Macro Research

Konjunkturrapport

7. oktober 2020

Når støvet har lagt seg...

- Økonomisk gjeninnhenting bremses av fortsatt høy virusspredning globalt
- Korona-tilbakeslag for oljebransjen – utsiktene dempes av det grønne skiftet
- Norske boligpriser trekkes opp av lave renter – sårbarheten øker
- Penge- og finanspolitikken med mindre handlingsrom i årene som kommer

Handelsbanken

Innhold

Sammendrag
Når støvet har lagt seg... 3

Globalt bakteppe
Gradvis global gjeninnhenting 4

Norge
Økte boligpriser, men også økt sårbarhet 8

Norge
Strukturelle utfordringer for oljenæringen 14

Penge- og finanspolitikk
Mindre handlingsrom i den økonomiske politikken 21

Renter
Gradvis oppgang i norske lange renter 26

Valuta
Langsom styrking av krona mot euroen 29

Nøkkeltall 32

Fraskrivningserklæring for analyse 33

Sammendrag

Når støvet har lagt seg...

Global og norsk økonomi henter seg fortsatt inn, men veksten har bremset i det siste. Norsk boligmarked vil trolig klare seg godt, men sårbarheten øker. For norske oljeleverandører er trenden klart negativ, både på kort og lang sikt. Regjering og sentralbank begrenses framover, og handlingsregelen kan komme under press. Styringsrenten skal trolig ikke opp før i 2022. Den norske krona er sårbar, men vi venter at den etter hvert vil kunne styrke seg til 10,50 mot euro.

Gradvis og moderat global gjeninnhenting
Etter et historisk kraftig tilbakeslag i den globale økonomien i vår, har aktivitetsveksten tatt seg markert opp i sommer. Nå viser imidlertid nøkkeltallene at veksten bremser. Vi venter en moderat videre gjeninnhenting de nærmeste årene ettersom covid-19-pandemiens avtrykk på økonomien tar tid å reparere. Prognosene våre tilsier et fall i globalt BNP i år på 4,1 prosent, før vi venter en vekst på 5,1 prosent neste år og 3,5 prosent i 2022. Trolig vil vi se lav kapasitetsutnytting, rekordlave styringsrenter og svekket etