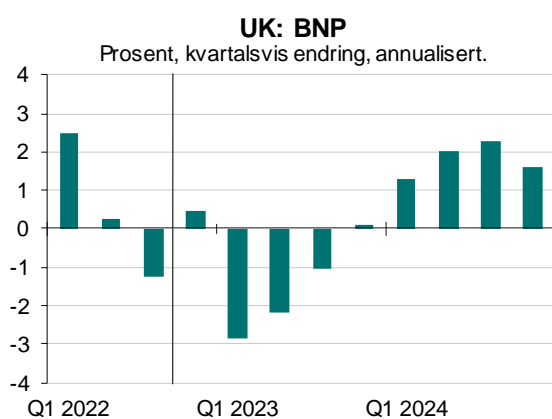
Kjersti Haugland

## 2.3 Storbritannia

Den britiske økonomien er mest sannsynlig på vei inn i en resesjon i år. Årsaken er det kraftige fallet i husholdningenes realinntekter som startet i fjor og ventes å fortsette i år. Lønnsveksten har tiltatt, men kompenserer ikke for den svært høye inflasjonen. Tilbakeslaget vil trolig føre til en klar oppgang i arbeidsledigheten, som etter hvert vil dempe lønnsveksten og inflasjonen. Bank of England (BoE) har hevet styringsrenten betydelig det siste året, og vi tror rentetoppen nås utpå våren i år. Det blir neppe noen rentekutt før i 2024, siden det tar tid før inflasjonen kommer ned. Lavere renter og økt kjøpekraft vil trolig bidra til et oppsving fra neste år.

### Økonomien er trolig på vei mot resesjon

Utsiktene for britisk økonomi ble noe bedret etter at regjeringens energiprisgaranti (EPG) kom på plass i fjor høst. Garantien hindrer imidlertid ikke at husholdningene også i år rammes av et markert fall i kjøpekraften. Vi tror det blir tungen på vektskålen, som vil sende økonomien inn i en ny resesjon tidlig i 2023. Nedturen kan bli forsterket av renteoppgangen, som vi ramme mange med boliglån. På den annen side ser det ut til at de negative impulsene fra eurosonen blir mindre enn fryktet. Vi skisserer derfor en resesjon som varer rundt tre kvartaler, og dermed er mye kortere enn de åtte kvartalene BoE hadde lagt til grunn i sin pengepolitiske rapport i november.



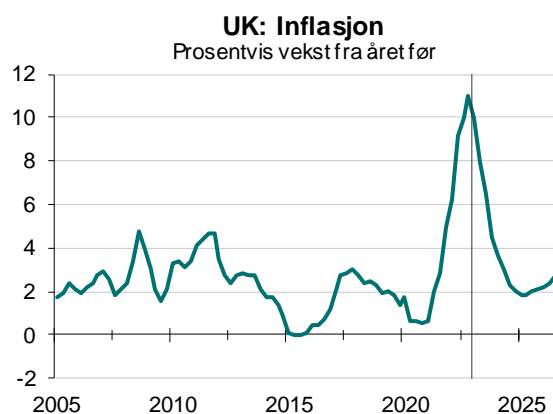
Kilde: Refinitiv Datastream/DNB Markets

### Lavere inflasjonstopp enn fryktet

Da vi skrev vår forrige rapport i august, så det ut til at inflasjonen kunne komme opp i rundt 15 prosent ved årsskiftet. En slik økning ble imidlertid hindret av støtteordningen for husholdningene (EPG), som satte et tak på de årlige energiutgiftene på 2500 pund fra oktober i fjor. Fra april i år til april 2024 vil beløpet være

rundt 3000 pund. Det ser dermed ut til at inflasjonen kan ha nådd en topp på drøyt 11 prosent i oktober. På samme tid kom kjerneinflasjonen, det vil si konsumprisveksten utenom mat og energi, opp i 6,5 prosent. Det er antakelig også et topp-punkt.

Flere indikatorer peker i retning av lavere inflasjonstakt fremover. For det første har markedets inflasjonsforventninger trukket markert ned i det siste. 10-års forventningene har falt fra rundt 4,5 prosent til rundt 3,5 prosent. Også husholdningenes forventninger til inflasjonen om 5 til 10 år har avtatt markert, fra 4,8 prosent i august til 3,6 prosent i desember. Nivået har ikke vært lavere siden august 2021. Industrien rapporterer dessuten om en vesentlig nedgang i prisen på vareinnsats, noe som etter hvert vil komme forbrukerne til gode. I tillegg vil base-effekter senke inflasjonen betydelig gjennom det kommende året, spesielt i perioden februar til april, og i oktober.



Kilde: Refinitiv Datastream/DNB Markets

### Husholdningene taper kjøpekraft i 2023

Den kraftige oppgangen i inflasjonen i fjor ble på langt nær utlignet av høyere lønnsvekst. Reallønningene avtok med rundt 3 prosent i fjor, og våre prognoser tilsier en nedgang på omkring 2 prosent i år. Fallet i fjor bidro til svak konsumvekst gjennom året, men utviklingen hadde blitt betydelig verre uten trekk på den unormalt høye sparingen. Det ser nå ikke ut til at sparingen faller ytterligere, noe som tilsier en mer markert nedgang for forbruket fremover.

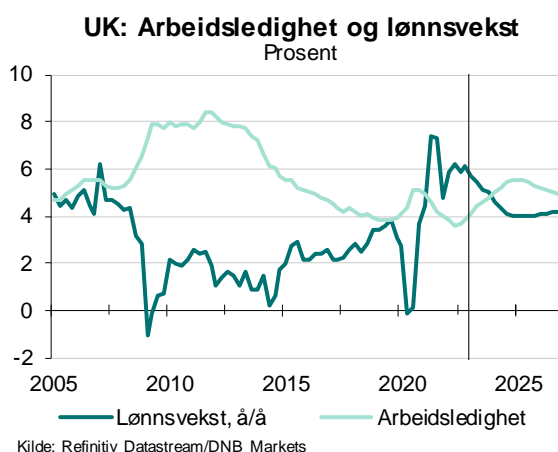
Flere andre forhold tilsier også en svakere forbruksutvikling fremover. For det første har arbeidsmarkedet allerede vist tegn til å svekke seg noe. Videre oppgang i ledigheten vil innebære økt usikkerhet, og vil kunne gi høyere, snarere enn lavere sparing. Forbrukertilliten ligger dessuten på et svært lavt nivå allerede. For det andre har boligmarkedet snudd klart i

negativ retning, med fall i prisene. Om det fortsetter, vil det tyngre forbruket både direkte og gjennom nedgang i boligformuen. Renteoppgangen vil trolig også begynne å bite mer fremover enn tilfellet har vært så langt. I gjennomsnitt har britene en høyere rentebelastning (rundt 100 prosent av disponibel inntekt) enn husholdningene i USA, Tyskland og Frankrike. Rundt 80 prosent har fastrentelån, men rundt ¼ av disse lånene forfaller allerede i år. Mange vil dermed stå overfor et kraftig rentehopp siden rentene (både korte og lange) har steget markert det siste året.

En svekkelse av det private forbruket vil antakelig ta med seg investeringene i fallet. Vi har derfor tegnet opp et bilde der også bruttoinvesteringene faller i årets tre første kvartaler. Boliginvesteringene antas å bidra i betydelig grad til denne nedgangen. Eksportutviklingen ventes også å bli svak i år siden eurosoneen bremser opp og det fortsatt ser ut til å være negative utslag fra Brexit.

### Finanspolitikken snudde brått

Etter at statsminister Truss forsøkte seg med store skattelettelser, som fikk hard medfart av finansmarkedet, har finanspolitikken på nytt blitt snudd i en kontraktiv retning, slik den var da nåværende statsminister Sunak selv var finansminister. På kort sikt vil riktig nok støtteordningene til husholdninger og næringsliv gi klart positive vekstimpulser. På lengre sikt (spesielt i 2025-28) har den nye regjeringen lagt opp til en betydelig innstramming. Dette var trolig nødvendig for å vise markedet at finanspolitikken er bærekraftig over tid.



### Høyere ledighet vil dempe lønnspresset

En relativt svak utvikling i BNP, med fall på 0,3 prosent i tredje kvartal, har antakelig bidratt til en viss svekkelse av arbeidsmarkedet. Ledighetsraten steg fra 3,5 prosent juli til 3,7 prosent i oktober. I samme periode forsvant det i overkant av 100 000 jobber. Antall ledige stillinger har

kommet ned etter pandemien og det er nå like mange stillinger som det er arbeidsledige. Brexit har bidratt til at det er vanskeligere tilgang på utenlandsk arbeidskraft.

Vi venter at presset i arbeidsmarkedet avtar markert fremover, som følge av svakere etterspørsel, og at ledigheten vil fortsette å øke. Det tilsier at lønnsveksten, som fortsatt er så høy som 6 prosent, antakelig vil avta gradvis ned mot 4 prosent i løpet av et par år. Dette vil trolig ikke være nok til at inflasjonen kommer helt ned til inflasjonsmålet. Inflasjonen ligger derfor over målet mot slutten av prognoseperioden.

### Bank of England nærmer seg rentetoppen

BoE begynte med forsiktige rentehevinger i desember i fjor, økte tempoet til 50 basispunkter i august og september, og videre til 75 basispunkter i november, i etterkant av den ulykksalige finanspolitiske fadeseen til regjeringen Truss. Deretter kom en ny heving på 50 basispunkter i desember.

Inflasjonsutsiktene tilsier ytterligere renteoppgang, til tross for at det kan forsterke den forventede nedturen. Vi legger til grunn at rentene settes opp med 50 basispunkter i februar og at det deretter kommer to påfølgende hevinger på 25 basispunkter. Om vi får rett, topper i så fall styringsrenten ut på 4,5 prosent. BoE strammer også inn gjennom å redusere balansen.

Selv om en resesjon trolig vil prege økonomien i år, tror vi ikke BoE vil begynne å sette renten ned igjen før i 2024. Grunnen er at det vil ta tid før inflasjonen kommer ned igjen mot inflasjonsmålet. I prognosene våre ligger inflasjonen på 4,5 prosent i fjerde kvartal i år. Først i 2024 ser vi derfor for oss at sentralbanken vil begynne med en forsiktig nedjustering av renten. Vi tenker oss en forsiktig nedgang fra 4,5 prosent til 3,0 prosent. Nedjusteringen kan komme raskere dersom inflasjonen kommer ned tidligere enn vi anslår, men rentefallet kan åpenbart også bli tregere dersom inflasjonen blir mer seiglivet enn vi legger til grunn.

### Makroøkonomiske nøkkeltall. Storbritannia

	2022	2023	2024	2025	2026
Privat forbruk	5.1	-1.7	0.9	1.6	1.9
Offentlig forbruk	1.6	1.0	1.5	1.2	1.2
Bto. investeringer	5.0	-3.7	0.2	2.0	2.5
Eksport	11.2	5.6	1.9	2.4	2.5
Import	12.0	-2.0	2.3	2.2	2.0
BNP	4.1	-1.3	0.8	1.7	2.1
Arbeidsledighet	3.8	4.5	5.3	5.4	5.1
KPI	7.1	7.3	2.8	1.9	2.5
Lønn	6.0	5.3	4.3	4.0	4.2

Kilde: DNB Markets

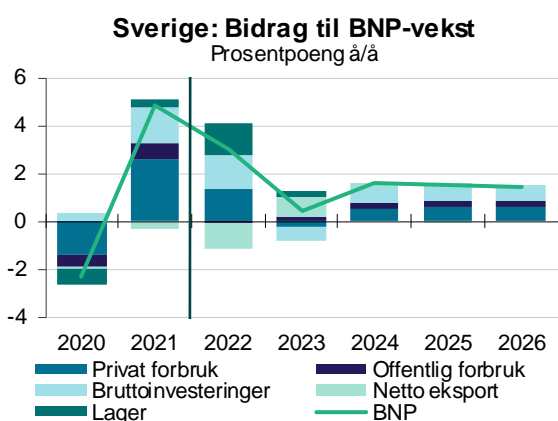
Knut A. Magnussen

## 2.4 Sverige

Veksten i svensk økonomi har overrasket på oppsiden i 2022, til tross for at husholdningenes forbruk har vært på en dalende trend det siste halvåret. Høy rente og inflasjon, i kombinasjon med moderat lønnsutvikling, vil fortsette å svekke kjøpekraften til husholdningene i 2023. Samtidig vil investeringene gå fra å løfte aktiviteten til å bli en brems i 2023. Inflasjonen har fortsatt å stige og Riksbanken har fremdeles en jobb å gjøre før de når rentetoppen vi anslår vil bli på 3,50 prosent. I sum tegner vi et svakt bilde for svensk økonomi i 2023, før den beveger seg i retning av, men forbli under, normal vekst i 2024 og 2025.

### Svakere aktivitetsutvikling fremover

Svensk økonomi fikk en svak start på 2022, med høy smitte og restriksjoner som hemmet aktiviteten. Etter gjenåpning var imidlertid veksten svært sterk i både andre og tredje kvartal. Den månedlige BNP-indikatoren tyder på at utviklingen i fjerde kvartal vil bli om lag flat, noe som i så fall vil gi en BNP-vekst på 3,0 prosent i 2022. Selv om forbruket har falt i andre halvår har den samlede økonomiske veksten vært overraskende sterk. I stor grad handler dette om at investeringsveksten har bidratt mye, samt at nasjonalregnskapet har registrert en signifikant lageroppbygning. Det høye nivået på lager betyr at det fort kan komme revisjoner som endrer veksthistorien for 2022.



I øyeblikket er vårt inntrykk at svensk økonomi har utviklet seg langt sterkere enn forventet i 2022, løftet av unormalt høy investeringsvekst. Vi forventer at den høye investeringsveksten vil være et forbigående fenomen. Inflasjonen er skyhøy, styringsrenten har steget mye og tillitsindikatorer peker mot svakere aktivitetsutvikling fremover. Det taler for at investeringene vil justeres ned det kommende året. Husholdningenes etterspørsel har

dessuten vist svakhetstegn gjennom at privat forbruk har falt fire av de seks siste månedene. Med utsikter til at inflasjonen holder seg høy og at lønnsveksten blir moderat, tror vi forbruksveksten vil bli svak gjennom 2023. Lavere etterspørsel innenlands gir også grunn til å tro på noe svakere import, samtidig som utsiktene til handelspartnerne er noe bedre enn vi tidligere har anslått, og krona er svak. Dermed tror vi nettoeksporten vil løfte BNP-veksten i 2023. I årene etter tegner vi et moderat vekstbilde for svensk økonomi. Reallønnsveksten kommer tilbake etter hvert som inflasjonen faller og gir grunnlag for noe høyere forbruksvekst på sikt. Samtidig vil investeringene begynne å vokse igjen etter svak utvikling i 2023 og gi positive bidrag til veksten i årene som følger. Vi anslår en vekst i BNP på 0,4 prosent i 2023, 1,6 prosent i 2024 og 1,5 prosent i 2025.

### Rentesjokk gir aktivitetseffekter

Den brå renteoppgangen kan tenkes å ha virket mer nedkjølende på svensk enn norsk økonomi, til tross for at rentenivåene nå er nesten helt like. Dette fordi forventningene i begynnelsen av 2022 var at styringsrenten i Norge skulle opp til 1,75 prosent, mens det i Sverige var forventning om at renten ville ligge på 0,0 prosent i all overskuelig fremtid. Gjennom 2022 har Riksbanken gjennomført tidenes kuvending og hevet renten helt opp til 2,5 prosent. Den brå oppgangen har allerede begynt å gi utslag i aktivitet, og vi vil trolig se konsekvensene utspille seg tydeligere gjennom 2023.

Boligprisene har falt med over 15 prosent fra toppen i februar. Det kraftige boligprisfallet startet riktignok i mars og kan derfor ikke utelukkende forklares av renteoppgangen. Sammenlignet med andre land, hadde det svenske boligmarkedet en kraftigere prisvekst under pandemien, uten nevneverdige ekstra pengepolitiske stimulanser, all den tid Riksbanken ikke senket styringsrenten ytterligere. Boligprisene begynte å falle etter gjenåpningen, noe som kan tolkes som at mye av oppgangen ble drevet av pandemieffekter som deretter begynte å reverseres. At rentene har kommet opp såpass kraftig har hatt en forsterkende effekt. Boligprisene er fremdeles 5 prosent høyere enn før pandemien og kan komme til å falle en stund til.

Boliginvesteringene falt i tredje kvartal og den kraftige nedturen i boligpriser, samt økte byggekostnader, gjør utsiktene dystre også fremover. Boliginvesteringer utgjør en anelig del av svenske bruttoinvesteringer og en nedtur i byggeaktivitet vil ha negative konsekvenser for aktiviteten. I tillegg til svakere boliginvesteringer, forventer vi et tydelig omslag i tjenesteinvesteringene,



som vokste kraftig i 2022. Når vi ser nivåene opp mot trenden før pandemien, samt vekstbildet ellers i økonomien, er det naturlig å anslå at disse vil justere seg ned noe i tiden som kommer. I sum anslår vi at bruttoinvesteringene vil falle med 2,2 prosent i 2023 før de igjen stiger i moderat tempo.

I tillegg til fallende boligpriser, treffes husholdningene av renteøkninger og høy inflasjon. En høy andel av husholdningene har flytende rente på lånene sine og husholdningssektoren har mye gjeld i forhold til inntekt. Samtidig var prisveksten målt ved KPIF 10,2 prosent i desember. Total inflasjon (som ikke holder rentekostnader fast) var på hele 12,3 prosent i desember. Med en anslått lønnsvekst for 2022 på 2,8 prosent, ble reallønnsveksten i 2022 rekordsvak. I løpet av høsten 2022 kom riktignok en strømstøtteordning på plass, men sammenlignet med for eksempel Norge, er støtten til husholdningene mager. Den svake realinntektsutviklingen er nok grunnen til at forbruket har vært på en svakt fallende trend siste halvår. Vi legger til grunn at forbruket vil falle svakt i første halvår av 2023, før det igjen vokser moderat. Vi anslår et fall i privat forbruk på 0,6 prosent i 2023 før det stiger med 1,2 prosent i 2024 og 1,4 prosent i 2025 og 2026.

Nettoeksport gav positive impulser til svensk økonomi i 2018 og 2019, men dette snudde under pandemien. Importveksten har holdt seg høyere enn eksportveksten også i kjølvannet av pandemien. Dette gjør at det ligger an til å bli et negativt bidrag fra nettoeksport i 2022. Med investerings- og konsumfall, samt bedre utsikter for eurosonen, venter vi et positivt bidrag fra nettoeksport til BNP-veksten i 2023.

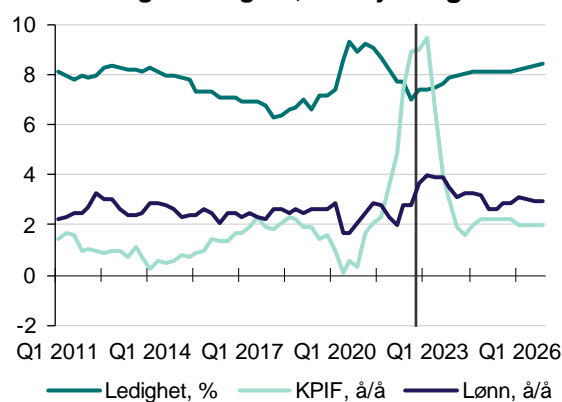
## Varig høyere renter svekker økonomien

KPIF-ekskludert energi, var på 8,4 prosent i desember. Det kan se ut som denne vekstraten vil bli liggende høyt noen måneder til før den begynner å avta. I etterkant av Riksbankens rentemøte i november, hvor renten ble hevet med 75 basispunkter til 2,50 prosent, fremgår det at komiteen mener risikoen for ytterligere inflasjonsoverraskelser fremstår som mer balansert. Samtidig forventer komiteen at renten vil bli liggende på et høyere nivå over en lengre periode som følge av at den fortsatt ikke vet hvor omfattende inflasjonsproblemet er. Dette, i kombinasjon med en svekket krone og høyere renteutsikter for ECB, gir oss grunn til å tro at Riksbanken vil nå en rentetopp på 3,5 prosent før renten gradvis kommer ned mot slutten av prognoseperioden.

Vi tror inflasjonsutsiktene i svensk økonomi vil bli påvirket av at prisveksten globalt kan bli noe høyere på

mellomlang sikt. Gjennomslaget kan bli noe moderert gjennom at husholdningssektoren får mindre støtte fra det offentlige, i tillegg til at utsiktene for reallønnsvekst er relativt svake sammenlignet med flere andre land. Signalene fra lønnsforhandlingene så langt tyder på at arbeidstakersiden krever et tillegg på 4,4 prosent. All den tid dette er et første utspill, er det naturlig å tro at sluttresultatet blir noe lavere, i området 3,5 prosent. Selv om arbeidsmarkedet er stramt også i Sverige, har tonen så langt vært at partene forstår viktigheten av å holde lønnsveksten under kontroll for å unngå at inflasjonen biter seg fast. Vi tror det vil prege lønnsforhandlingene på kort sikt og inflasjonsutsiktene på mellomlang sikt.

### Sverige: Ledighet, inflasjon og lønn



Kilde: Refinitiv Datastream/DNB Markets

Et svakere bilde for aktiviteten i svensk økonomi vil trolig trekke i retning av mindre press i arbeidsmarkedet. Selv om det ofte tar tid før svakere vekst gir utslag i ledigheten, er det allerede noen små tegn til at sysselsettingsveksten avtar. Vi anslår en ledighet på 7,7 prosent i 2023 og deretter en oppgang til 8,1 prosent.

Makroøkonomiske nøkkeltall. Sverige					
	2022	2023	2024	2025	2026
Privat forbruk	2.9	-0.6	1.2	1.4	1.4
Offentlig forbruk	-0.2	0.6	0.9	1.0	1.0
Bto. investeringer	5.6	-2.2	2.7	2.8	2.0
Eksport	4.7	1.5	1.7	2.0	2.3
Import	7.8	-0.4	1.5	2.3	2.4
<b>BNP</b>	<b>3.0</b>	<b>0.4</b>	<b>1.6</b>	<b>1.5</b>	<b>1.4</b>
Arbeidsledighet	7.5	7.6	8.1	8.1	8.1
KPI	8.2	8.1	1.8	1.9	2.0
Kjerne-KPI (KPIF)	7.5	5.8	1.9	2.2	2.2
Lønn	2.8	3.8	3.2	2.8	2.9

Kilde: DNB Markets

Oddmund Berg

## 2.5 Kina

**Kinas gjenåpning vil trolig føre til et betydelig økonomisk oppsving i 2023 og 2024. Det er neppe duket for en forbruksfest, men heller en ny, markert oppgang i investeringene, godt hjulpet av finanspolitiske stimulanser. På lengre sikt gir strukturelle utfordringer grunn til å vente lavere vekst.**

### Kinas gjenåpning gir en syklisk opptur

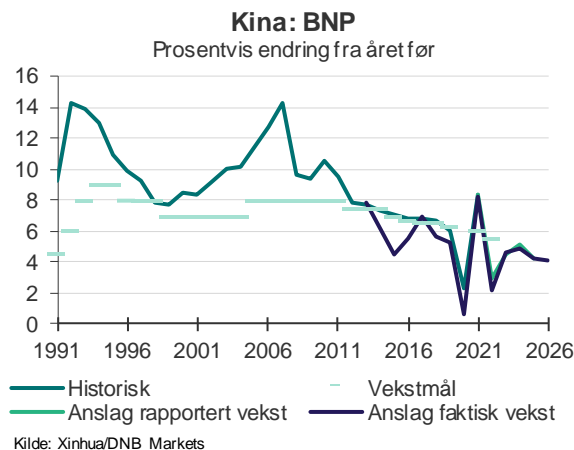
Kinas økonomi var fanget i en politisk tvangstrøye gjennom 2022. «Slå ned»-strategien som ble opprettholdt tross et mye mer smittsomt Omikron-virus, satte rammene for økonomien. Stadige nedstenginger barberte aktiviteten, særlig i tjenestesektoren. Usikkerheten knyttet til når eller om ett eneste smittetilfelle ville lamme aktiviteten i en hel bydel, la en demper på investeringene. Med den svake økonomiske utviklingen, og forbrukertillit på bunnivåer, klarte ikke myndighetene å stagge den kraftige nedturen i boligsektoren, til tross for stadig nye støttetiltak. Kinas myndigheter klarte heller ikke å stimulere effektivt med finanspolitikken, ettersom økonomien stadig var utsatt for midlertidige nedstenginger. Kredittetterspørselen fra private selskap falt tilbake til nivåer vi sist så i 2015. Å øke gjeldsopptaket i en økonomi med lav kredittetterspørsel ville i praksis ha tvunget bankene til å senke utlånskravene – noe myndighetene tydeligvis ønsket å unngå, av hensyn til finansiell stabilitet. Den brå og uventede kuvendingen fra myndighetene på nullsmittestrategien ved årsslutt endret alt dette. Etter tre år med pandemi og streng grensekontroll, åpnet Kina opp, også for resten av verden.

At verdens nest største økonomi nå rister av seg tvangstrøyen fra nullsmittestrategien, vil gi store, positive økonomiske utslag. Potensialet for innhenting er i utgangspunktet stort, ettersom startpunktet er så svakt. Innhenting vil imidlertid hemmes av at boligsektoren ligger med brukken rygg. Husholdningenes inntektstap gjennom det siste året legger også en demper på hvor mye forbruksveksten kan ta seg opp. Videre vil medvinden fra Kinas eksportnæring snu til motvind. Vi tror dermed at veksten i stor grad også må drives av et investeringsløft, hjulpet i gang av myndighetenes stimulanser. Vi anslår at BNP veksten tar seg opp til 4,5 prosent i 2023, og videre til 5,1 prosent i 2024.

Etter denne sykliske oppgangen, er det duket for en mer dempet økonomisk vekst. I 2026 anslår vi at BNP vokser med 4,2 prosent. For det første venter vi en videre, strukturell nedgang i boligsektoren, selv om vi tror at Kinas myndigheter vil lykkes med å unngå et videre stup

på kort sikt. For det andre mener vi at omstillingen fra en investerings- og eksportdrevet vekstmodell, til en modell drevet av innenlandsk forbruk, krever at Kina lykkes med å gjennomføre omfattende reformer av skatte- og pensjonssystemet. Slike reformer kan lanseres i 2023, men spørsmålet er hvorvidt de blir gjennomført. Etter at han kom til makten i 2013 lanserte president Xi viktige markedsvennlige reformer, som det ikke ble noe av.

Trolig vil Kinas rivalisering med USA tilta, etter hvert som maktforskjellene mellom landene utjevnes mer. Dekoblingen mellom de to stormaktene, som allerede er godt i gang innenfor strategisk viktige sektorer som halvlederbrikker, tror vi vil fortsette. Selv om vi har observert et omslag i Kinas utenrikspolitikk, som er blitt mer forsonende, og myndighetene har aktivt fridd til utenlandske handelspartnere ved å åpne opp flere sektorer for utenlandske selskap, vil det ubehagelige geopolitiske bakteppet bidra i motsatt retning. Budskapet fra Kina er at landet nå gjenåpnes for verden etter tre isolerende år, men ettersom forholdet til Vesten har surnet betraktelig, og skepsisen neppe bedres, vil Kina trolig måtte snu seg mer mot naboer i Asia og andre fremvoksende økonomier. Fragmenteringen i globale handelsmønstre blir vekstdempende på sikt.



### Kaotisk slutt på «slå ned» strategien

Snuoperasjonen bort fra nullsmittestrategien ble brå og kaotisk. Etter at protester brøt ut på nærmere hundre universiteter og en rekke storbyer i november, tok det ni dager, før myndighetene annonserte omfattende omlegging av politikken. Fire uker senere ble samtlige smittevernstiltak fjernet. Det var ingen isolasjonskrav selv for de som var syke med Covid-19, og Kina åpnet landegrensene for både ut- og tilreisende. Over natta gikk Kina fra å bygge store karantenesentre, spore all Reiseaktivitet og masse-teste befolkningen daglig, til å overlate smittevern til den enkelte borger.

Kaoset som fulgte, med hamstring av medikamenter og sykehus med sprengt kapasitet, viser at Kinas myndigheter ikke selv var forberedt på sin egen kuvending. Høyt sykefravær førte til at kinesisk økonomi fikk en nedgang i både produksjon og etterspørsel i desember. Mobiliteten i Kinas 96 største byer falt til enda lavere nivåer enn under Omikron-nedstengningene. Til gjengjeld har situasjonen bedret seg raskere enn ventet, og mobiliteten tok seg opp allerede i midten av januar. Toppen for den første smittebølgen ble trolig nådd den 5. januar, da 1,65 millioner pasienter var innlagt på sykehus. Kina har lagt den første, og trolig største (anslagsvis 60-80 prosent av befolkningen ble smittet), smittebølgen bak seg.

I byene som var først ute med å lette på smittevernstiltak, som Guangzhou, Chongqing, og Beijing, har antallet reisende på t-banen likevel holdt seg 15–25 prosent lavere enn nivåene sommeren 2022. Dette skyldes trolig at deler av befolkningen, som i tre år er blitt fortalt av myndighetene at Covid-19 er livsfarlig, fortsatt er forsiktige – også av hensyn til eldre slektninger som de er bosatt med. Andre derimot, som allerede er blitt friske etter å ha hatt viruset, vil nyte gjenåpningen fullt ut. Denne K-formede responsen fra husholdningene, sammen med den nye smittebølgen i rurale strøk som ventes i kjølvannet av kinesisk nyttår, gjør at startskuddet for den økonomiske innhentingen fremdeles ligger litt foran oss i tid.

## Skjeve utslag i forbruksveksten

I mange vestlige land ga oppdemmet etterspørsel, sammen med rause stønader, en tydelig forbruksdrevet gjenåpningseffekt. For Kina blir nok ikke dette tilfellet. Selvfølgelig vil husholdningene med høy inntekt, som ikke mistet inntekt under nedstengingene og som har betydelige oppsparte midler, også ha et oppdemmet behov og løfte tjenesteforbruket. Interessen etter utenlandsferier hoppet opp nesten umiddelbart, og det vil drive en betydelig oppgang i tjenesteforbruket og turistnæringen internasjonalt. I tiåret før pandemien, hadde antallet kinesiske turister internasjonalt steget med 13 prosent årlig, til å utgjøre 159 millioner reisende i 2019. Også turistvirksomheten innenlands vil få seg en opptur etter katastrofeåret 2022. Om innenlandske flyreiser gjenopptas like raskt som etter Kinas gjenåpning høsten 2020, tilsier dette en oppgang på over 160 prosent i 2023 for næringen, og et løft i bruken av flybensin og oljeetterspørsel.

Likevel: Samlet sett blir gjenåpningseffekten svakere i Kina. Inntektstapet som har funnet sted blant lav- og middelsinntektsgruppene vil trolig sørge for det. Urban

arbeidsledighet oversteg i 2022 nivåene fra 2020 med god margin, og blant de unge (16–24 år) toppet ledigheten 19 prosent. Til og med samlet urban lønnsvekst fikk seg en knekk. Reallønnsveksten på 1,9 prosent i 2022 er svært lav sammenlignet med årene før pandemien, da den lå godt over 6 prosent. Tregheter i bedringen i arbeidsmarkedet, sammen med denne relativt svake inntektsutviklingen, vil legge en demper på forbruksveksten. Etter nullvekst i 2022, tror vi forbruket stiger med 7,8 prosent i 2023.

## Overskuddssparing kan løfte forbruket

Bankinnskuddene til privatpersoner har i løpet av 2022 økt med om lag CNY 6,700 milliarder mer enn den 'normale' årlige oppgangen de siste fem årene. Denne ekstraordinære oppgangen i bankinnskudd utgjør nærmere 6 prosent av Kinas BNP, et betydelig beløp tatt i betraktning at forbruket kun utgjør 38 prosent av BNP. Enkelte peker på disse midlene som en gigantisk pott med overskuddssparing, som kan slippes løs i form av økt tjenesteforbruk. Vi tviler på at overskuddssparingen vil føre til en slik kraftig rekyl. Oppgangen i sparing har tross alt trolig kun skjedd blant en liten brøkdel av husholdningene. Det er dessuten påfallende at den unormalt store oppgangen i bankinnskudd ikke skjedde i 2020, da Kina også stengte ned. En forklaring kan være at de økte bankinnskuddene i 2023 stort sett er midler som ellers ville ha gått til boligkjøp. Mens 2022 var preget en kraftig bolignedtur, var 2020 året da boligsalgene fikk et markert oppsving tross pandemien. Videre var det hovedsakelig husholdninger med høy inntekt (topp 1 prosent) – og de som fra før eier tre eller flere boliger – som gjennom fjoråret ble stadig mer nølende til å kjøpe nybygg. Det støtter opp om vår tro på at det er nettopp hos disse husholdningene, at bankinnskuddene har samlet seg opp. En annen forklaring er at de andre alternativene for sparing, nemlig aksjer eller forvaltningsprodukter, også var mindre attraktive i 2022, og at vridningseffekter førte til en kraftig oppgang i bankinnskuddene. Dersom vi har rett, blir mesteparten av midlene stående som sparing. Om vi tar feil er utgjør dette en betydelig oppside for våre anslag på forbruksveksten.

## Boligsektoren henter seg sakte inn

Boliginvesteringer utgjør over 15 prosent av kinesisk BNP. Boligsektoren ble rigget for å kunne vokse raskt, da Kina åpnet opp for privat eierskap av eiendom for 25 år siden, ettersom behovet var stort. I motsetning til andre land, der boligkjøpere ofte betaler en liten brøkdel av et nybyggs verdi ved kontraktssinngåelse, får kinesiske utbyggere *hele* beløpet utbetalt – ofte før byggingen igangsettes. Disse midlene fra

forhåndssalgene kunne utbyggere bruke til hva de ønsket, og ofte ville utbyggerne låne seg opp ytterligere for å utvide aktiviteten og starte nye byggeprosjekter. Dette gjør boligsektoren til et kraftfullt virkemiddel som raskt kan stimuleres og bidra til økt økonomisk aktivitet.

Samtidig står sektoren overfor en strukturell omstilling. Etter to tiår der om lag 20 millioner kinesere flyttet til urbane byer årlig, har etterspørselsveksten skiftet gir. Innen 2030 er antallet nye tilflyttere ventet å ha blitt mer enn halvert. Derfor har myndighetene forsøkt å styre byggeaktiviteten ned til et lavere, bærekraftig nivå, ved å begrense gjeldsgraden til utbyggerne. Men da bankene brått kuttet i sine utlån til utbyggerne, ble flere satt i en likviditetsskvis og tvunget til å sette byggeprosjekter på pause da de ikke kunne betale på leverandørgjelden sin. At kjøpere betalte for boliger som ikke ville bli ferdigstilt, rokket ved tiltroen til hele systemet med forhåndssalg. Det førte til et bortfall av salg, som igjen gjorde det vanskeligere for utbyggerne å betjene lånene, noe som fikk dem til å utsette enda flere byggeprosjekter.

Gjennom 2022 falt boligbyggingen med 60 prosent, sammenlignet med nivåene i 2019. Selv om myndighetene ønsket å begrense boligbyggernes gjeldsdrevne vekstmodell, har aktivitetsnivået nå falt *for mye*. I november ble derfor en siste runde med støttetiltak lansert for å bedre tilgangen på finansiering hos utbyggere. Bankene ble i praksis er bedt om å sikre at utbyggere får tilgang til nok lån. Begrensningene på gjeldsgrad er dermed satt på pause.

Nedstengninger og høy økonomisk usikkerhet bidro også til at kjøpere holdt seg unna boligmarkedet i 2022. Med gjenåpning og økende tillit til at planlagte prosjekter blir gjennomført, venter vi et oppsving i boligkjøpene i 2023. Gjennom 2022 ble boliglånsrentene kuttet med 1,3 prosentpoeng, til 4,30 prosent. Ikke siden 2015 har rentene vært så lave og betingelsene for boligkjøp fra myndighetenes side så støttende. Samtidig tror vi at det vil ta tid før spekulantene, som fra før eier tre eller flere boliger, gjenopptar kjøpene. Selv om bunnen er satt, gjør bortfallet av nye igangsettinger i 2022 at pågående byggeaktivitet står foran en svak periode, som trolig varer ut 2023, før aktiviteten tar seg opp igjen i 2024.

## Motvind for eksportnæringen

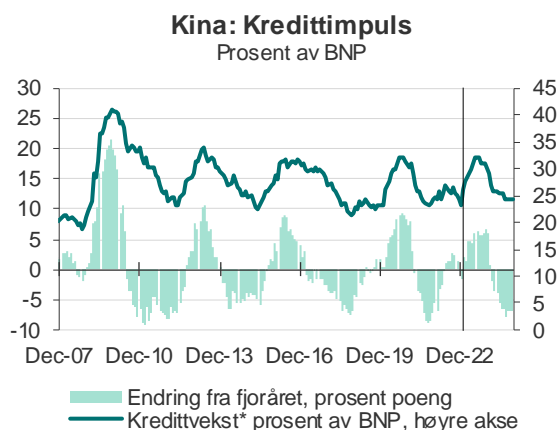
I de første to årene under pandemien har veksten i kinesisk eksportnæring blitt støttet av ekstraordinær høy global etterspørsel etter varer. Gjennom 2022 ble denne etterspørselen normalisert. Selv om eksporten falt gjennom andre halvdel av fjoråret, forble handelsoverskuddet nær rekordhøye nivåer, takket være

enda kraftigere fall i kinesisk import. Fremover tror vi at svak økonomisk vekst og fulle varelagre føre til låber ordreinnang for kinesiske bedrifter. Samtidig vil importen ta seg opp med Kinas gjenåpning. Bidraget fra utenrikshandelen vil trolig trekke kinesisk BNP-vekst ned med nesten 2 prosentpoeng i 2023.

## Stimulanser i 2023 for å dra i gang vekst

Det offisielle vekstmålet for 2023 er ikke satt enda, men ettersom de politiske signalene igjen har vektlagt økonomisk vekst, kan Kina sette et ganske ambisiøst vekstmål på «minst 5 prosent». Gitt det negative vekstbidraget fra utenrikshandelen og låber forbruksvekst, blir spørsmålet: hvor mye stimulanser må myndighetene tilføre økonomien for å oppnå en slik vekst? Helt siden 2017 har hensynet til å redusere gjeldsveksten trumfet hensynet til å oppnå høy økonomisk vekst. Selv i svake perioder har stimulanser typisk vært nøkterne og trukket raskt tilbake i etterkant.

Vi tror at myndighetene velger en mer offensiv taktikk denne gang. Vi venter tiltak for å stimulere til økte investeringer, og vi har allerede sett tegn til at myndighetene frir til privat næringsliv. Myndighetene lover å styre unna regulatoriske inngrep, a la de som tek-giganter ble rammet av i 2021. Industripolitikken ligger an til å bli enda mer støttende. Gitt at myndighetene ikke vil fyre opp under boligmarkedet, må trolig økte infrastrukturinvesteringer til.



\*Veksten i totalt utestående kreditt siste 12mnd, som prosent av årlig BNP  
Kilde: Refinitiv Datastream/DNB Markets

Vi tror at den kinesiske kredittimpulsen vil ta seg opp allerede i første kvartal, og at den når en topp i tredje kvartal 2023 før stimulansene trekkes tilbake. Sammensetningen av den økonomiske veksten blir mer råvareintensiv enn om den hadde vært drevet frem av oppdemmet etterspørsel etter tjenester. Det er dermed grunn til å vente økte globale råvarepriser på sikt.

**Kelly K. Chen**

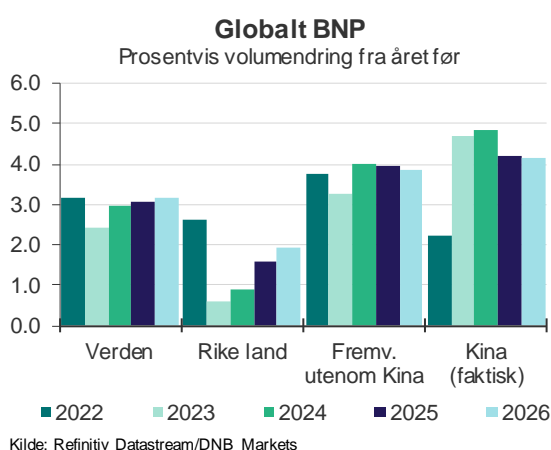


## 2.6 Fremvoksende økonomier

**Veksten i fremvoksende økonomier vil antakelig dempes av svakere vekstimpulser fra de rike landene i år. Etter hvert som råvareprissjokkene avtar, dempes veksten blant eksportørlandene. Kinas gjenåpning kommer antakelig til å gi et løft til resten av Asia og til land som eksporterer råvarer. Samtidig kan nye handelsmønstre og økt regionalisering både skape vinnere og tapere blant de fremvoksende økonomiene.**

### Begrenset handlingsrom

Etter et år med sprek vekst i de rike landene, og tydelige gjenåpningseffekter i mange av de fremvoksende økonomiene, er utsiktene fremover litt svakere. Læber vekst i eurosonen og USA forventes å dempe aktiviteten i fremvoksende økonomier, spesielt de med tette økonomiske bånd til de store økonomiene. Gjenåpningen i Kina er ventet å gi fra seg vekstimpulser, men disse er trolig ikke tilstrekkelig sterke for å motvirke effektene av nedkjølingen i de rike landene.

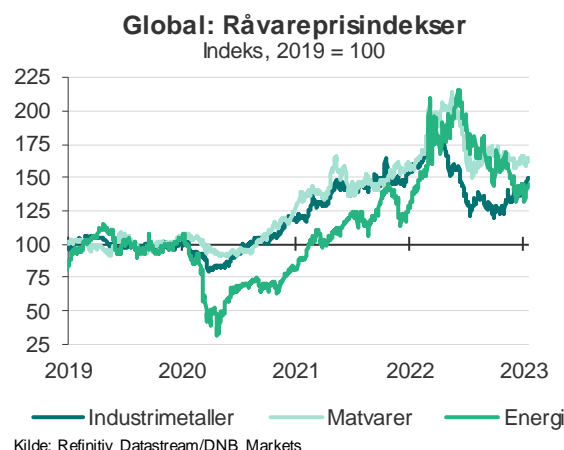


Samtidig har fremvoksende økonomier nå begrenset handlingsrom både i finanspolitikken og pengepolitikken. I finanspolitikken har et høyt gjelds nivå, som tiltok under pandemien, gjort at budsjettene har blitt strammet inn. Inflasjonen økte tidligere og mer enn i vestlige økonomier, og gjorde at mange av de fremvoksende økonomiene var tidlig ute i rentehevingssyklusen. Siden har den kraftige og synkrone renteoppgangen i rike land gjort at mange har måttet holde på den innstrammende pengepolitikken for å stagge kapitalutgangen.

### Råvareprissjokkene avtar

De fleste råvareprisene nådde en topp en stund etter krigsutbruddet i Ukraina. Deretter har prisene falt, men i varierende grad. Energiprisene steg kraftigst og har også korrigert mest ned, men også prisene på matvarer

og metaller har avtatt. En felles driver er forventninger om mer avdempet økonomisk vekst globalt. Men selv om de fleste råvareprisene har trukket ned, har nivåene forblitt svært høye i historisk sammenheng.



For de fremvoksende økonomiene gir det ulike implikasjoner at råvareprissjokkene avtar. De høye prisene ga et betydelig økonomisk løft for råvareeksportører, en effekt som trolig fases ut. Samtidig har høye priser gitt et kraftig tilbakeslag for energiimportørene. For eksempel ble Bangladesh i praksis priset ut av globale energimarkeder, noe som ga et kraftig økonomisk tilbakeslag da fabrikker ble lagt ned ettersom landet ikke kunne dekke energibehovet sitt.

For industriemetaller bunnet priset imidlertid ut i november, og har siden steget. Svak etterspørsel, spesielt fra Kina, som utgjør mer enn halvparten av den globale etterspørselen etter enkelte metaller, var en viktig driver for prisnedgangen og Kinas gjenåpning har trolig bidratt til prisoppgangen. Den kraftige nedturen i den kinesiske boligsektoren er hovedforklaringen bak fallet metallprisene, og ettersom vi venter en gradvis innhenting for sektoren, vil utsiktene trolig bedres. Andre metaller og mineraler, særlig innsatsvarer til fornybar kraft, vil trolig også oppleve økt etterspørsel i tiden fremover som følge av energiomstillingen. Dessuten har nedstenginger av smelteverk, særlig i Europa som følge av ekstraordinære høye energikostnader, bidratt til å dempe tilbudssiden.

For inflasjonsutsiktene i de fremvoksende økonomiene er matprisene viktig, ettersom disse har stor vekt. Matvareprisene falt tidlig fra toppnivåene. Det skyldtes blant annet at eksporten fra Ukraina ble skjermet, og at avlingene for enkelte matvarer ble bedre enn ventet. Samtidig gjør valutavvekkelse i mange utviklingsland at råvareprisene i lokal valuta har holdt seg høyere, slik at inflasjonspresset har vært noe mer vedvarende enn det

nylige fallet i globale råvarepriser i dollar, kunne få oss til å tro.

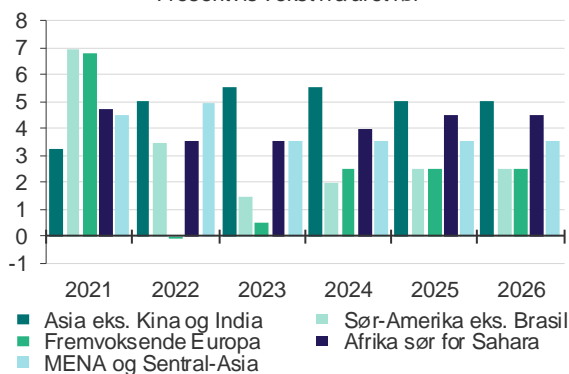
## Store regionale forskjeller

Det er store regionale forskjeller i de økonomiske utsiktene for fremvoksende økonomier. Landene i Europa påvirkes negativt av at krigen i Ukraina gir en kraftig oppbremsing i euroområdet, og en økonomisk nedtur i Russland, selv om den så langt har blitt mindre enn fryktet. Sør-Amerika preges også av lavere vekst, hovedsakelig fordi den kraftige pengepolitiske innstramningen demper veksten, samtidig som medvinden for energieksporthørene avtar. I Midtøsten var veksten i 2022 på sitt høyeste på et tiår, takket være høye olje- og gasspriser, men også her avtar trolig impulsene. God vekst i India bidrar til at Sør-Asia blir en av regionene med høy vekst, mens veksten i Øst-Asia er ventet å ta seg opp med den raskere økonomiske gjenåpningen i Kina. Særlig veksten i land som Thailand, der turisme har et stort innslag i økonomien, får et løft av den kinesiske gjenåpningen.

ettersom selskaper leter etter alternativer for sine kinesiske leverandører. Effektene kan bli mye større enn de kostnadsmotiverte utflyttingene fra Kina det siste tiåret på grunn av økende kinesiske lønnskostnader.

Slike mer permanente skift, av selskap som flytter produksjonen enten nærmere hjemmarkedet eller til land som ikke anses som geopolitiske rivaler, skaper både vinnere og tapere i fremvoksende økonomier. India og Vietnam er steder som allerede har tiltrukket økt utenlandsinvesteringer. Apple for eksempel, vil nå i økende grad bygge opp produksjonsfasiliteter i India og Vietnam. Bilprodusenter har trukket frem Mexico, i tillegg til leverandører i USA og Europa som viktige alternativer. Dette vil bidra til investeringsoppgang i disse økonomiene. På kort sikt begrenses riktignok oppgangen, blant annet av den gjeldende kapasiteten til arbeidskraften i landene produksjonen flyttes til. At geopolitiske vurderinger, eller eksplisitte handelsrestriksjoner og økende innslag av proteksjonisme, gir utslag i en fragmentering av global handel er likevel veksthemmende på sikt ettersom dette demper produktivitsveksten særlig for fremvoksende økonomier og innebærer økte kostnader.<sup>1</sup>

**Fremvoksende økonomier: BNP**  
Prosentvis vekst fra året før



Kelly K. Chen

## Regionalisering skaper vinnere og tapere

Svak ekstern etterspørsel gjør at handelen for mange land også avtar i takt med veksten. I tillegg forventer vi at skiftene i de globale verdikjedene fortsetter. De omfattende produksjonsforstyrrelsene under pandemien gjør at verdikjedene neppe reverseres til slik de var i 2019. Hensyn til forsyningsikkerhet er også kommet høyt oppe på agendaen etter krigen i Ukraina.

I tillegg er det flere tegn på at handel i økende grad vil bli påvirket av geopolitiske hensyn. Selv oljemarkedet, dominert av global vannbåren handel, er i ferd med å fragmenteres. Pristaket som nå settes på sanksjonerte oljefat fra Russland, kan tvinge frem nye verdikjeder for den fysiske handelen av russisk olje. Såkalte «China plus X» strategier blir trolig også mer omfattende

<sup>1</sup> "Geo-Economic Fragmentation and the Future of Multilateralism" IMF (2023)

## 3 Norge

Veksten i norsk økonomi har vært sterkere enn ventet i 2022, men vi tror starten av 2023 vil by på et omslag i aktiviteten. Vi anslår at fastlands-BNP vil falle første halvår, drevet av svakere privat forbruk og investeringer. Et godt lønnsoppgjør bidrar etter hvert til å snu denne utviklingen, men i årene som kommer venter vi at veksten vil ligge litt under normalen. Dermed vil arbeidsmarkedet svekkes gradvis og arbeidsledigheten stiger til et nivå som er litt høyere enn siste ti års gjennomsnitt. Vi tror inflasjonen vil falle raskt i 2023, men siden stige litt og legge seg over målet. Norges Bank vil dermed møte en vanskelig avveining mellom inflasjon og sysselsetting. I sum tror vi resultatet blir at renten holdes høy lengre, før den gradvis senkes. Vi mener norsk økonomi vil tåle et miljø med høyere renter og inflasjon relativt godt, og holder på vårt syn om at nedturen i boligmarkedet er midlertidig.

### 3.1 Konjunktorene

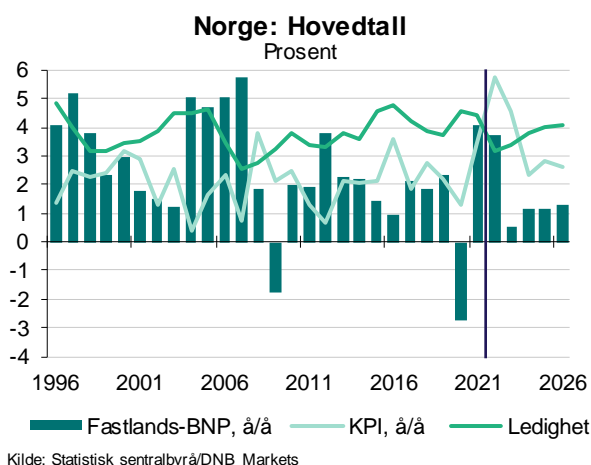
#### Veksten har vært høyere enn ventet

Veksten i norsk økonomi har vært god i 2022, selv om første kvartal var preget av nedstenging og fall i aktiviteten. Gjenåpning gav kraftig vekst i andre kvartal og etter dette har utviklingen vært solid. Mange forventet at aktiviteten skulle avta i andre halvår, men dataene tyder på fortsatt vekst på tampen av året. Vi har derfor løftet vårt estimat på fastlands-BNP for 2022 til 3,7 prosent. Det er en oppjustering på 0,4 prosentpoeng siden vår forrige rapport fra august i fjor.

Utsiktene ser imidlertid svake ut, og vi venter at aktiviteten vil avta i starten av 2023. Et omslag har vært varslet over en lengre periode, via blant annet svake forbruker- og bedriftstillitsundersøkelser, og ikke minst Norges Banks Regionale Nettverk. Høy inflasjon og høyere renter presser ned forbruksveksten, samtidig som flere deler av økonomien går over i en svakere vekstfase etter en periode med forbigående gjenåpningseffekter.

Vi tror ikke på en langvarig resesjon for norsk økonomi. Nøkkeltallene gjennom høsten 2022 viser at norsk økonomi er relativt motstandsdyktig mot flere av de negative impulsene. Husholdningssektoren støttes av strømstøtteordningen og vil trolig løftes av et godt lønnsoppgjør. Dette vil være med å begrense fallet i realdisponibel inntekt for 2023. I Boks A nedenfor viser tall fra DNB at husholdningene fremdeles har likvide midler som kan bidra til at forbruket ikke faller i 2023, slik utviklingen i realdisponibel inntekt alene skulle tilsi. Vi

anslår en vekst i fastlands-BNP på 0,5 prosent i 2023 og 1,2 prosent i 2024. Utsikter til en mer varig periode med inflasjon over målet, og dermed varig høyere renter, bidrar til at vi venter at den økonomiske veksten blir svakere enn «normalen» i årene som kommer. Kombinasjonen av varig prisvekst og lavere sysselsetningsvekst ligger dermed an til å bli en ubehagelig spagat for Norges Bank.



#### Svakere utsikter for forbruket

Det ser ut til å ha vært en sterk avslutning på 2022 for privat forbruk. Varekonsumet vokste kraftig i fjerde kvartal etter å ha falt i årets tre første. En av forklaringene er at bilsalgene steg til unormalt høye nivåer, både som følge av avgiftsendringene som trådte i kraft ved nyttår og økt leveringskapasitet hos produsentene. I tillegg viser nasjonalregnskapstall og kortdata at det øvrige vareforbruket også var ganske høyt i november.

Sett under ett ligger 2022 an til å bli et sterkt år for privat forbruk, med en vekst på om lag 7 prosent. Også i 2022 er det stort språk mellom veksten i vare- og tjenesteforbruket. Førstnevnte falt med om lag 5 prosent, mens tjenesteforbruket kan ha vokst med hele 12 prosent. Utviklingen skyldes i stor grad en normalisering av de store endringene som skjedde under pandemien, da vi så motsatte bevegelser. I tillegg til kraftig oppgang i tjenesteforbruket, har økt reisevirksomhet gitt løft i utlendingers kjøp i Norge og nordmenns kjøp i utlandet.

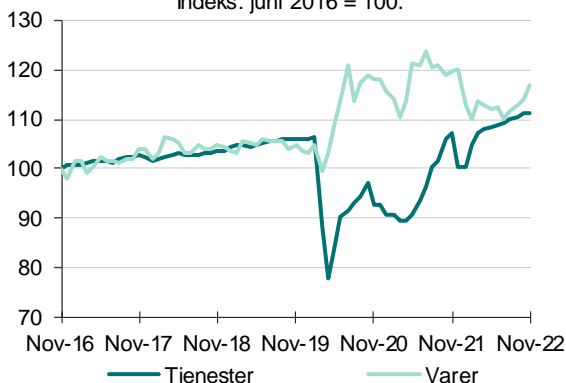
Vi legger til grunn at forbruket vil falle brått i første kvartal 2023. Forventningen er basert på at vi allerede ser svakere utvikling i transaksjonsdataene til DNB, noe som forteller oss at husholdningene er i ferd med å merke at høyere renter og høy inflasjon tærer på sparingen. På toppen av dette vil varekonsumet få et

kraftig negativt bidrag av at bilsalget faller fra det eksepsjonelt høye nivået før nyttår. Satt sammen med lavere tjenesteforbruk, er resultatet et kraftig fall i privat forbruk i første kvartal. Vi tror varekonsumet vil justere seg ned videre første halvår før det igjen begynner å vokse i andre halvår. Tjenesteforbruket vil trolig flate ut i starten og deretter vokse moderat gjennom andre halvår av 2023.

I sum tror vi privat forbruk vil vokse 0,4 prosent i 2023, marginalt mer enn veksten i realdisponibel inntekt. Underliggende tror vi med andre ord at husholdningenes sparerate vil være lav i 2022 og 2023, på 4,7 og 2,7 prosent. I 2024 vil nedgang i inflasjonen i kombinasjon med høy nominell lønnsvekst gi reallønnsvekst. Vi anslår at dette vil resultere i en økning i privat forbruk på 1 prosent i 2024. I 2025 og 2026 anslår vi en vekst i privat forbruk på litt over ett prosent. Forbruksveksten holdes nede av at prisveksten er over inflasjonsmålet og at renten fremdeles virker dempende på etterspørselen.

### Norge: Privat forbruk

Indeks: juni 2016 = 100.



Kilde: SSB/Refinitiv Datastream/DNB Markets

## Investeringene snur

Investeringsveksten i fastlandsnæringene har vært blant driverne bak den økonomiske oppgangen i 2022, med en vekst som ser ut til å ende opp på i overkant av 6 prosent. Oljeinvesteringene falt på sin side med om lag 7 prosent, men totalt ser veksten i totale bruttoinvesteringer likevel ut til vokse med nesten 4 prosent for året.

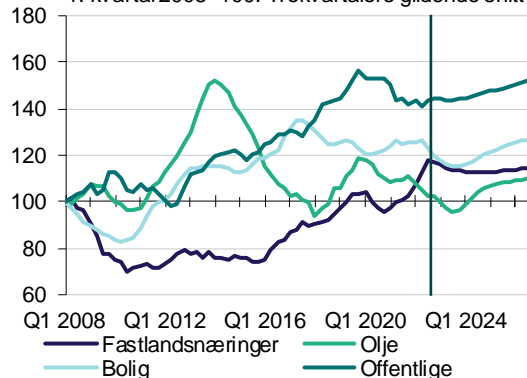
I 2023 vil trolig dette bildet snu. Boliginvesteringene ser ut til å ha falt de siste tre kvartalene og det vil trolig fortsatt ta noe tid før byggekostnadene kommer ned i tilstrekkelig grad til at boligbyggingen tar seg opp. I tillegg er husholdningene i en presset økonomisk situasjon i 2023, noe som også bidrar til svakere boliginvesteringer i form av mindre rehabilitering av egen bolig.

I 2022 var det sterk vekst i investeringene til både industrien og tjenestesektoren. Selv om utsiktene for 2023 er gode for industriinvesteringene, ifølge SSBs investeringstelling, ser det ut til å bli en nedgang i andre sektorer. Tjenesteinvesteringer vil trolig falle fra et høyt nivå nå som aktivitetsutsiktene svekkes. I kraftsektoren er investeringene allerede på vei ned. Her har nivået vært høyt de siste årene, som følge av installasjon av AMS-målere, samt positive bidrag fra elsertifikatordningen og en rekke vindkraftprosjekter. I mangel av nye konkrete drivere, er det naturlig å legge til grunn at investeringene vil falle videre i løpet av 2023.

God vekst i industriinvesteringene er ikke nok til å kompensere for nedgang andre steder, og vi anslår et fall på om lag 3 prosent i fastlandsbedriftenes investeringer i 2023. Vi tror på moderat oppgang gjennom 2024, men som følge av det bratte fallet i 2023, blir årsveksten i 2024 også svak, på rundt 1,0 prosent. Deretter anslår vi fastlandsinvesteringer i underkant av 2 prosent ut perioden.

### Norge: Investeringer

1. kvartal 2008=100. Trekvartalers glidende snitt



Kilde: Statistisk sentralbyrå/Refinitiv Datastream/DNB Markets

SSBs investeringstelling har over en lengre periode vist at oljeinvesteringene ville falle i 2022 og 2023. Så langt tyder nasjonalregnskapstallene på at oljeinvesteringene har falt med om lag 7 prosent i 2022. Siste anslag fra SSBs investeringstelling viser et noe mindre fall for 2023 enn tidligere. Justert for prisvekst, legger vi nå til grunn et fall på rundt 5 prosent for 2023. Deretter er det flere prosjekter på vei som trolig vil trekke investeringsveksten markert opp utover prognoseperioden, blant annet som følge av oljeskattepakken. Vi legger til grunn en oppgang i oljeinvesteringene på 9 prosent i 2024, 3 prosent i 2025 og 2 prosent i 2026.



## Mindre bidrag fra utenrikshandelen

For fastlandsøkonomien blir bidraget fra utenrikshandelen trolig negativt i år. Den sterke veksten i husholdningenes pengebruk utenlands, i kombinasjon med en normalisering i andre deler av tjenestenæringene, trekker opp importen av både varer og tjenester. Samtidig har ikke eksporten av tradisjonelle varer hentet seg inn helt, etter å ha falt kraftig på vei inn i året. Eksporten av tjenester har fulgt det sterke vekstbildet i kjølvannet av gjenåpningen og ligger an til å ha vokst med nesten 17 prosent i 2022. Til tross for dette er totalbildet at fastlandsøkonomien importerer mer enn den eksporterer. Dermed trakk nettoeksporten veksten i fastlands-BNP ned i 2022.

I året som kommer vil det bli en vesentlig lavere vekst blant flere av våre viktige handelspartnere. Vi legger derfor til grunn en noe svakere utvikling i eksporten av tradisjonelle varer og tjenester i 2023. Samtidig vil importen svekkes som følge av svakere forbruk og investeringer her hjemme. I sum tror vi nettoeksporten vil gi et svakt negativt bidrag til BNP-veksten fra 2023 og utover i prognoseperioden.

Eksporten av olje og gass (volum) steg i andre og tredje kvartal etter tre påfølgende kvartaler med fall. Basert på data vi har så langt, anslår vi et moderat fall i fjerde kvartal. Det betyr at eksporten av olje og gass vil ha falt med 1,5 prosent 2022. Vi legger til grunn eksportvekst i årene som kommer, da produksjonskapasiteten vil øke noe. Dermed ligger det an til positive bidrag fra olje og shipping til samlet BNP i årene som kommer.

## Mot et mindre stramt arbeidsmarked

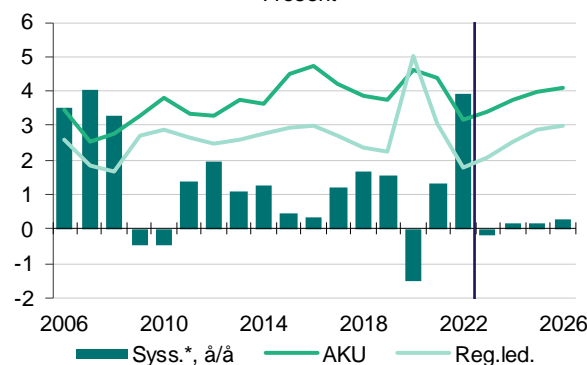
Det norske arbeidsmarkedet strammet seg gradvis til gjennom 2022. Den sesongjusterte registrerte arbeidsledigheten har vært lavere enn førpandeminiåret siden februar 2022 og har ligget på rekordlave 1,6 prosent siden september. Det er ikke bare arbeidsledigheten som viser at arbeidsmarkedet er stramt. Antall ledige stillinger i forhold til antall arbeidsledige har ligget på et rekordhøyt nivå det siste året, samtidig som sysselsetningsveksten har vært høy. Ifølge Regionalt Nettverk har mangel på kvalifisert arbeidskraft vært en stor bidragsyter til at bedriftene har opplevd å stenge mot kapasitetstaket. Andelen av befolkningen som deltar i arbeidslivet har også kommet opp, noe som også er en refleksjon av at etterspørselen etter arbeidere er høy.

Noen tegn tyder imidlertid på at arbeidsmarkedet er i ferd med å bli mindre stramt. Antall bedrifter som rapporterer at de sliter med å få tak i nok folk i Regionalt

Nettverk har falt noe. Tilgangen på nye stillinger har også avtatt i andre halvår av 2022. Etter nyttår har det kommet flere rapporter om en økning i antall permitteringsvarsler. Selv om det ofte tar noe tid før konjunkturomslag vises i arbeidsledigheten, anslår vi at ledigheten så smått vil begynne å stige, fra dagens svært lave nivåer, allerede i de første månedene av 2023. Vi tror omslaget i den økonomiske aktiviteten vil gi en videre gradvis økning i ledigheten gjennom 2023, og resultere i en registrert arbeidsledighet på om lag 2,5 prosent ved starten av 2024. Siden veksten også er anslått å holde seg under trendvekst i årene etter, anslår vi en videre oppgang i den registrerte arbeidsledigheten til 3,6 prosent ved utgangen av 2026. Sysselsettingen vil trolig stabilisere seg, etter å ha vokst kraftig i fjor.

Et ganske stort usikkerhetsmoment i vår ledighetsprognose er hvordan flyktningestrømmen fra Ukraina vil påvirke statistikken. Det er ventet om lag 70-80 000 flyktninger for 2022 og 2023 samlet. Det er svært usikkert hvor mange av disse som vil komme inn i arbeidsstyrken og i arbeid i løpet av de neste årene. Trolig vil ledighetstallene være lite påvirket av dette på kort sikt, men det vil være en faktor å ha med seg når ledighetstallene skal tolkes fremover.

Norge: Arbeidsmarkedet  
Prosent



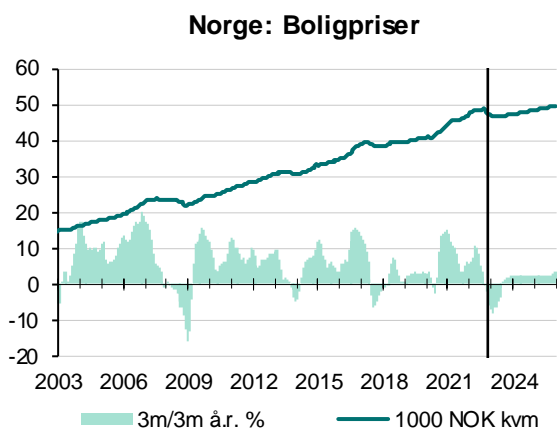
\*Hentet fra nasjonalregnskapet  
Kilde: Statistisk sentralbyrå/DNB Markets

## Boligprisveksten blir moderat fremover

I 2022 endte boligprisveksten på 4,9 prosent. Veksten var relativt sterk i starten av året, men falt i fire av årets seks siste måneder. Det var et tydelig omslag i boligmarkedet, både når det kom til antall boliger solgt og lagt ut for salg i andre halvår. Med kraftig boligprisvekst i de foregående år og en historisk rask renteoppgang, var nedturen på mange måter varslet. Det er imidlertid vanskelig å anslå hvor langvarig og dyp boligprisnedturen vil bli. Empiriske modeller som setter boligprisvekst og renteendringer i sammenheng tilsier at fallet skal bli ganske stort. Det er imidlertid slik at de

fleste slike modeller er estimert på en periode hvor vi stort sett har hatt fallende renter og stigende boligpriser. Vi er ikke overbeviste om at sammenhengen behøver å være like sterk andre veien. Dette synet er støttet av en helt fersk studie som antyder at boligpriser er mindre fleksible nedover enn oppover (Erlandsen og Juelsrud, 2023<sup>2</sup>). Der rentenedgang har sterk påvirkning på kjøpekraft- og vilje, kreves det mer for at boligselgere går med på å senke prisen for å få solgt. Konjunkturukslaget vi tegner som følge av renteoppgangen er ikke av en natur som gir skarp oppgang i ledighet og tvinger personer til å selge boligene sine med tap. Vi mener den norske husholdningssektoren fremstår som langt mer solid og legger følgelig til grunn at nedturen i boligmarkedet blir relativt kortvarig og grunn.

Vi anslår at boligprisene vil falle videre i første kvartal før de flater ut og stiger moderat igjen. Det betyr at bunnen nås i april, og at prisene da er om lag fem prosent lavere enn de var på toppen i august 2022. For 2023 totalt innebærer prognosen et fall i boligprisene på 2,6 prosent. Vi tror varigheten av høye renter og inflasjon vil bidra til å holde veksten moderat i tiden fremover, slik at boligprisene først passerer nivået fra august 2022 om lag halvveis ut i 2025.



Kilde: EiendomNorge/Finn.no/Eiendomsverdi/DNB Markets

## 3.2 Lønninger og priser

### Fall i reallønnen

Lønnsveksten i fjor var antakelig den høyeste på omtrent ti år. Likevel fikk lønnstakerne et kraftig fall i kjøpekraften ettersom konsumprisene steg med 5,8 prosent. Fjorårets reallønn var dermed tilbake på samme nivå som i 2015. Vi venter kun små endringer i reallønningene i år, men en mer tydelig oppgang de neste årene.

Det foreligger ennå ikke fullstendig lønnsstatistikk for 2022, men vi anslår at veksten endte på rundt 4 prosent samlet sett. Anslaget bygger på utviklingen i Statistisk sentralbyrås lønnsindeks for gjennomsnittlig månedslønn til og med tredje kvartal i fjor, bedringen i arbeidsmarkedet og den generelle økonomiske utviklingen. Norges Banks forventningsundersøkelse og Regionalt nettverk samlet peker mot et anslag noe over 4 prosent. Den anslåtte rammen i fjorårets frontfagsoppgjør var på 3,7 prosent. Utviklingen i lønningene gjennom de tre første kvartalene i fjor tyder på at lønnsveksten i industrien kan ha holdt seg innenfor denne rammen.



Kilde: TBU/Statistisk Sentralbyrå/DNB Markets

I år venter vi at lønnsveksten tiltar til 4,8 prosent, den høyeste veksten på 15 år. Det er flere faktorer som bidrar til høyere lønnsvekst, men den viktigste er nok utsikter til høy prisvekst også i år. Lønnsoppgjøret i år er et mellomoppgjør, og normalt er det LO og NHO som gjennomfører forhandlingene og fastsetter årets lønnsramme. Mens frontfagsorganisasjonene er mer rettet inn mot situasjonen for industrien, vil hovedorganisasjonene kunne ta noe bredere hensyn. I mellomoppgjørene skal heller ikke forhandlingsresultatet ut til uravstemning.

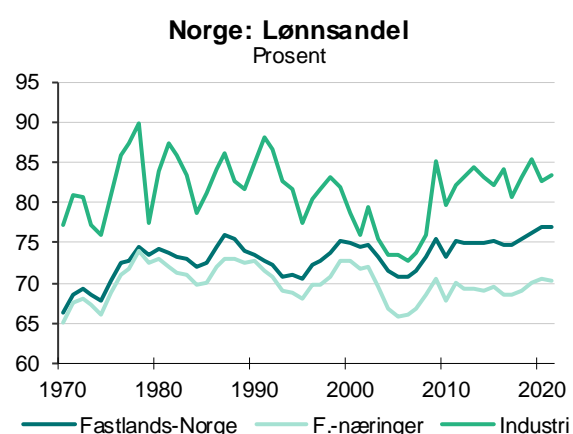
I forhandlingene avveies arbeidstakernes krav om økt reallønn og sikre arbeidsplasser opp mot

<sup>2</sup> Erlandsen, Solveig K. og Juelsrud, Ragnar E.: "Downward nominal house price rigidity: Evidence from three centuries of data on housing transactions.". Norges Bank working paper, 1/2023.

arbeidsgivernes ønske om styrket lønnsomhet. I oppgangstider vil fallende ledighet og utsikter til økt lønnsomhet i bedriftene styrke arbeidstakernes krav. I perioder med stigende ledighet og fallende lønnsomhet vil hensynet til bedriftenes utsikter stå sterkere.

I år blir bildet langt mer komplisert ettersom økonomien er nær et vendepunkt og det er store forskjeller i de økonomiske utsiktene for ulike bedrifter. Nedgang i kjøpekraften og høy aktivitets- og sysselsettingsvekst i fjor kan ha bygd opp forventningene til årets lønnsoppgjør. I desember i fjor var den registrerte arbeidsledigheten bare 1,6 prosent, som er svært lavt. Det er imidlertid brede forventninger til at ledigheten vil stige gjennom 2023.

I 2022 ble er rekke bedrifter rammet av høy kostnadsvekst, både for energi og for vareinnsats. Det var trolig store forskjeller på i hvor stor grad kostnadsøkningene kunne kompenseres med økte utsalgspriser. I mange markeder var etterspørselen høy, og det har vært bedrifter som har styrket lønnsomheten. Vi har foreløpig ikke tall for lønnsomheten i bedriftene i fjor. I 2021 steg lønnsandelen for fastlandsbedriftene til sitt høyeste nivå på 20 år, dels på grunn av fall i driftsresultatene. Men nivået var høyt også før pandemien. Det kan være et uttrykk for at bedriftenes lønnsnivå i 2021 var noe lavere enn normalt og har trolig svekket seg i 2022. I industrien steg lønnsandelen noe i 2021. Høye råvarepriser gjennom fjoråret kan ha bidratt til å styrke lønnsomheten i deler av industrien, men svekket andre deler.



Kilde: Statistisk sentralbyrå/DNB Markets

Svekket etterspørsel og et vedvarende høyt kostnadsnivå, gir utsikter til en bred nedgang i lønnsomheten fremover. Sammen med utsikter til et svakere arbeidsmarked, med nedgang i sysselsettingen, kan svekkede utsikter for mange bedrifter tilsi en viss moderasjon i kravene fra arbeidstakersiden.

Vi anslår en prisstigning på 4,6 prosent i 2023. Hvis Det tekniske beregningsutvalget for inntektsoppgjørene, der partene er representert, gjør samme vurdering, vil ønsket om reallønnsvekst tilsi en ramme for lønnsveksten på minst 4,6 prosent. Med utsikter til svekket aktivitet tror vi rammen kan bli nær 4,5 prosent. Rammen er rettleidende for andre grupper enn LO-NHO området, men ikke bindende. Den vil være en sterk norm for sentrale oppgjør, mens lokale oppgjør kan gi andre resultater. Vi anslår at lønnsveksten i gjennomsnitt ender på 4,8 prosent for 2023.

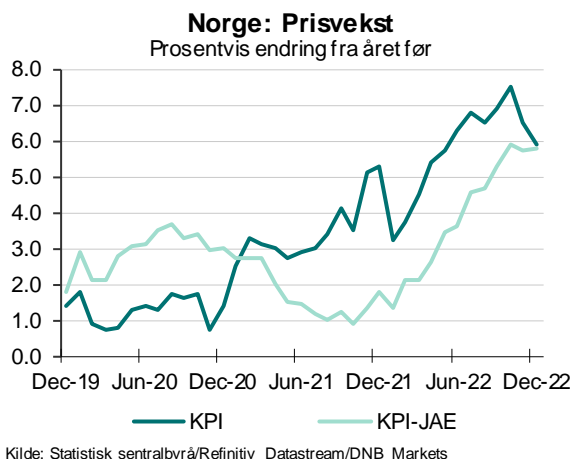
I 2024 vil det på nytt være et hovedoppgjør. Da skal blant annet forhandlingsresultatet godkjennes i uravstemning. I 2024 venter vi at veksten i økonomien er styrket, selv om ledigheten fortsatt er stigende. Utsikter til økt lønnsomhet i bedriftene, et relativt høyt lønnsoverheng fra 2023 og flere år med svak reallønnsutvikling tror vi bidrar til at lønnsveksten vil bli rundt 4,5 prosent. I årene deretter venter vi at lønnsveksten avtar til 4 prosent.

## Betydelig oppgang i kjerneinflasjonen

Kjerneinflasjonen startet foråret på et relativt lavt nivå, men endte opp på rekordhøye nivåer i fjerde kvartal. I år venter vi at den holder seg høy i første kvartal, men avtar deretter. Samlet sett steg kjerneprisene med 3,9 prosent i fjor, mens konsumprisindeksen steg med 5,8 prosent fra året før.

Målt ved KPI-JAE var kjerneinflasjonen 1,3 prosent i januar 2022, midlertidig trukket ned av blant annet et fall i prisene på flyreiser. I oktober var kjerneinflasjonen 5,9 prosent, og foreløpig rekordhøy, og i desember hadde den avtatt til 5,8 prosent.

Oppgangen i kjerneinflasjonen gjennom fjoråret må ses i sammenheng med oppgangen i energiprisene, økte råvarepriser og høye internasjonale transportpriser. Også prisene på matvarer internasjonalt har steget mye og smittet over på innenlandske matpriser. I tillegg bidro fjorårets jordbruksoppgjør til økte matpriser. I kjerneinflasjonen er direkte effekter av endringer i elektrisitets- og drivstoffpriser luket ut. Dette er likevel priser som har økt kostnadene betydelig for mange virksomheter, og det er rimelig å anta at virksomhetene prøver å dekke inn kostnadsøkningene ved å øke utsalgsprisene. Det er imidlertid store forskjeller på hvor raskt slike kostnadsøkninger gir høyere priser.



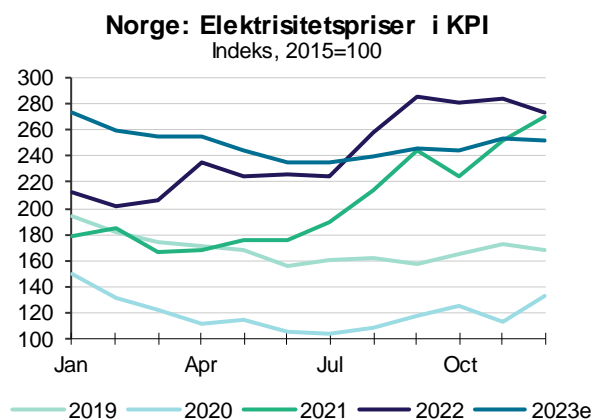
Den direkte effekten av økte energipriser bidro til å løfte veksten i KPI gjennom året, og KPI-veksten nådde en topp på 7,5 prosent i oktober i fjor. I desember hadde veksttakten avtatt til 5,9 prosent, regnet fra desember året før. Statistisk sentralbyrå anslo at veksten i KPI ville vært 7,1 prosent i desember uten strømstøtten. I desember var strømprisen bare 0,8 prosent høyere enn desember året før, godt hjulpet av strømstøtten. Prisene på varegruppen drivstoff og smøremidler hadde imidlertid steget med 15,8 prosent.

I januar i fjor falt årsveksten i KPI markert, fra 5,3 prosent i desember 2021 til 3,2 prosent i januar 2022. Nedgangen skyldes dels fall i kjerneinflasjonen, men særlig en utvidelse av strømstøtten. En slik utvidelse vil ikke gjenta seg i januar i år. Det gir i så fall en positiv baseeffekt som vil bidra til et løft i prisstigningen i januar i år. I desember i fjor falt strømprisen med 4,1 prosent. Nedgangen hadde sammenheng med at høy strømstøtte ga særdeles lave priser for husholdninger med variabelpris og fastpriskontrakter, i tillegg til at alle prisområdene fikk strømstøtte i desember. I januar får vi neppe slike effekter, men i første del av januar var spotprisene på elektrisitet noe lavere enn i desember. Vi har lagt til grunn at strømprisene i KPI holder seg om lag uendret fra desember til januar, men deretter avtar noe mer enn vanlig sesongmønster skulle tilsi.

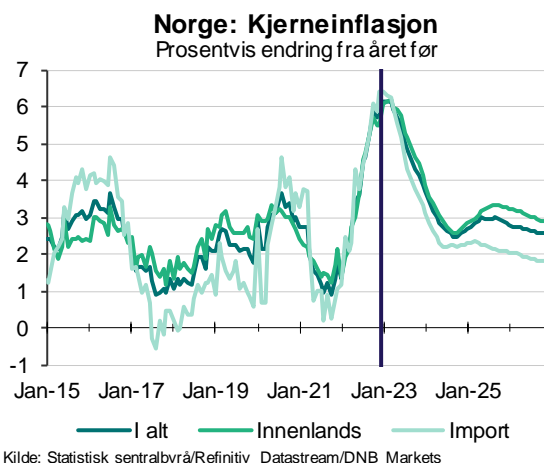
I februar i fjor steg matprisene i KPI med 4,5 prosent fra januar. Leverandørene har varslet en prisvekst på rundt 10 prosent i år. Det er likevel ikke alle matpriser som fanges opp av dette varselet, og vi har lagt til grunn noe mindre oppgang for matprisindeksen i KPI i februar.

I 2023 tror vi prisdriverne vil endre seg en del. Internasjonalt har olje- og gassprisene avtatt, særlig sistnevnte. Mange andre råvarepriser har falt og transportkostnadene er redusert. Her hjemme speiles denne utviklingen i at prisveksten på innsatsvarer og

konsumvarer for eksport har kommet markert ned. For hjemmemarkedet er ikke omslaget produsentprisene så tydelig, men oppgangen har i det minste stanset opp.



Vi venter at importprisene langt på vei flater ut gjennom året slik at 12-månedersveksten faller. Det tror vi også vil være tilfelle for innenlandsk produserte varer. Dermed vil negative baseeffekter være med på å dempe årstakten både i KPI og i kjerneprisene gjennom året. Innenlandske priser vil imidlertid også være preget av at mange tjenestepriker fortsetter å stige, dels for å dekke inn tidligere kostnadsvekst og fordi lønnsveksten er noe tiltakende.



I 2024 tror vi oppgangen i tjenestepriker vil dominere over den moderate veksten i vareprisene og dermed bidra til litt oppgang i den årlige prisstigningstakten. Gjennom 2025 og 2026 venter vi likevel at årstakten i kjerneprisene vil avta gradvis. Veksten vil likevel være noe høyere enn inflasjonsmålet ved utgangen av 2026.

Strømprisene i KPI steg mye gjennom første halvår 2021 og mesteparten av fjoråret. Det var også store variasjoner i prisene, både i tid og mellom ulike



prisområder. Oppgangen i prisene er nært knyttet til prisutviklingen i Tyskland og England. Her har europeisk energipolitikk og Russlands angrep på Ukraina bidratt til høye elektrisitetspriser. Overføringskablene til Tyskland (i ordinær drift fra 31.03.2021) og England (i ordinær drift fra 21.10.2022) økte kapasiteten på overføring av elektrisk kraft med 45 prosent og knyttet det norske markedet tett opptil det europeiske strømmarkedet. Den høye overføringskapasiteten sammen med et betydelig innslag av vind- og solkraft i Nord-Europa har løftet verdien av vannet i norske magasiner. Det tilsier at strømprisen kan holde seg høy også på dager der prisene i Tyskland og England går ned ettersom norske produsenter da har insentiv til å spare på vannet.

Det grønne skiftet vil øke kostnadene ved fossil elektrisitetsproduksjon samtidig som elektrifisering på stadig flere felt vil øke kraftetterspørselen. Det er derfor grunn til å tro at det skal være en stigende trend for elektrisitetsprisene. På den annen side har trolig prisene den siste tiden vært høyere enn denne trenden, noe som kan gi en viss nedgang i strømprisene de neste par årene.

Vi har lagt til grunn at strømprisene vil stige fra 2022 til 2023, avta noe i 2024 og stige litt mer enn KPI i 2026. Samlet vekst i KPI anslås dermed til 4,6 prosent i år, 2,3 prosent neste år og rundt 2¼ prosent i 2025 og 2026.

### 3.3 Budsjettpolitikken

I Nasjonalbudsjettet for 2023, som ble lagt frem i oktober i fjor, la regjeringen opp til et strukturelt oljekorrigert underskudd på 316,8 milliarder kroner, tilsvarende 2,5 prosent av kapitalen i Statens pensjonsfond utland (Oljefondet). Dette underskuddet ble ikke endret i budsjettavtalen mellom regjeringen og SV. Underskuddet innebar en innstrammende impuls på 0,6 prosentpoeng målt ved endring i underskuddet som andel av trenden i fastlands-BNP. Beregninger på departementets modeller viste imidlertid at budsjettet hadde nøytrale effekter på den økonomiske aktiviteten.

Det er likevel uklart hvordan budsjettet vil påvirke økonomien i år. I Nasjonalbudsjettet ble prisveksten i 2023 anslått til 2,8 prosent og lønnsveksten til 4,2 prosent. Vi venter en prisvekst på 4,6 prosent i år og en lønnsvekst på 4,8 prosent. Høyere pris- og lønnsvekst vil påvirke både inntektssiden og utgiftssiden i budsjettet. Høyere lønninger for landes arbeidstakere vil gi økt inntektsskatt og økte avgiftsinntekter for staten. Med høyere lønnsvekst vil dessuten flere arbeidstakere enn anslått ende opp med skatteøkninger, siden innslagspunktene for en rekke skattesatser ikke justeres

i takt med faktisk lønnsvekst. På utgiftssiden er noen poster vedtatt med et bestemt kronebeløp. Dersom ikke vedtakene endres, vil høyere priser og lønninger måtte dekkes inn gjennom mindre aktivitet. Ofte vil slike poster få økte bevilgninger i det reviderte budsjettet i mai. Andre poster vedtas som et anslag, der de faktiske utgiftene blir bestemt av et regelverk. Her vil utgiftene øke i tråd med økte priser og lønninger. Det er derfor uklart om budsjettunderskuddet vil øke eller avta som følge av høyere pris- og lønnsvekst enn anslått.

Regjeringen foreslo en økning i statsbudsjettets utgifter på 5,5 prosent fra 2022 til 2023. Den underliggende utgiftsveksten ble anslått til 4,9 prosent, fordelt på 3,5 prosent prisvekst og 1,3 prosent volumvekst. Volumveksten var mindre enn den anslåtte veksten i fastlands-BNP på 1,7 prosent. Vi venter imidlertid at fastlands-BNP kun vil stige med 0,5 prosent i år, og at budsjettets utgiftsvekst vil være klart høyere enn aktivitetsveksten.

I Nasjonalbudsjettet ble strømstøtten til husholdningene anslått til 45 milliarder i 2023. I tillegg kommer støtte til jordbruks- og veksthusnæringen, tilskudd til frivillige organisasjoner og støtte til studenter. Til sammen er disse støtteiltakene anslått til 50 milliarder kroner i 2023. Statens påløpte inntekter fra strøm, utover gjennomsnittlige inntekter for perioden 2010-2021, anslås til 73 milliarder kroner. I tillegg kommer utbytte fra Statkraft. Selv om staten også får høyere strømregninger, anslått til 3-5 milliarder kroner, er inntektene vesentlig høyere enn utgiftene. Denne nettoinntekten kan langt på vei sammenliknes med en skatteøkning. I en sammenligning<sup>3</sup> utført av den europeiske tenketanken Bruegel, går det frem at støtteiltakene i Norge i 2022 og 2023, inklusive tiltakene for bedrifter, utgjør om lag 2 prosent av BNP. I Tyskland, som har de mest omfattende ordningene, utgjør støtten 7,4 prosent av BNP. Dette omfatter også redningspakken for energiselskapet Uniper som har potensial for langt høyere utgifter enn foreløpig anslått. I sammenlikningen kommer Norge relativt langt ned på lista. Samtidig er det få myndigheter som har hatt slike inntekter som den norske staten, både fra gass og strøm.

Pengepolitikken betegnes ofte som førstelinjen i konjunkturpolitikken. Pengepolitikken har imidlertid målsettinger om inflasjon, sysselsetting og finansiell stabilitet, og styringsrenten er i all hovedsak

<sup>3</sup> <https://www.bruegel.org/dataset/national-policies-shield-consumers-rising-energy-prices>

virkemiddelet. Finanspolitikken kan også ha en vesentlig innvirkning på den økonomiske aktiviteten, og det er derfor viktig at de to politikkområdene spiller på lag. Gjeninnhenting i norsk økonomi etter pandemien har vært sterk, tydelig stimulert av lave renter og betydelige offentlige utgiftsøkninger under pandemien. Det har ført til en markert økning i pengemengden, høy kapasitetsutnyttelse i produksjonen og svært lav arbeidsledighet. Dette er inflasjonsdrivende. Samtidig treffes økonomien av en kraftig importert prisbølge og elektrisitetsprisene i noen områder ble mer enn 20-doblet over to år. Dette ga svært høy prisvekst og bidrar til bredere prisvekst, men virker også innstrammende på økonomien. Som omtalt nedenfor er det behov for videre innstramminger. Renten har blitt satt markert opp og det er utsikter til videre oppgang i år. I en slik situasjon bør finanspolitikken også strammes inn og dermed støtte opp under pengepolitikken. Høy prisvekst og oppgangen i rentene vil slå skjevt ut for ulike grupper. For å kompensere for de meste uheldige utslagene, kan være behov for å sette inn støttetiltak innenfor en stram finanspolitisk ramme. Strømstøtten kan være et eksempel på et slikt tiltak, som har som motstykke at staten trekker inn mye kjøpekraft gjennom strømmerket.

Offentlige utgifter som andel av fastlands-BNP steg til hele 65,6 prosent i pandemiåret 2020. For 2023 anslår regjeringen at andelen går ned til 60,2 prosent. To av tre kroner i ny verdiskaping tar veien inn i eller innom offentlig sektor. I 2006 var andelen nede i 53,1 prosent. For 2023 anslås det at både Sverige, Danmark og eurosonen alle ligger til dels godt under 50 prosent. Det kan også være verdt å merke seg at privat forbruk som andel av fastlands-BNP i 2021 var rundt 50 prosent etter en trendmessig nedgang gjennom flere år. Oppgangen i offentlige utgifter og nedgangen i privat forbruk har gått sammen med en svekkelse av produktivetsveksten i fastlandsøkonomien. Det er lett å spekulere i at veksten i offentlige utgifter bidrar til at bedriftene i noen grad vrir seg mot å tiltrekke seg offentlige midler fremfor produktive realinvesteringer. En mer aktiv statlig næringspolitikk trekker i samme retning.

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

## 3.4 Pengepolitikken

### Behov for noe høyere renter

Vi venter at Norges Bank hever renten både i mars og i juni. Det bringer styringsrenten opp til 3,25 prosent til sommeren, det høyeste nivået siden 2008.

I møtet med en markert oppgang i inflasjonen både hjemme og ute, satte Norges Bank i fjor renten opp med 2,25 prosentpoeng til 2,75 prosent. Det var den høyeste renten siden rentekuttene under finanskrisen. Den brå oppgangen i inflasjonen tilsa at renten raskt burde økes slik at renten ikke skulle virke stimulerende på inflasjonen. Norges Bank hevet derfor renten med 50 basispunkter på hvert av møtene juni, august og september. I november og desember ble økningene trappet ned til 25 basispunkter. På møtet i desember la Norges Bank vekt på at renten var blitt hevet mye og at pengepolitikken virket innstrammende på økonomien, og mente det tilsa å gå mer gradvis frem i rentesettingen. Den varslet en ny renteoppgang i første kvartal i år og litt under 50 prosent sannsynlighet for ytterligere en økning til sommeren. På møtet i januar i år ble renten holdt uendret, men Norges Bank anså det som mest sannsynlig at renten vil bli satt opp i mars.

Det operative målet for pengepolitikken er en årsvekst i konsumprisene som over tid er nær 2 prosent. I forskriften heter det at «Inflasjonsstyringen skal være fremoverskuende og fleksibel, slik at den kan bidra til høy og stabil produksjon og sysselsetting samt til å motvirke oppbygging av finansielle ubalanser». I fjor økte prisstigningen markert, både for KPI i alt og for kjerneprisene. Mye av årsaken lå i økte energipriser og priser på importerte varer. Pengepolitikken har begrensede muligheter for å påvirke disse prisene på kort sikt. Over tid er det imidlertid viktig å hindre at forventninger til høy prisvekst fester seg, og at det utvikles pris- og lønnsspiraler. Økte renter vil kunne bidra til å holde inflasjonsforventningene i sjakk, i alle fall på litt lengre horisonter. Gjennom valutakurskanalen kan økte renter gi en sterkere krone som demper den importerte prisveksten. Sammenhengen mellom renteforskjeller og valutakurs ser for tiden ut til å ikke være så veldig sterk. Dermed må renten heves mye for å få styrket kronen tilstrekkelig til å stanse veksten i importprisene. Renteøkningene bidrar til å svekke den realøkonomiske utviklingen. Det kan gi en svekkelse av arbeidsmarkedet og bidra til lavere lønnsvekst. Svakere utvikling i etterspørselen kan øke konkurransen og dempe rommet for prisoppgang.

Økte renter bidrar altså til å dempe prisstigningen, men vil også svekke produksjon og sysselsetting. Norges Bank må derfor veie effekten på inflasjonen opp mot effekten på produksjon og sysselsetting. Virkningene fra renteøkninger på prisene vil normalt komme med et etterslep og spre seg ut i tid. Virkningene på realøkonomien kommer trolig raskere og kan være mer tydelige. Dette kompliserer de pengepolitiske avveiningene.

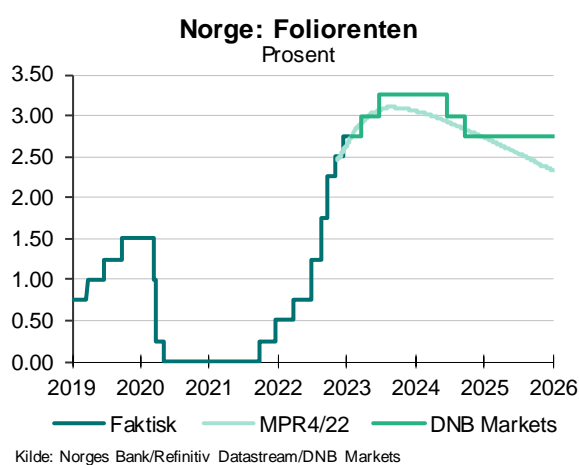
Frontfagsmodellen i lønnsoppgjørene demper mulighetene for pris- og lønnsspiraler. Partene i frontfagene vil legge stor vekt på lønnsomheten i bedriftene og forholde seg til lønnsveksten i andre land. Partene vil også ta inn over seg hvordan Norges Bank vil reagere på høye lønnstillegg. Dermed er det mindre behov for å svekke arbeidsmarkedet for å dempe lønnskravene. At en vesentlig del av lønnsdannelsen skjer sentralt, bidrar også til å svekke sammenhengen mellom prisvekst og lønnsvekst. Renteøkningenes effekt på inflasjonen gjennom realøkonomien er derfor først og fremst gjennom å dempe samlet etterspørsel og på den måten påvirke prisfastsettelsen direkte.

På møtet i januar i år sa Norges Bank: «Konsumprisene har steget mye, og prisveksten er klart over målet. Det er høy aktivitet i norsk økonomi, og arbeidsmarkedet er stramt. Høy prisvekst og økte renter svekker husholdningenes kjøpekraft, og mange bedrifter venter fall i aktiviteten fremover.

Slik komiteen nå vurderer utsiktene vil det være behov for å øke renten noe videre for å bringe inflasjonen ned mot målet.»

prognoseperioden. Da vil renten være på om lag samme nivå som inflasjonen.

**Oddmund Berg og Kyrre Aamdal**



Våre anslag for inflasjon og aktivitet er ikke vesentlig annerledes enn anslagene til Norges Bank. Vi har likevel forventninger om at aktiviteten utvikler seg litt bedre. Det gjelder særlig for husholdningene, der vi venter at privat forbruk vil stige med 0,4 prosent i år til tross for en svak start på året. Det kan tyde på at husholdningssektoren er sterkere enn Norges Bank har lagt til grunn og at økonomien derfor tåler litt mer renteoppgang. Vi anslår derfor at Norges Bank også hever renten i juni, til 3,25 prosent, og holder det nivået det neste året.

Vi venter at renten vil bli satt ned med 0,5 prosentpoeng i 2024 til 2,75 prosent og holde seg der ut

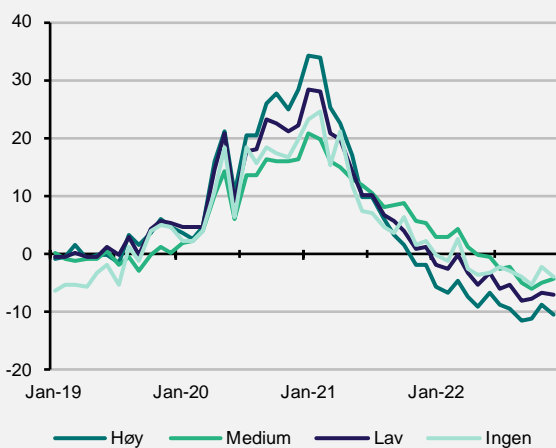
## Boks A: Er nordmenns beholdning av likvide midler langt unna normalen?

I denne analysen har vi studert et utvalg av DNBS kunder som, basert på kontoaktivitet og andre kriterier, kan antas å ha DNB som sin primærbank. Utvalget kan benyttes til å si noe om hvordan det står til med private husholdningssektoren og den gjengse forbrukeren i norsk økonomi.<sup>4</sup>

I Figur 1 studerer vi beholdningen av likvide midler i forhold til inntekt over tid, for fire grupper kunder. De som har gjeld er delt i tre like store grupper, basert på gjeldsgrad. Den siste gruppen er kunder som ikke har gjeld hos DNB. For hver gruppe henter vi ut median for likvide midler og inntekt på månedlig frekvens.

Vi definerer likvide midler som kostpris av fond og beholdning av innskudd. Vi deler denne på inntekt utbetalt samme måned av to grunner. For det første svinger mengden likvide midler på konto mer eller mindre mekanisk med mengden lønn som utbetales. I måneder med feriepenger og halv skatt er det for eksempel vanlig å se at sparingen øker betydelig. For det andre stiger lønnsinntektene over tid. Ved å gjøre denne justeringen er det naturlig å anta at forholdet skal være relativt konstant i en normal situasjon.

**Figur 1: Årlig vekst i likvide midler over inntekt, etter gjeldsgrad**



Kilde: DNB Bank ASA/DNB Markets

Gjennom pandemien har imidlertid utviklingen vært spektakulær. Figuren viser hvordan nedstenging og gjenåpning påvirket likviditetsbeholdningen. I praksis er denne utviklingen en speiling av forbruket, da inntekten i liten grad har vært rammet i perioden.

Når vi ser på forskjellen mellom de fire gruppene, er det tydelig at de med høyest gjeld i forhold til inntekt økte likviditetsbeholdningen sin mest frem til januar 2021. Dette rimer godt med at den markerte rentenedgangen ga en ekstra likviditetseffekt for denne gruppen, ettersom det førte til betraktelig lavere gjeldsbetjeningskostnader. Samtidig har denne gruppen noe høyere inntekt enn de andre, slik at innsparingene gjennom tvungent lavt forbruk kan ha vært større enn for andre grupper.

Årsvæksten i likvide midler var positiv helt frem til gjenåpningen i 2022. Det betyr at husholdningenes beholdning i gjennomsnitt har økt over hele perioden. Fra å ha spart mest, ser vi at de med høyest gjeldsgrad gikk raskest fra å spare til å bruke av den akkumulerte sparingen. Det kan være flere grunner til denne utviklingen: Gruppen kan ha hatt høyere inntekstvekst i perioden eller redusert beholdningen av likvide midler ved å betale ned gjeld i møte med rentehevingene. Den kan også ha kommet raskere tilbake til høyt forbruk. Etter hvert som renten har steget, har også denne gruppen fått en større økning i gjeldsbetjeningskostnadene.

Felles for alle gruppene er at de ved inngangen til 2023 har hatt en lengre periode med oppbygning av likvide midler enn nedgang. Dersom vi tenker på akkumulerte midler som forbrukspotensial, indikerer dermed denne analysen at forbrukspotensialet fortsatt er høyere enn i en normal situasjon, til tross for at utviklingen det siste året har vært negativ. Disse tallene må tolkes med omhu, men gir en indikasjon på at det fortsatt er forbrukspotensial hos norske husholdninger, til tross for renteøkninger og høy inflasjon.

Fremover vil rentehevingene fortsette å trekke inn kjøpekraft, samtidig som prisveksten gjør det dyrere å opprettholde samme forbruk. Hvor lenge husholdningene velger å tære på oppsparte midler gjenstår å se. Våre anslag indikerer en middelvei: Forbruket holdes relativt godt oppe, støttet av lønnsvekst, men blir svakere enn det har vært til nå.

**Anders Hundhammer og Oddmund Berg**

<sup>4</sup> På grunn av utvalgskriteriene bør ikke analysen brukes som informasjonsgrunnlag til vurderinger av finansielle forhold i DNB Bank.



## Boks B: Inflasjon og pengemengde

«Slik komiteen nå vurderer utsiktene vil det være behov for å øke renten noe videre for å bringe inflasjonen ned mot målet.» Dette skriver Norges Bank i sin pengepolitiske vurdering fra møtet i januar i år. Pengepolitikken må strammes til for å dempe inflasjonen. Det skal dels skje gjennom å dempe etterspørselen etter varer og tjenester direkte, skape mer slakk i arbeidsmarkedet for å hindre for høy lønnsvekst og dels gjennom å dempe inflasjonsforventningene.

En del av oppgangen i konsumprisindeksen gjennom fjoråret, kan imidlertid ses på som endringer i relative priser med en kraftig økning i energi- og matvareprisene som hoveddrivkraft. Da er prisoppgangen i seg selv er stagflatorisk og vil svekke den økonomiske aktiviteten. Dersom dette var eneste virkning, vil en stram pengepolitikk gjøre mer skade enn gagn.

Når sentralbankene har fått et mål om stabile priser handler det i realiteten om å bevare pengemengdens kjøpekraft. Det er prisvekst som følge av for sterk vekst i pengemengden eller høy sirkulasjon, som skal bekjempes, ikke prisvekst som følge av endringer i relative priser som skal skape ny balanse i markedene. Grunnlaget for prisveksten er avgjørende for hvordan pengepolitikken bør innrettes.

Likevel har sentralbankene viet lite plass til analyser av utvikling i pengemengde og inflasjon. Da pengemengden i stor grad bestod av sedler og mynt, hadde sentralbanken stor kontroll over pengemengden. Men etter hvert som «private penger» i form av bankinnskudd ble den dominerende formen for penger, kan pengemengden først og fremst styres indirekte ved hjelp av renten.

Utviklingen i pengemengden kan gi et signal om betydningen av innenlandske stimulanser for prisveksten og dermed behov for renteøkning. I USA var veksten i pengemengden et tidlig varsel om kommende høy inflasjon. Pengemengden har økt mye tidligere også, uten inflasjonseffekter. Da har ofte den økte pengemengden vært en endring i sammensetningen av aktiva. Under pandemien derimot, steg pengemengden uten at publikum måtte gi avkall på andre aktiva, slik at kjøpekraften tiltok. Store finans- og pengepolitiske stimulanser. I USA økte mengden av dollar i sirkulasjon blant publikum i et tempo som neppe har blitt sett i fredstid tidligere, der storstilte offentlige overføringer langt på vei ble finansiert av den amerikanske sentralbankens kjøp av statsobligasjoner. Ved

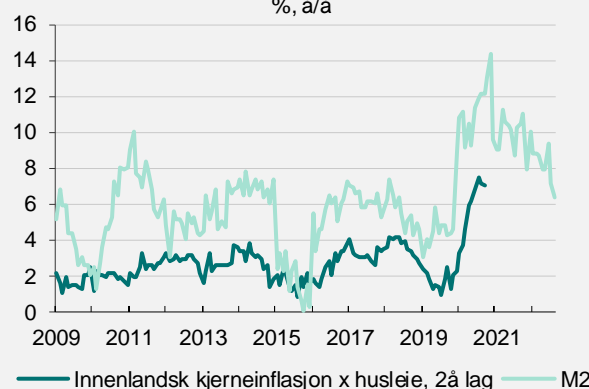
inngangen til 2020 var pengemengdeveksten over 25 prosent å/å, men den er nå kommet ned i rundt null prosent igjen. At etterspørselen har vært høy i kjølvannet av dette er lett å se spor av i et svært stramt arbeidsmarked.

I en liten, åpen økonomi som den norske, er det særlig vanskelig å skille mellom prisoppgang som skyldes skift i relative priser, importert prisvekst og mer generell inflasjon. Men også her kan utviklingen i pengemengden gi ett innblikk i årsaker til prisvekst.

I Norge har veksten i pengemengden målt ved M2 hatt en tydelig samvariasjon med innenlandsk kjerneprisvekst utenom husleie, hensyn tatt til at økt pengemengde virker med et etterslep på prisveksten (korrelasjonskoeffisient på 0,64 med to års etterslep).

Den ekspansive finanspolitikken som ble ført under pandemien, gav seg utslag i en markert oppgang i pengemengden også i Norge. Det er en indikasjon på at den ekspansive penge- og finanspolitikken under pandemien har bidratt til oppgangen i inflasjonen også i Norge. I tillegg kan også relative prisøkninger gjennom priskryssløpet bidra til en bredere prisoppgang som løfter forventningene til inflasjonen fremover. Dette understøtter behovet for innstramning i den økonomiske politikken.

**Norge: Pengemengde, M2**  
%, å/å



Kilde: Statistisk sentralbyrå/Refinitiv Datastream/DNB Markets

Kyrre Aamdal

## 4 Finansmarkedene

### 4.1 Rentemarkedene

Fjoråret var preget av kraftig oppgang i sentralbankenes styringsrenter og i forventningene til disse lenger frem i tid. Vi tror både Fed, ECB og Norges Bank nærmer seg en topp for styringsrentene, og at trenden fra fjoråret sånn sett ikke vi vedvare. Vi deler derimot ikke markedsaktørenes oppfatning om hvor mye og hvor fort styringsrentene skal komme ned de neste par årene. Det tilsier at vi tror renteforventningene, og dermed de lange rentene, vil komme noe opp igjen den nærmeste tiden, før de faller igjen mot slutten av året.

#### USD-renter

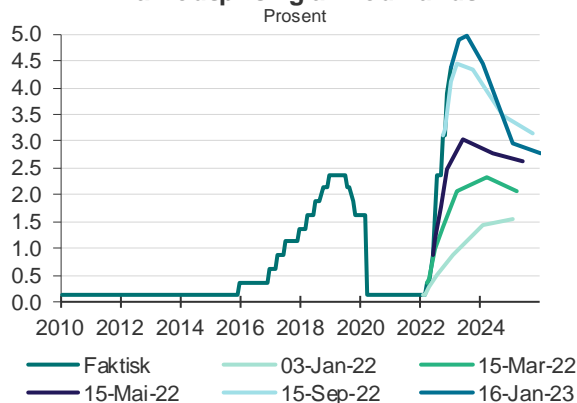
Den kraftige renteoppgangen, både i faktiske sentralbankrenter og forventninger til disse fremover i tid, var den trenden som i aller størst grad satte sitt preg på globale finansmarkeder i 2022. I januar i fjor forventet markedsaktørene at den amerikanske sentralbanken, Federal Reserve (Fed) skulle heve styringsrenta gradvis til en topp på 1,5 prosent, og det skulle skje i løpet av de kommende tre årene. I dag ligger styringsrenta til Fed i intervallet 4,25 prosent-4,50 prosent, og markedet priser inn at den skal stige videre til en topp på 5,0 prosent i løpet av våren.

Den nærmeste tiden er vår forventning til Feds styringsrente helt i tråd med markedsprisingen. Vi ser for oss at styringsrenta vil bli satt opp til et intervall på 4,75 prosent-5,00 prosent innen mai, og at det vil skje i form av to hevinger på 0,25 prosentpoeng (25bp), i januar og mai.

priser markedet inn at Fed vil kutte renta med 25bp allerede på møtet i juli, det vil si bare et par måneder etter den siste hevingen. Deretter prises det inn at renta skal betydelig videre ned, til et intervall på 2,50-2,75 prosent om to år. Våre prognoser for vekst og inflasjon, og vårt syn på Feds besluttsomhet når det gjelder å sikre at prispresset kommer betydelig ned før de vil kutte rentene, tilsier at kraftige rentekutt er lite sannsynlig. Selv om inflasjonen ligger an til å falle mye vil lønnsveksten trolig bli liggende på et for høyt nivå til at Fed vil være komfortable med å kutte rentene. Derfor ser vi heller for oss at Fed ikke vil begynne å kutte rentene før i starten av 2024, og så senke renten svært gradvis. Vi venter derfor at styringsrenta om to år vil ligge i intervallet 3,75 prosent-4,00 prosent, det vil si godt over det nivået som markedsprisingen nå indikerer.

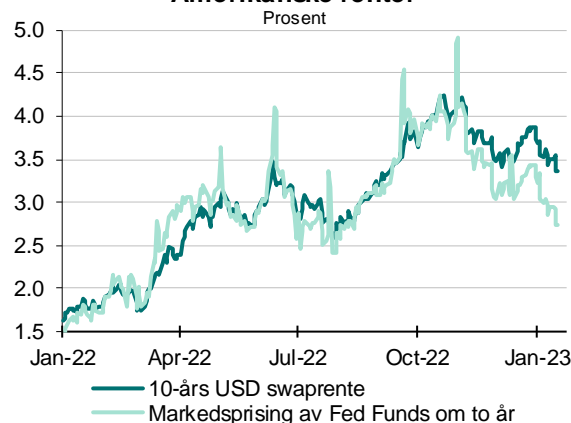
Når vi mener forventningene til Feds styringsrente lenger ut i tid er for lave innebærer det at vi tror markedsrenter med litt lengre løpetid vil stige den nærmeste tiden. Gjennom hele 2022 har det vært en svært sterk sammenheng mellom den amerikanske 10-årsrenta og markedsprisingen av Feds styringsrente to år frem i tid. Sistnevnte har falt kraftig de siste tre månedene, fra over 4 prosent i oktober til godt under 3 prosent nå. Der har også gjort at 10-årsrenta har falt betydelig. Etter å ha handlet så høyt som på 4,25 prosent i oktober, har den amerikanske 10-åringen falt til så lavt som 3,36 prosent i januar. Vi legger til grunn at forventningene til Feds styringsrente to år frem i tid fortsatt vil være styrende for 10-årsrenta, og at denne dermed vil komme opp igjen ettersom toårsforventningene korrigerer opp. Vi legger dermed til grunn at 10-årsswaprente i amerikanske dollar dermed kan stige tilbake til 3,75 prosent innen de neste tre månedene.

Markedsprising av Fed Funds



Kilde: Bloomberg/DNB Markets

Amerikanske renter



Kilde: Bloomberg/DNB Markets

Lenger frem i tid tror vi derimot at markedsprisingen er altfor lav. I skrivende stund, det vil si midten av januar,

Lenger frem i tid holder vi derimot fast på vårt syn om at rentene skal noe ned igjen. Fed skal etter hvert begynne

å kutte, og når dette nærmer seg er det naturlig at toårsforventningene kommer ned, og at det vil på ny presse de lange rentene ned. Om 12 måneder ser vi derfor for oss at 10-årsrenta vil handle nede på 3,25 prosent. At vi ikke tror den vil falle til et enda lavere nivå skyldes at vi ikke tror Fed vil kutte styringsrenta til et lavere nivå enn 3,25 prosent-3,50 prosent i løpet av de kommende tre årene. Markedsaktørene kan selvfølgelig prise inn at de skal det, men vi tror det vil bli stadig tydeligere i løpet av året som kommer, at Fed har til hensikt å holde rentene på et høyere nivå over lenger tid enn det flertallet av markedsaktørene nå ser for seg.

Fed skal fortsette å redusere balansen sin i 2023, det vil si de skal fortsette å redusere beholdningen av statsobligasjoner som sentralbanken har kjøpt via støtteprogrammer under og etter pandemien. I 2022 har ikke denne relative økningen av statsobligasjoner tilgjengelig for kjøp av private investorer bidratt til et løft i lange renter utover det oppgangen i renteforventningene skulle tilsi. Det tror vi heller ikke at det vil gjøre i 2023. En medvirkende årsak er at utstedelsene av amerikanske statsobligasjoner trolig ikke vil stige så mye i året som kommer. Husene i den amerikanske kongressen er nå delt mellom de to partiene, og det ligger an til debatt om hvordan man skal redusere det offentlige forbruket for at republikanerne skal godta å heve det såkalte «gjeldstaket» som Kongressen pålegger administrasjonen. Alt i alt tror vi ikke det vil være store endringer i tilbud- og etterspørselsbalansen for amerikanske statsobligasjoner, i alle fall ikke som vil være store nok til å ha en nevneverdig påvirkning på de lange rentene.

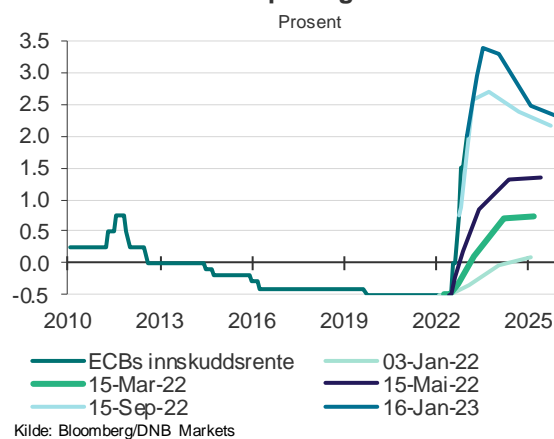
## EUR-renter

I eurosone har renteoppgangen det siste året om noe vært enda mer dramatisk enn i USA, i alle fall i relativ forstand. I starten av 2022 forventet et flertall av markedsaktørene at den europeiske sentralbanken (ECB) fortsatt ville ha negativ innskuddsrente i to år til, og at innskuddsrenta så vidt skulle over 0 prosent i løpet av de kommende tre årene. I dag er ECBs innskuddsrente på 2,0 prosent, og markedet priser inn at den skal videre opp til 3,3 prosent i løpet av første halvår i år.

Mens våre forventninger er godt i tråd med markedsprisingen for Fed det kommende halvåret, tror vi markedsprisingen av ECB ligger for lavt, også den nærmeste tiden. Vi tror ikke ECB vil gi seg før de når en innskuddsrente på 3,75 prosent. Det kan skje i juni i år. Deretter ser vi for oss at rentene vil bli liggende på dette nivået ut året, før også ECB begynner å kutte rentene i

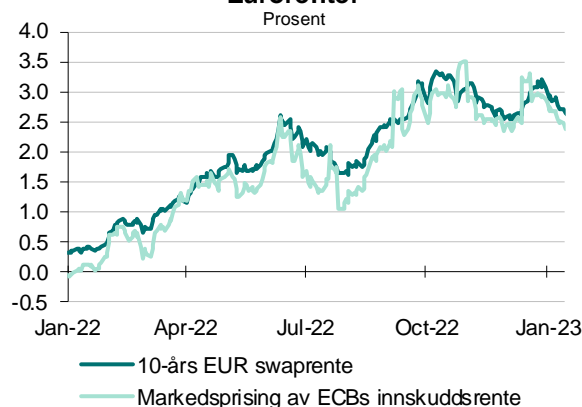
mars 2024. Rentekuttene tror vi derimot vil bli beskjedne, og vi ser for oss at ECB vil nøye seg med to rentekutt på 25bp, og ha en styringsrente på 3,25 prosent fra juni neste år og en stund fremover. Vårt scenario innebærer at styringsrentene til Fed og ECB vil bli liggende på omtrent samme nivå fra og med midten av 2025, dette vil i så fall være første gang siden 2012, da begge sentralbankene hadde renter på rundt 0 prosent.

## Markedsprising av ECB



Også i EUR-markedet har det det siste året vært en tett sammenheng mellom de lange rentene og markedsprisingen av sentralbankens styringsrente to år frem i tid. Vi legger til grunn at dette vil være tilfellet også fremover. Når vi tror markedsprisingen av ECBs styringsrente er for lav betyr det altså at vi tror 10-års swaprente i EUR vil stige noe den nærmeste tiden. Vi legger til grunn at den kan komme opp til 3,25 prosent innen de neste tre månedene, fra rundt 2,6 prosent i midten av januar.

## Eurorenter



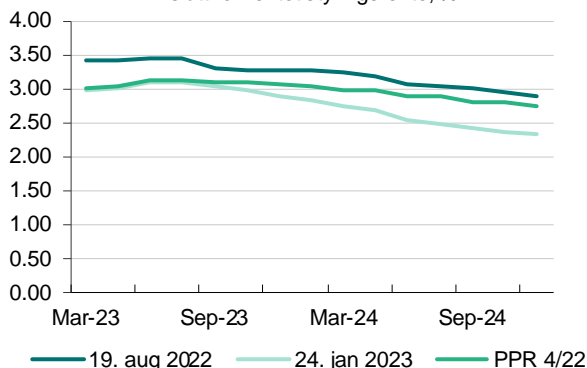
Lenger ut i tid gjelder samme vurdering som for USA, nemlig at når det nærmer seg at sentralbanken skal

begynne å kutte rentene er det også naturlig at markedsprisingen begynner å komme ned igjen. Det tilsier at også 10-årsrentene vil falle. Derfor anslår vi at 10-års EUR swaprente vil falle til 2,50 prosent om 12 måneder. Dette er kun 25 basispunkter lavere enn nivået i skrivende stund og dermed tilsier prognosene våre et noe mer beskjedent fall i lange EUR-renter enn i tilsvarende USD-renter i løpet av det kommende året. En medvirkende årsak til det er at ECBs kommende balansereduksjon, kombinert med utsikter til økte utstedelser av statsgjeld blant de store eurolandene, trolig vil medføre noe større endring i tilbud- og etterspørselsbalansen for lange statsobligasjoner i eurosonen enn det vi ser for oss i USA. Vi vil ikke vektlegge dette for mye, men utsikter til økt tilbud av statsgjeld kan tilsa at lange EUR-renter ikke vil følge renteforventningene ned igjen like tett som det vi legger til grunn i USA.

## NOK-renter

Norges Bank var tidlig ute med å varsle at renten ville bli hevet etter rekordlave pandeminivåer, og allerede i september 2021 ble renten hevet fra 0 prosent til 0,25 prosent. Gjennom sommeren i fjor ble både tempo og størrelsene på renteøkningene satt opp, før oppgangen ble mer dempet mot slutten av året. Gjennom fjoråret ble renten økt med til sammen 2,25 prosentpoeng. På januarmøtet i år ble renten holdt uendret, men Norges Bank anslår et renten vil bli økt med 25 basispunkter i mars. I rentebanen som ble publisert i desember i fjor, anslo Norges Bank en rentetopp på 3,11 prosent til sommeren og at renten etter det avtar til 2,50 prosent mot slutten av 2025.

**Forventninger til Norges Bank**  
Anslått forventet styringsrente, %



Kilde: Bloomberg/Norges Bank/DNB Markets

I august i fjor priset markedene inn en rentetopp litt under 3,50 prosent. Nå har prisingen falt til litt under Norges Banks anslag på 3,11 prosent. I motsetning til i noen andre land har markedet justert ned sine

forventninger til rentetoppen i Norge. Markedene venter imidlertid litt større fall i rentene frem mot utgangen av 2025, anslagsvis noe under 2,25 prosent.

Vi venter at Norges Bank hever renten til 3,00 prosent i mars og videre til 3,25 prosent i juni, se omtalen av pengepolitikken i avsnittet om norsk økonomi. Deretter venter vi at renten avtar noe saktere enn i banen til Norges Bank, og dermed også en mindre nedgang enn markedene priser inn.

3m Nibor ble notert til like under 1,00 prosent ved inngangen til fjoråret. Ved utgangen av året var renten 3,26 prosent. Oppgangen gjennom året var dermed på linje med oppgangen i styringsrenten. Det var imidlertid også store bevegelser i pengemarkedsrenten utover det som skyldes forventninger til styringsrenten. Forskjellen mellom Niborrenten og forventet styringsrente over en bestemt periode, for eksempel tre måneder, betegnes Niborpåslaget eller bare påslaget.

**Norge: Påslag i pengemarkedet**  
3m, basispunkter



Kilde: Bloomberg/Norges Bank/DNB Markets

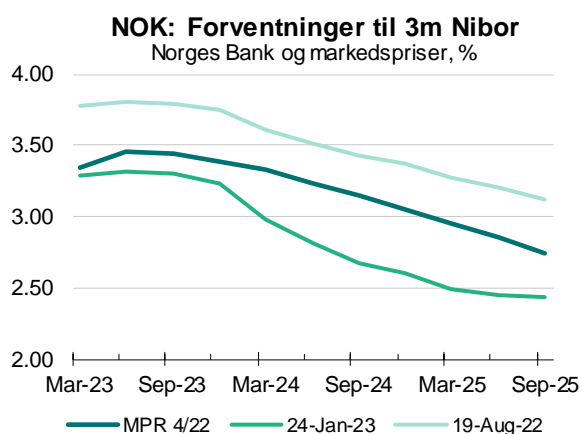
Påslaget i 3m Nibor svingte mye i fjor, med tre markerte topper; en i mars og to i november. Svingningene henger sammen med at oljeselskapenes løpende kjøp av kroner for skatteformål ikke ble motsvart i tid av Norges Banks kronosalg. Dette førte til periode med svært lav strukturell likviditet. Selv om bankene fikk tilført den likviditeten de trengte, ble kapasiteten til å omfordele likviditet svekket. Utenlandske banker uten konto i Norges Bank og som deltar i omfordelingen av likviditet i norske kroner, måtte i korte perioder betale en svært høy rente for å kunne dekke sine forpliktelser. Over tid kan dette bidra til å svekke pengemarkedets evne til å omfordele likviditeten og øke påslaget i markedet. Finansdepartementet, i samarbeid med Norges Bank, ser derfor nærmere på tiltak som kan settes inn for å unngå slike store svingninger i den strukturelle likviditeten. Det er likevel lite trolig at slike



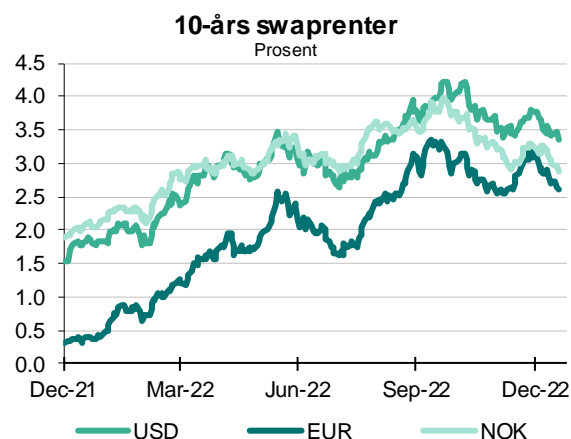
tiltak vil bli gjort gjeldende for 2023, eventuelt at endringene kommer sent i året.

For 2023 ligger det an til at den strukturelle likviditeten i perioder kan bli høy. Det kan presse 3m-påslagene godt ned på 20-tallet, men også i 2023 må vi regne med betydelige svingninger i påslagene. Det innebærer at 3m Nibor også kan svinge en del, selv om endringene i styringsrenten blir moderate.

I august priset markedene inn at 3m Nibor ville stige til rundt 3,80 prosent i første halvår i år. I tråd med Norges Banks mer avdempede signaler i september og desember, har markedsprisene kommet ned, og var etter Norges Banks januarmøte lavere enn Norges Banks anslag og med en noe større nedgang gjennom 2024. Markedsforventningene peker mot en relativt stabil pengemarkedsrente nær 3,30 prosent i år. Vi tror renten vil bli både høyere og mer volatil i 2023.



For norske renter med løpetid utover to år er det ikke forventninger til Norges Bank, men tilsvarende renter i USD og EUR som er mest styrende. Det betyr at det er pengepolitikken i USA og eurosonen som er viktigst for lange renter i norske kroner. 10-års swaprente i norske kroner har fulgt tilsvarende dollarente tett gjennom 2022, men mot slutten av året falt den norske renta en god del mer enn den amerikanske. Dette sammenfalt med at markedenes forventning til Norges Banks styringsrente ble justert ned. Den siste tiden har det også virket som om norske renter på ny har begynt å følge rentene i eurosonen vel så tett som de amerikanske.



I tiden før ECB begynte med ukonvensjonell pengepolitikk, det vil si negative renter og massive støttekjøp av statsobligasjoner, var sammenhengen mellom norske renter og eurorenter tett. Nå ser det altså ut til at sammenhengen begynner å komme tilbake. Akkurat den kommende tiden har ikke dette for mye å si, ettersom vi ser for oss ganske lik trend i rentemarkedene i USD og EUR det kommende året. Om noe styrker det oss i troen på at også den norske tiårsrenta vil komme noe opp igjen den nærmeste tiden, fra rett under 3 prosent i skrivende stund til 3,25 prosent om tre måneder. Deretter tror vi den norske tiåringen vil falle i takt med tilsvarende rente i USD og EUR, og handle rundt 2,75 prosent om tolv måneder.

Kyrre Aamdal og Ingvild Borgen

## 4.2 Valutamarkedene

**Fjoråret ble preget av en videre dollarstyrking i takt med stadig høyere inflasjon, høyere renter og fallende aktivpriser, før det hele snudde mot slutten av året. Fremover tror vi denne dollarutviklingen snur, dels fordi rentene konvergerer og dels fordi vi tror på en bedring i risikosentimentet fra i fjor. Kronen tror vi også drar nytte av dette, samtidig som den får noe medvind fra høyere energipriser.**

### Svakere dollar i 2023

I tillegg til den kraftige renteoppgangen var den markerte styrkingen av den amerikanske dollaren en toneangivende trend i globale finansmarkeder i 2022. Ved inngangen til året så vi for oss at dollaren skulle styrke seg mot euro, men vi tok ikke høyde for at bevegelsen skulle bli så kraftig som den ble. I vår forrige rapport, fra august, tok vi høyde for at dollaren skulle styrke seg enda litt til mot euro i løpet av høsten, men vi la også til grunn at en videre oppgang ville bli kortvarig. Synet vårt fra forrige rapport, nemlig at tiden med sterkere dollar gikk mot slutten, holder vi fast på.

Det er hovedsakelig to grunner til at vi tror dollaren vil svekke seg videre i år, og det er at de to trendene som førte til en sterkere dollar i 2022 vil avta. Den første av disse var at rentene i USA steg relativt til rentene i resten av verden. Den siste tiden har derimot renteforventningene i resten av verden steget relativt til renteforventningene i USA. Som beskrevet i avsnittet om rentemarkedene ser vi for oss at rentenivåene i USA og eurosonen vil nærme seg hverandre i årene som kommer. Dollaren mister dermed noe av (den relative) høyrentefordelen den har hatt de siste åtte årene.

**EURUSD og S&P500**



Den andre trenden som bidro til en styrking av dollaren i fjor var fallet i investorenes risikoappetitt, og at året generelt var preget av uro og store svingninger i

markedene. Denne tendensen har avtatt i det siste, og forventet volatilitet i markedet for amerikanske aksjer og obligasjoner har kommet mye ned.

Når det er sagt tror vi fallet i renteforventninger den siste tiden har vært viktig for bedringen i risikoappetitten. Vi tror markedsrentene vil komme opp igjen på kort sikt, og det vil trolig gjøre at stemningen blant investorene igjen surner litt til. I det globale aksjemarkedet kan det virke som om prisingen fortsatt reflekterer litt for høye forventninger til selskapenes inntjening. Alt i alt legger vi til grunn at risikoappetitten kan komme noe ned igjen den nærmeste tiden, før den kanskje bedrer seg igjen i siste halvår.

Vel så viktig for vårt syn på dollaren i året som kommer er det at det kan virke som om svingninger i investorenes risikoappetitt ikke er like drivende for dollaren nå som det var gjennom 2022. I desember falt aksjemarkedet i USA, men dollaren svekket seg mot euro likevel. Selv om vi tror risikoappetitten kan komme ned igjen den nærmeste tiden tror vi dermed at dollaren vil fortsette å svekke seg moderat mot euro, og at EURUSD vil handle rundt 1,10 om tre måneder.

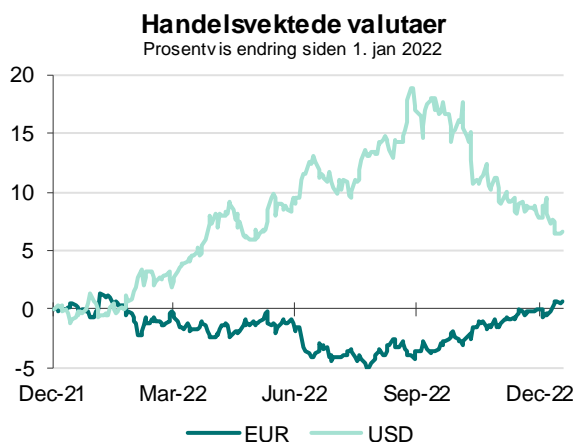
På litt lengre sikt tror vi at fallende renter kombinert med en bedring i vekstmomentumet i verdens store økonomier vil gjøre at stemningen i markedet bedrer seg igjen, og det tilsier enda mindre støtte til dollaren fra såkalt «trygg havn»-etterspørsel. Når vi også tror at rentene i USA og Europa ligger an til å nærme seg hverandre på sikt, og at veksten i USA og eurosonen vil ligge på omtrent samme nivåer neste år, ligger det meste til rette for at dollaren vil fortsette å svekke seg, og at EURUSD vil komme tilbake til det vi oppfatter som mer normale nivåer. Vi venter derfor at EURUSD vil handle på 1,20 om 12 måneder.

Det mest relevante risikomomentet for vårt syn om at dollaren skal svekke seg er at investorenes risikovilje vil falle betydelig mer enn det vi legger til grunn. Det kan skje enten som følge av eskalerende geopolitisk uro eller som følge av et mer markert fall i økonomisk aktivitet og selskapenes inntjening enn det vi nå legger til grunn. Det kan også skje dersom underliggende inflasjon viser seg å være enda mer standhaftig, og rentene dermed må enda mer opp, i en enda lengre periode enn det vi har i våre anslag.

### Enda sterkere euro

I handelsveide termer svekket ikke euroen seg spesielt mye gjennom 2022. På det laveste i slutten av august var den handelsveide euroen omtrent 5% svakere enn

ved starten av året. Det var altså først og fremst mot dollaren at euroen svekket seg mye i fjor.



Når EURUSD handlet så lavt som på 0,96-0,97 tidlig i fjor høst skyldtes det en kombinasjon av høy etterspørsel etter dollar, på grunn av lav risikoappetitt og høyere dollarrenter, men også et veldig negativt syn på de økonomiske utsiktene i eurosonen. På dette tidspunktet hadde gassprisene i Europa steget svært mye, og det verserte mange ulike krisescenarioer for hvordan en kald vinter ville påvirke eurosonen. I løpet av de siste månedene har det blitt klart at de verste krisescenarioene man så for seg neppe vil inntreffe. Veksten har vært bedre enn ventet, og utsiktene fremover har lysnet betydelig. Dette er viktig i seg selv for markedsaktørenes syn på euroen, men først og fremst er det viktig fordi det har løftet renteforventningene. Som beskrevet i avsnittet om rentemarkedene tror vi at rentene i eurosonen skal mer opp i året som kommer enn det markedet nå priser inn.

Den nærmeste tiden mener vi altså at det er mer oppsiderisiko i EUR-renter enn i USD-renter. På litt lengre sikt tror vi også at rentenivået i USA og eurosonen vil nærme seg hverandre, og at Fed og ECB fra midten av 2025 vil ha renter på samme nivå. Med utsikter til renter på samme nivå og vekst i realøkonomien på omtrent samme nivå mener vi at det meste ligger til rette for at euroen skal fortsette å styrke seg mot dollaren i året som kommer. Vi tror som nevnt at EURUSD vil handle tilbake på sitt historiske snitt, på 1,20, om ett år.

### Smulere farvann på horisonten for kronen

Vi opplevde store svingninger i kronekursen i fjor, dels drevet av de store endringene i energipriser, dels av den kraftige renteoppgangen og dels av verdifallet i både aksjer og obligasjoner globalt. Siden starten av fjoråret

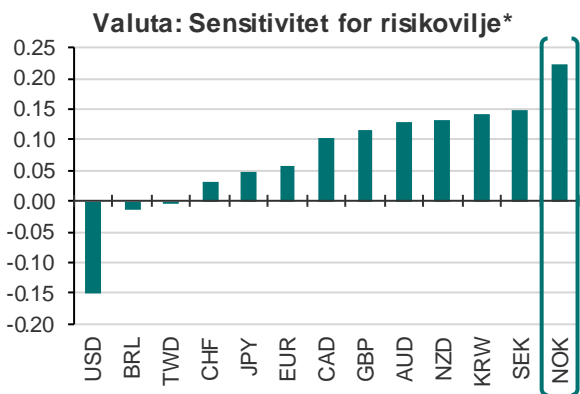
har den importveide kronen (I-44) svekket seg med drøye 5 prosent, og det er mot dollar og sveitserfranc at svekkelsen har vært størst.

Selv om endringer i petroleumsprisene og i kronen til tider ikke har sammenfalt helt i tid, mener vi utviklingen i energiprisene fortsetter å være helt avgjørende for utviklingen i kronen. Den kraftige oppgangen i både olje- og gassprisene har løftet norske eksportinntekter til nye rekorder. Rekordhøye inntekter gir opphav til store kronekjøp fra oljeselskapene, siden disse har inntekter i valuta, men betaler sine skatter i norske kroner. Selv om en stor del av disse skatteinntektene veksles til valuta og plasseres i Statens pensjonsfond utland, og det i netto er det oljekorrigerte underskuddet på statsbudsjettet som er kronene som kjøpes, justeres Norges Banks daglige valutakjøp med et tidsetterslep. Dermed balanserer ikke kjøp og salg av kroner i tid, og vi har sett kronen styrke seg i det energiprisene stiger og oljeselskapenes kronekjøp øker, for så å svekke seg når Norges Bank etter hvert justerer sine valutakjøp. Ifølge våre anslag har disse vekslingen i fjor utgjort mellom 15 og 35 prosent av den daglige kommersielle omsetningen i kroner, noe som understreker hvor viktig det er at disse balanserer for å gi minst mulig kursutslag.

I tidligere perioder der energiprisene har bidratt til en betydelig bedring i bytteforholdet for norsk økonomi, har vi i samme periode også sett en betydelig sterkere krone. Vi tror imidlertid ikke det vil skje denne gangen. Tidligere har høyere energipriser gått sammen med et kraftig investeringsoppsving i petroleumsrelaterte næringer og en periode med sterk produktivitetsvekst. Det tror vi ikke blir konsekvensene denne gangen, og dessuten har både olje- og gassprisene falt tilbake til nivåene fra før krigsutbruddet i Ukraina. Likevel, vi tror både olje- og gassprisene vil stige fremover. Det skyldes hovedsakelig gjenåpningen i Kina og Europas fortsatte behov for import av LNG (les gjerne mer i kapittelet om olje- og gassmarkedene). Høyere energipriser vil dermed kunne gi kronen medvind i året som kommer.

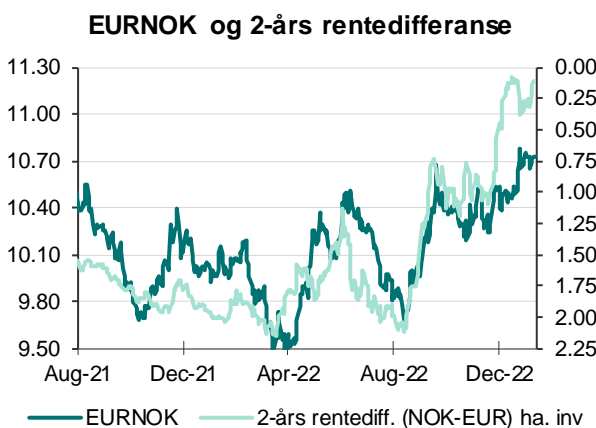
Vi har sett verdifall i både aksjer og obligasjoner gjennom fjoråret. Stadig høyere inflasjon har bidratt til forventninger om både høyere sentralbankrenter og et realøkonomisk tilbakeslag, noe som har svekket risikosentimentet det siste året. Dette igjen har bidratt til å svekke kronen, og sammenhengen mellom risikosentiment og kronen har faktisk vært sterkere enn vanlig. Dette tror vi dels skyldes strukturelle forhold som at stadig høyere utenlandsinvesteringer og regulatoriske endringer som treffer både kapitalforvaltere og banker bidrar til kronesalg ved verdifall i risikable aktiva, og dels at denne dynamikken ble forsterket av at både aksjer og

obligasjoner falt i verdi i fjor. Vi legger til grunn at kronen fortsatt vil være sensitiv for endringer i risikosentiment, men at vi ikke får et gjentak av positiv korrelasjon i verdien på aksjer og obligasjoner.



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

Norges Bank var tidlig ute med å starte rentehevingene, og det bidro en periode til en sterkere krone. Siden det har andre sentralbanker kommet etter, og rentedifferansen mot mange valutaer har gått i kronens disfavør. Det har bidratt til å svekke kronen, særlig i andre halvår i fjor. Vi venter flere rentehevinger fremover, men at Norges Bank vil heve mindre enn mange andre sentralbanker. Samtidig tror vi at markedets forventninger om rentekutt allerede i andre halvår i år er prematurt, og at renteforventningene vil komme til å justeres opp litt frem i tid. Selv om heller ikke dette vil være i kronens favør isolert sett, kommer oppjusteringen blant annet som følge av at veksten i mange land holder seg bedre opp enn antatt. Det tror vi demper de negative konsekvensene for kronen.



Kilde: Refinitiv Datastream/DNB Markets

Oppsummert tror vi det er duket for en forsiktig styrking av den norske kronen fremover. En oppgang i energiprisene vil gi opphav til en sterkere krone, selv om

vi tror de petroleumsrelaterte vekstingene vil være bedre balansert enn i fjor. At tilbakeslaget i mange land ikke blir like dypt og langtrukket som fryktet, vil også være en positiv faktor, selv om renteutsiktene trekker i retning av en svakere krone. På 12 måneders sikt tror vi EURNOK kan handle nær 10,40.

### Sterkere svensk krone etter vekstbrems

For andre året på rad er den svenske kronen blant taperne i valutamarkedet. Etter at den handelsveide svenske kronen (KIX) svekket seg med om lag 4 prosent i 2021, var svekkelsen nesten dobbelt så stor gjennom fjoråret.



Kilde: Refinitiv Datastream/DNB Markets

Selv om rentedifferansen mot andre valutaer steg da Riksbanken endret fot og startet på det som har blitt en betydelig oppgang i styringsrenten i mars i fjor, har rentedifferansene snudd og bidratt til å trekke kronen svakere utover høsten. Vi venter videre rentehevinger fra Riksbanken fremover, men tror renteendringer i mindre grad vil prege valutamarkedet fremover. Det skyldes for det første at styringsrentene nå har kommet opp i innstrammende territorium og at sentralbankene nå i større grad driver finstyring. For det andre er de valutaene med høyest rente også de hvor forventningene til rentekutt er størst litt frem i tid. For det tredje tror vi ikke renteendringer vil skape like store skift i risikosentimentet fremover sammenlignet med hva tilfellet har vært det siste året.

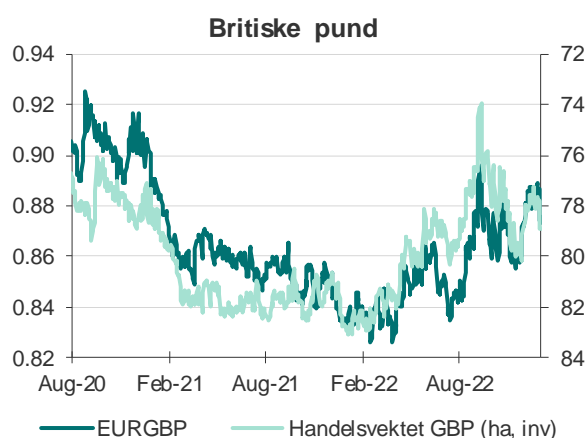
To andre faktorer har vært viktig for utviklingen i den svenske kronen. Som en risikosensitiv valuta har stadig høyere inflasjon, økende frykt for resesjon og fall i både aksjer og obligasjoner bidratt til å svekke også den svenske kronen. Vi mener det er rimelig å legge til grunn at den svenske kronen forblir en risikosensitiv valuta. Ikke bare er Sverige en liten, åpen økonomi, den svenske kronen er som den norske preget av mer



regelbundne valutavekslinger når verdien på internasjonale aksjer og obligasjoner faller i verdi. Den andre faktoren er boligmarkedet. Boligprisene har falt kraftig det siste året og boliginvesteringene faller. En lang periode med sterk prisvekst, høy husholdningsgjeld og stort innslag av flytende rente utgjør en bekymring for mange, noe som har blitt forsterket av vanskelighetene flere svenske eiendomsselskaper har opplevd den siste tiden. Selv om boligmarkedet vil være en usikkerhetsfaktor en periode fremover for kronen, tror vi dette kan snu når aktivitetsveksten i svensk økonomi tar seg opp igjen litt senere i år. Vi ser dermed for oss at EURSEK handler nær 10,80 om 12 måneder.

### Videre svekkelse av pundet

Britenes raske vaksineutrudding bidro til at pundet var en av vinnerne på vei ut av pandemien, men nå har bildet snudd. Stadig høyere energipriser, svært høy inflasjon og høyere renter har svekket utsiktene for britisk økonomi. Gjennom fjoråret svekket det handelsveide pundet seg med om lag 5 prosent.



Kilde: Refinitiv Datastream/DNB Markets

Selv om vi venter mindre markedsturbulens i tiden fremover, og at det isolert sett skal støtte opp under et risikosensitivt britisk pund, er det flere faktorer vi tror vil bidra til å tyngre pundet fremover. For det første venter vi at resesjonen blir både dypere og mer langvarig her enn i mange andre land, selv om utsiktene ikke er like svake som de var i fjor høst. For det andre utgjør Brexit en mer strukturell usikkerhetsfaktor som kan bidra til å dempe eksportveksten fremover og dessuten gjøre det vanskeligere å skaffe til veie arbeidskraft. For det tredje bidrar underskuddet på driftsbalansen til at Storbritannia er avhengig av utenlandske investorers vilje til å investere i landet. Vi legger derfor til grunn en forsiktig svekkelse av pundet fremover, og tror EURGBP vil handle nær 0,90 om 12 måneder.

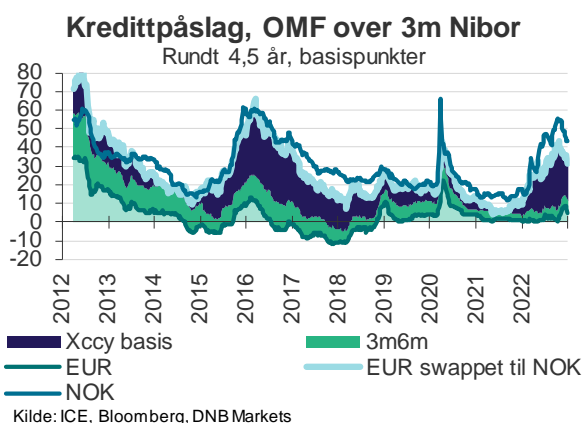
**Ingvild Borgen og Magne Østnor**

## 4.3 Kredittmarkedene

Kredittpåslagene har steget markert i norsk IG siden sommeren 2022. Forverringen skyldes dårligere markedslikviditet og svakere globale vektstutsikter. Selskapene har blitt mindre aktive i obligasjonsmarkedet, delvis som følge av forverringen i finansieringsvilkårene. I 2024 er det imidlertid store forfall som bedriftene vil måtte ta høye for i år. Vi er imidlertid lite bekymret for selskapsgjelden til norsk næringsliv, fordi mange bedrifter har benyttet de siste par årene med solid inntjening til å bedre likviditetsgraden og redusere nettogjelden. Sett i kombinasjon med unormalt høye kredittpåslag, bidrar det til at norske IG-obligasjoner er svært attraktive investeringsobjekter. Vi anbefaler lang kreditturasjon på tvers av sektorer.

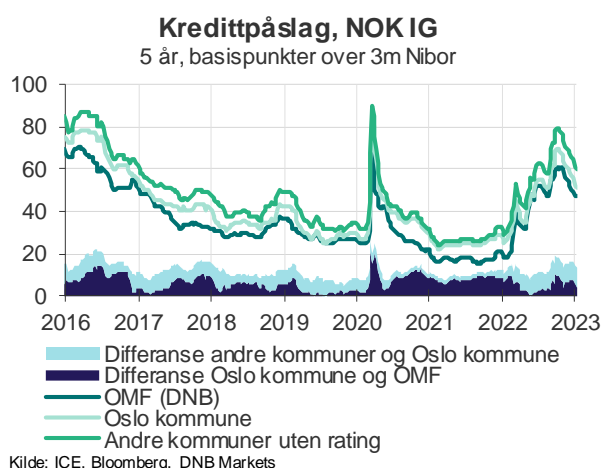
### Norske lavrisikoselskaper (IG)

Kredittpåslagene har steget markert i norsk IG siden sommeren 2022. Forverringen skyldes delvis dårligere likviditet. For eksempel har det blitt dyrere for norske utstedere av obligasjoner med fortrinnsrett (OMF) å bytte euro-denominert gjeld til norske kroner. Det skyldes at basisswappene har steget. Som vist i grafen under, har dette i sin tur løftet kredittpåslagene i det norske markedet. Strammere likviditet fra de store internasjonale sentralbankene, med Fed i spissen, er en viktig årsak til dette, men høy volatilitet i prisene på internasjonale risikoaktiva har trukket i samme retning.

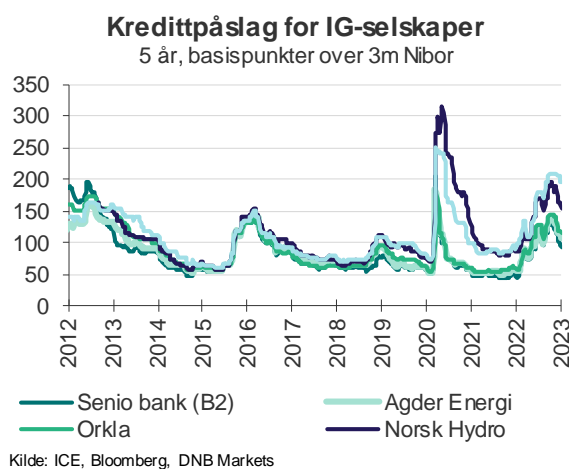


Høyere OMF-påslag har smittet over på øvrige segmenter. Norske kommuner, som på tross av at de ikke utsteder valutagjeld, har sett en tilsvarende økning i finansieringskostnadene fordi de prises relativt til OMFer. Siden likviditeten i kommuneobligasjoner typisk er litt dårligere enn for OMFer, er påslagene på førstnevnte også litt høyere enn sistnevnte. Det innebærer også at perioder med dårligere markedslikviditet får en uproporsjonalt negativ

innvirkning på kommuneobligasjoner. En normal norsk kommune har det siste halvåret betalt 11-17 basispunkter mer for 5-årsobligasjoner enn hva det har kostet å utstede OMFer, mens avstanden normalt varierer mellom 5 og 10 basispunkter. I motsetning til mange utstedere tilpasser ikke kommunene når finansieringsvilkårene forverres gjennom mindre utstedelser. Vi ser imidlertid at mange responderer ved å gå for kortere løpetider, i et forsøk på å forhindre at de høye kredittpåslagene tyter ut i høye finansieringskostnader over tid.



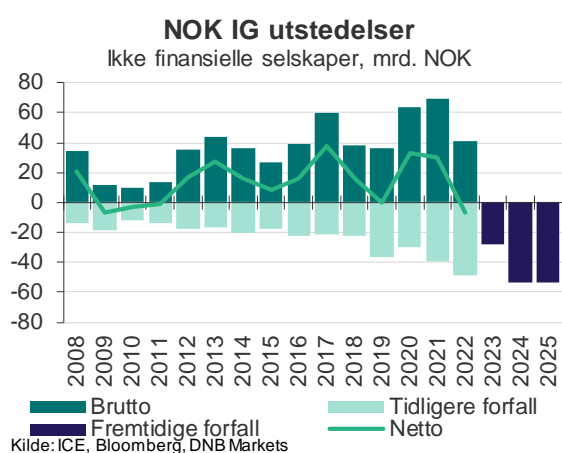
Enda lenger ut på risikoskalaen finner vi den samme dynamikken. Påslagene på seniorgjeld utstedt av norske banker, kraft-, industri- og eiendomsobligasjoner har steget markert siden sommeren, og avstanden mellom ulike utstedere har økt. Nivåene avtok igjen fra fjerde kvartal, men er fortsatt atskillig høyere enn normalt.



### Lave utstedelser

Økningen i finansieringskostnader bidro, sammen med svakere vektstutsikter og redusert lånebehov, til at

selskapene ble mindre aktive med å hente penger. Til sammen la ikke-finansielle IG-utstedere ut obligasjoner for 41 milliarder kroner, som tilsvarte en nedgang på nesten 30 milliarder fra året før. Særlig innenfor eiendom falt utstedelsene mye. Til sammenligning nedbetalte selskapene gjeld for 49 milliarder, som bidro til en nedgang i utstående beholdning på 7 milliarder. Sist beholdningen falt like mye var i 2009. Det er forholdsvis store forfall i 2024, så trolig vil emisjonsaktiviteten stige en god del i år, om ikke selskapene får tilgang på annen finansiering som erstatter obligasjonslånene.



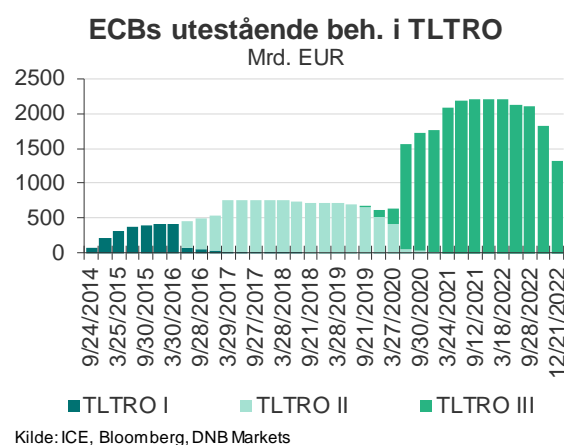
## Norsk IG attraktivt priset

Vi er imidlertid lite bekymret for selskaps gjelden til norsk næringsliv, fordi mange bedrifter har benyttet de siste par årene med svært solid inntjening til å bedre likviditetsgraden og redusere nettogjelden. Samlet sett fremstår norske bedrifter godt rustet for en periode med høye renter og mer volatil inntjening. Sett i kombinasjon med unormalt høye kredittpåslag, som igjen stort sett har sammenheng med globale forhold, bidrar det til at norske IG-obligasjoner er svært attraktive investeringsobjekter. Vi anbefaler lang kredittvarighet på tvers av sektorer, men foretrekker flytende obligasjoner fremfor fastrente fordi vi mener at det fortsatt er risiko for at markedene undervurderer sentralbankenes vilje til å sette rentene videre opp.

## Skal påslagene normalisere seg videre?

Vi forventer imidlertid ikke at finansieringskostnadene (over Nibor) nødvendigvis skal fortsette å avta, og trolig bør utstedere utnytte det vinduet som man har i begynnelsen av 2023. En rekke forhold tilsier at risikopremiene blir høye også i år. For det første vil en global resesjon normalt bidra til økte risikopremier i internasjonale markeder, som trolig også vil smitte over på det norske markedet.

For det andre ligger det an til at sentralbankene vil fortsette å stramme inn i pengepolitikken, på tross av svakere vekstutsikter. Markedene er imidlertid posisjonert for at sentralbankene, først og fremst Fed, skal redusere rentene. Hvis dette ikke skjer vil rentemarkedene trolig reprise seg, som i kombinasjon med lavere sentralbankbalanser kan gi høyere kredittpremier. For Europa sin del er det også ventet at bankenes nedbetaling av ECBs TLTRO-lån vil gi økte obligasjonsutstedelser. Til sammen har bankene nå 1300 milliarder euro i TLTRO-lån. En god del av dette har antakelig blitt forhåndsfinansiert i 2022, men trolig står vi overfor et år med unaturlig høye utstedelser fra europeiske banker. Dette, kombinert med at ECB samtidig reduserer sin obligasjonsbeholdning, kan gi et press opp på finansieringskostnadene her hjemme.



Ole A. Kjennerud

## 4.4 Aksjemarkedene

De globale aksjemarkedene gjennomgikk en smertelig nedtur i første del av 2022, drevet av høyere inflasjon og krigsutbrudd i Ukraina. I andre halvår var utviklingen i hovedsak sidelengs, men preget av store svingninger. Energitunge Oslo Børs holdt seg imidlertid godt oppe, dog preget av fallende olje- og særlig gasspriser mot slutten av året. Fremover tror vi aksjemarkedet vil slite med de motstridende virkningene av fallende inflasjon på selskapenes inntjeningsmarginer og muligheten for lavere renter med mindre inflasjonspress. 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 slår til.

### Renteoppgang kuttet verdsetningen

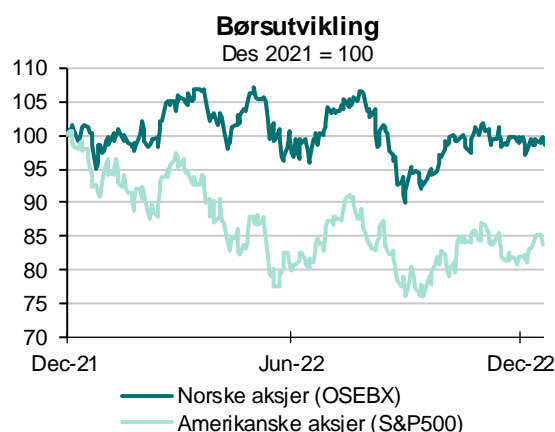
Utviklingen i verdens aksjemarkeder har i stor grad vært preget av inflasjonsoppgangen som startet tidlig i 2021 og akselererte kraftig i 2022. Oppgangen i inflasjonen - som i USA toppet på 9,1 prosent i juni i fjor - og sentralbankenes kraftige rente-respons har belastet verdsetningen av aksjer både i Norge og i resten av verden. Den forventede realrenten på amerikanske 10-års statsobligasjoner økte fra rundt -1 prosent til rundt +1,5% gjennom fjoråret, med ganske store variasjoner. Prisingen av amerikanske aksjer målt ved forholdet mellom pris og fortjeneste falt fra 21,5 til 16,8, og omtrent hele nedgangen i verdsetting kan forklares med oppgangen i renten.

Til tross for inflasjons- og renteoppgangen klarte den amerikanske økonomien seg likevel relativt bra gjennom 2022 og særlig i siste halvdel av året. Selskapenes inntjening holdt seg dermed oppe, godt hjulpet av inflasjonen. Europeisk økonomi og aksjemarked har sett klart svakere ut som følge av den kraftige oppgangen i gassprisene og krigen i Ukraina.

I Norge har børsutviklingen derimot vært langt bedre, til tross for at Oslo Børs ofte følger utviklingen ute tett. Grunnen til den relativt sett gode utviklingen er at energiselskaper utgjør en stor del av markedsverdiene her hjemme, og disse har dratt nytte av fortsatt høye i olje- og gasspriser selv om de – og da særlig prisen på gass i Europa - har kommet lagt ned fra toppen. Ved inngangen av året ventet analytikerne en inntjening på 2,9 dollar per aksje for Equinor i 2022, mens resultatet nå ser ut til å bli 6,8 dollar. Tilsvarende har estimatet for inntjening per aksje økt fra 2,8 til 4,7 dollar per aksje for Aker BP.

For 2023 er det ventet at Equinor tjener 5,8 dollar per aksje og for Aker BP er det tilsvarende tallet 5,3 dollar. Det ser ut til at analytikerne som har kommet med disse anslagene baserer seg på en oljepris om lag 87 dollar fatet.

Også andre råvareproduserende norske børselskaper, som Yara og Norsk Hydro, har nytt godt av høye priser på sine produkter, mens fraktrater i sjøfart har falt til dels kraftig tilbake. Det har også vært høye laksepriser, men aksjekursene for oppdrettsselskapene har i stor grad vært preget av innføringen av grunnrenteskatt.



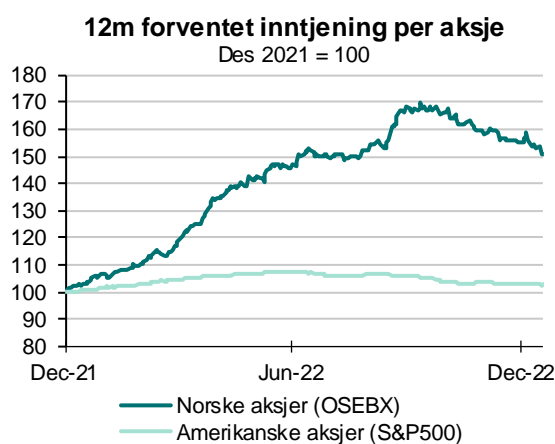
Kilde: Bloomberg/DNB Markets

### Marginpress og renteusikkerhet i 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. Der vi står nå ved starten av 2023 ser det ut til at man både utsetter og nedskalierer anslagene til svekkelse. For USAs del har økonomien relativt god fart inn i året til tross for sentralbankens mange renteøkninger og til nå har dermed heller ikke frykten for fortjenestenedgang materialisert seg. I Europa har et svært kraftig fall i gassprisen samt aktiv finanspolitikk gitt støtte til videre vekst – om enn kanskje svak. Og, den nye Covid-politikken i Kina gir løfter om sterkere økonomi gjennom året. Dessuten har både EU, USA og Kina innført en aktiv klimapolitikk som bidrar til å holde investeringsetterspørselen etter fornybar energi oppe.

Om disse tendensene også materialiserer seg, kan 2023 bli et år mindre preget av rentenedgang enn forventet. 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 inflasjonsnedgangen 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. Et unntak kan være kinesiske aksjer som bunnet ut svært lavt i fjor høst og fremdeles har mye å hente inn om økonomien faktisk livner til etter Covid.



Kilde: Bloomberg/DNB Markets

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 svært stort og 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 for 2023 er 99 dollar fatet. Det vil kunne gi en relativt sett brukbar utvikling for Oslo Børs.

**Morten Jensen og Paul Harper**



## 5 Energimarkedene

### 5.1 Oljemarked

**Oljemarkedet i 2022 var sterkt preget av Russlands invasjon av Ukraina og økende global resesjonsfrykt. Oljeprisen startet 2022 på 79 dollar fatet, nådde en topp på 128 dollar i mars, og var tilbake til 86 dollar ved årets slutt. Første halvår i 2022 var sterkt preget av Ukraina-krigen, som ga et kortvarig men kraftig fall i russisk oljeproduksjon. Russisk oljeproduksjon kom relativt raskt opp fra den dype bunnen, og i andre halvår begynte økende resesjonsfrykt å prege oljemarkedet. Selv ikke signalene fra OPEC, som lanserte et kutt i oktober, kunne hindre den svake prisutviklingen.**

#### Svak global vekst tynger etterspørselen

Flere faktorer vil prege oljemarkedet i 2023. For den globale oljeetterspørselen blir to temaer overskyggende. Det første er den pågående bremsen i verdensøkonomien med laber vekst i Europa og USA. Det andre er den brå omleggingen av Kinas koronastrategi.

Svakere global økonomisk vekst i 2023 vil prege veksten i verdens oljeetterspørsel. Kun basert på historiske korrelasjoner med global BNP-vekst, ville oljeetterspørselsveksten ha blitt meget svak i 2023. Vi forventer imidlertid sterk vekst i verdens oljeetterspørsel i 2023 som ligger over trendvekst. Gjenåpningen i Kina er ventet til å føre til en tilnærmet normalisering av mobilitet gjennom 2023, med normalisering av mobilitet både på vei og i luft. Dette blir trolig nøkkelen til den sterke oppgangen i globalt oljeforbruk i år. Det største bidraget vil komme fra Kina, men også i andre fremvoksende økonomier i Asia er det potensiale for gjeninnhentningseffekter på oljeetterspørselen. Vi anslår at global oljeetterspørselsvekst blir 1,4 millioner fat per dag (mfd) i 2023, noe som er vesentlig høyere enn den langsiktige trendveksten på 1,1 mfd. Av dette utgjør oppgangen i Kina halvparten.

#### Sanksjoner mot russisk olje

For tilbudssiden er det tre viktige drivere for 2023: sanksjonene mot russisk olje, veksten i amerikansk skiferolje og størrelsen på OPECs produksjonskutt.

Det er ingen tvil om at russisk oljeproduksjon overrasket på oppsiden i fjor med relativt høy og stabil produksjon i andre halvår. EUs oljeembargo og G7-landenes pristak på russisk råolje ble innført 5. desember 2022. Til tross for dette, ser russisk oljeeksport ut til å ha holdt seg relativt sterk hittil. Neste utfordring for russisk

oljeproduksjon blir EUs embargo og G7-landenes pristak på russiske oljeprodukter, som trer i kraft i 5. februar. Det var forventninger om et betydelig fall i russisk oljeproduksjon som følge av disse sanksjonene og tiltakene, men det ser ikke ut til å inntreffe. Vi forventer at russisk oljeproduksjon faller med mindre enn 5 prosent i første halvår 2023, hovedsakelig som følge av at Russland får problemer med logistikken og avsetningen for sine oljeprodukter.

#### Moderat oppsving for skiferolje

Amerikansk skiferolje har vært den viktigste faktoren for veksten i verdens oljeproduksjon de siste ti årene. Til tross for at skiferoljeselskapene har sterke balanser og betydelig fri kontantstrøm, anslår vi en moderat vekst i skiferoljeproduksjonen i 2023 og 2024. Hovedgrunnen til dette er begrenset ledig kapasitet i oljeserviceindustrien, og vi forventer lite ekspansjon av denne kapasiteten gjennom året. Det betyr at oljeselskapene vil slite med kostnadsinflasjon og at oppgangen i investeringene primært vil gå til inflasjon heller enn aktivitetsøkning. Ettersom produksjonsveksten blir begrenset av kapasiteten i serviceindustrien, mister amerikansk skiferolje delvis sin posisjon som svingprodusent.

#### Produksjonskuttet fra OPEC vedvarer

OPEC+ overrasket markedet med et kutt på 2 mfd i oktober i fjor, og vi forventer at gruppen holder produksjonskvotene på disse nivåene gjennom 2023. Samtidig er faktisk produksjon fremdeles på et høyt nivå hos de viktigste produsentene i Midtøsten. Det betyr at de har evnen til å kutte mer, dersom oljemarkedet svekkes mer enn antatt. Derimot, om veksten i global oljeetterspørsel blir sterkere enn vi legger til grunn, kan OPECs reelle ledige produksjonskapasitet bli utfordret.

#### Stigende oljepris gjennom 2023

Vår oljemarkedsbalanse tilsier et moderat tilbudsoverskudd i første halvår, som snur til et moderat tilbudsunderskudd i andre halvår. Vi forventer et økende fokus på den begrensede ledige produksjonskapasiteten i andre halvår når oljemarkedsbalansen strammer seg til. Denne utviklingen i den fundamentale oljemarkedsbalansen, gir trolig stigende oljepriser gjennom 2023.

#### Oljeprisestimater. Brent i USD/fat

	Q1-23	Q2-23	Q3-23	Q4-23	2024	2025
DNB Markets	90	95	105	105	95	90
Futureskurve	88	87	86	84	81	76
Bloomberg*	90	89	86	86	86	85

Kilde: DNB Markets/Bloomberg \*-median konsensus 25.jan

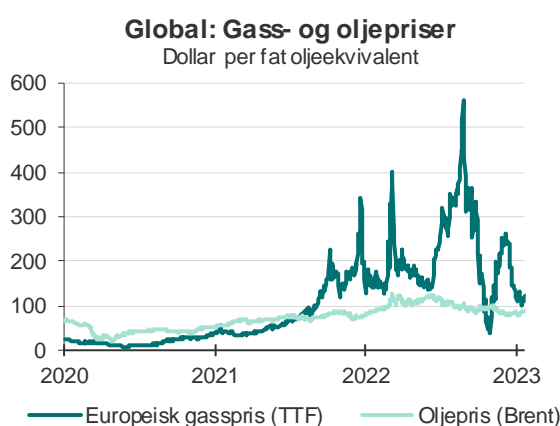
Helge André Martinsen og Tobias Ingebrigtsen

## 5.2 Europeisk gassmarked

Fjoråret var et begivenhetsrikt år for det europeiske gassmarkedet, og kommer til å gå i historiebøkene som året Russland brukte gasseksporten som et geopolitisk våpen. De europeiske gassprisene holder seg trolig vesentlig høyere enn normalt i flere år fremover, men usikkerheten er stor. Hvorvidt tilgangen på LNG holder seg på rekordhøye nivåer, blir en kritisk usikkerhetsfaktor.

### Enorm prisvolatilitet og stor usikkerhet

Russland var frem til nylig Europas største kilde for naturgass. Allerede før invasjonen av Ukraina, hadde landet begynt å strupe denne tilførselen. Russisk rørgasseksport til Europa falt til 70 millioner kubikkmeter per dag, ned fra omtrent 400 millioner kubikkmeter per dag i 2021. Da Nord Stream-1 rørledningen, som forsynte nordvest-Europa med nesten 160 millioner kubikkmeter per dag, brått ble stengt av Russland, og senere utsatt for sabotasje, så det veldig utfordrende ut for den europeiske gassbalansen.



Utviklingen i de europeiske gassprisene, sammenlignet med oljepris, illustrerer hvor ekstremt og volatil det europeiske gassmarkedet har vært. Gassprisen TTF steg fra rundt 200 dollar per fat oljeekvivalenter i starten av 2022, til sitt høyeste godt over 500 dollar per fat oljeekvivalenter. Prisrekorden vitner om et nærmest dysfunksjonelt marked som fryktet betydelig gassmangel. Siden har gassprisen trukket godt ned.

### Høy gasspris dempet etterspørselen

I gassmarkedet produseres og konsumeres gassen løpende, og lagrene er bygget for å håndtere de store sesongmessige svingningene i gasskonsum. Det er ikke bygget lagre i Europa som er dimensjonert for å kunne forsyne kontinentet med gass over lengre perioder med

alvorlige tilbudsforstyrrelser. Nedgangen i russisk gasstilførsel, og frykten for en ytterligere struping av tilførselen, førte til at vi gikk inn i sommeren med stor usikkerhet om hvordan Europa skulle kunne fylle opp lagrene sine nok til å komme seg gjennom vinteren. Dette førte til et voldsomt press på gassprisen, og på det meste var gassutgiftene til EU tilsvarende 7-9 prosent av dets bruttonasjonalprodukt. I siste halvdel av 2022, ga de høye prisene en effekt på gassbruken, og sammen med EUs energisparingstiltak, ble det kraftig nedgang i etterspørselen. Hardest gikk det utover industrien, der bruken av gass er stabilisert rundt 30 prosent under normale nivåer. Nedgangen i gassbruken i kraftgenerering var mindre. Det skyldes lavere kraftgenerering fra andre kilder, takket være midlertidige forhold som den usedvanlig tørre sommeren for vannkraften, lave vindhastigheter, og franske atomkraftverk med omfattende teknisk nedetid.

### En varm vinter og økt LNG reddet Europa

Redningen for Europa kom i form av unormalt høye vintertemperaturer og rekordhøy import av flytende naturgass (LNG). Gassetterspørselen er veldig temperatursensitiv, og om vinteren går mesteparten av gassen til oppvarming. En varm vinter betyr dermed vesentlig lavere etterspørsel. Etter den russiske invasjonen, vedtok EU en kraftig utbygging av importkapasitet for LNG. Utbyggingen av flytende LNG-terminaler økte importkapasiteten betraktelig innen kort tid. Dette gjorde det mulig å kompensere mye av bortfallet av russisk gass med LNG fra verdensmarkedet. Mesteparten var gass som naturlig hører hjemme i Asia, og spesielt Kina. Europa har rett og slett utkonkurrert Asia på pris i kampen om LNG-lastene. Nå er gasslagrene i Europa historisk høye, og det ser vesentlig lysere ut for energisikkerheten enn vi fryktet for et halvt år siden.

### Stor usikkerhet om LNG fremover

Europa er helt avhengig av å kunne fortsette med LNG-importen på rekordnivåer de nærmeste årene. Den globale LNG-balansen er fortsatt stram, noe som betyr at europeiske gasspriser trolig holder seg vesentlig høyere enn normalt i flere år fremover. Dersom LNG-etterspørselen fra Asia, og særlig Kina, tar seg mer opp, kan det gi en ny prisrigg. Ettersom energisikkerhetssituasjonen i Europa er vesentlig forbedret, ser vi likevel neppe gasspriser på samme nivå som sommeren 2022. Dersom russisk gasseksport igjen, mot formodning, øker til tidligere nivåer i løpet av 2023, vil det føre til et dramatisk fall i europeiske gasspriser.

Helge André Martinsen og Tobias Ingebrigtsen

## 6 Anslagstabell Norge

Norge: Makroøkonomiske hovedstørrelser. Anslag 2022-2026							
	2021	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Realøkonomi <sup>1)</sup>	Mrd.	Endring i prosent					
<b>Privat forbruk</b>	1618	4.5	6.9	0.4	1.0	1.3	1.4
<b>Offentlig forbruk</b>	972	4.9	0.0	1.9	1.2	1.1	1.1
<b>Bruttoinvesteringer i fast kapital</b>	974	-1.2	3.8	-3.3	2.4	2.0	1.9
- Oljevirkosomhet	177	-2.1	-7.1	-5.3	9.2	3.0	2.0
- Fastlands-Norge	796	1.1	6.4	-2.9	1.0	1.8	1.9
- Bedriftene	362	4.3	15.3	-3.1	-0.7	0.5	1.5
- Boliger	219	3.0	-3.0	-5.5	3.7	3.9	2.4
- Offentlig forvaltning	216	-5.7	0.7	-0.1	1.9	2.0	2.0
<b>Etterspørsel fra Fastlands-Norge</b>	3386	3.8	4.8	0.0	1.1	1.3	1.4
<b>Eksport i alt</b>	1754	5.5	2.7	2.7	1.5	1.6	1.2
- Råolje og naturgass	891	2.9	-1.5	4.6	2.1	0.4	-0.5
- Tradisjonell eksport	486	4.6	-0.8	0.5	0.7	2.3	2.0
<b>Import i alt</b>	1213	1.7	12.8	1.6	1.6	2.0	1.9
- Tradisjonell import	820	5.7	4.2	0.0	1.7	1.7	1.6
<b>BNP</b>	4210	3.9	3.3	0.9	1.3	1.2	1.1
- Fastlands-Norge, sj.	3286	4.1	3.7	0.5	1.2	1.2	1.3
<b>Arbeidsmarked</b>							
Sysselsatte, 1000 personer	2784	1.3	3.9	-0.2	0.2	0.2	0.3
Arbeidsledighetsrate, AKU *		4.4	3.2	3.4	3.8	4.0	4.1
Registrerte ledige *		2.7	1.8	2.1	2.5	2.9	3.0
<b>Priser og lønninger</b>							
Årslønn		3.5	4.0	4.8	4.5	4.0	4.0
Konsumpriser		3.5	5.8	4.6	2.3	2.8	2.6
- KPIJAE		1.7	3.9	5.2	2.8	2.9	2.7
Bruktboligpriser		9.1	4.9	-2.6	2.1	2.5	4.8
Råoljepris i USD *		71	99	105	95	90	90
<b>Memo:</b>							
Husholdningenes sparerate *		13.8	4.7	2.7	4.8	5.9	7.1

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

Kilde: Statistisk sentralbyrå/DNB Markets

## 7 Rente- og valutaprognoiser

Styringsrenter					
Land	24-Jan-23	1 mnd	Apr-23	Jul-23	Jan-24
USA: Fed Funds	4.50	4.75	5.00	5.25	5.25
Euroland: Repo	2.50	3.00	4.00	4.25	4.25
UK: Bank rate	3.50	4.00	4.25	4.50	4.50
Sverige: Repo	2.50	3.00	3.25	3.50	3.50
Norge: Folio	2.75	2.75	3.00	3.25	3.25

Tre måneders pengemarkedsrenter					
Land	24-Jan-23	1 mnd	Apr-23	Jul-23	Jan-24
USA	4.82	5.00	5.25	5.25	5.15
Euroland	2.45	3.25	3.70	3.85	3.75
Storbritannia	4.09	4.25	4.50	4.55	4.30
Sverige	2.90	3.10	3.30	3.60	3.60
Norge	3.25	3.35	3.45	3.55	3.60

10 års swaprenter				
Land	24-Jan-23	Apr-23	Jan-24	
USA	3.46	3.75	3.25	
Euroland	2.82	3.25	2.50	
Storbritannia	3.66	4.00	3.25	
Sverige	2.72	3.00	2.50	
Norge	2.94	3.25	2.75	

Valutakurser			
Valutaprognose	24-Jan-23	Apr-23	Jan-24
EURUSD	1.09	1.10	1.20
EURGBP	0.88	0.88	0.90
EURSEK	11.10	11.00	10.80
EURNOK	10.66	10.70	10.40
SEKNOK	96.0	97.3	96.3
USDNOK	9.79	9.73	8.67
GBPNOK	12.15	12.16	11.56
Importveid kronekurs, I-44	114.1	114.5	111.0

**DISCLAIMER**

**This note (the “Note”) must be read in conjunction with published research notes and/or DNB Analyst Communication of DNB Markets. 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. Any use of non-DNB logos in this Note is solely for the purpose of assisting in identifying the relevant issuer. DNB is not affiliated with any such issuer.

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 see DNB Markets' website ([dnb.no/disclaimer/MAR](http://dnb.no/disclaimer/MAR)) for information in accordance with Market Abuse Regulation (MAR). This website contains information about our published investment recommendations and potential conflicts of interest. 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 any financial instrument and does not provide opinions, or recommendations with respect to securities of an issuer or an analysis of a security or an issuer. This Note is intended solely for Major U.S. Institutional Investors within the meaning of Rule 15a-6 under the U.S. Securities Exchange Act of 1934 and to such other U.S. Institutional Investors as DNB Markets, Inc. may determine. Distribution to non-Major U.S. Institutional Investors will be made only by DNB Markets, Inc., a separately incorporated subsidiary of DNB Bank that is a U.S. broker-dealer and a member of the Financial Industry Regulatory Authority (“FINRA”) and the Securities Investor Protection Corporation (“SIPC”). Any U.S. recipient of this Note seeking to obtain additional information or to effect any transaction in any security discussed herein or any related instrument or investment should contact DNB Markets, Inc., 30 Hudson Yards, 81st Floor, New York, NY 10001, telephone number +1 212-551-9800.



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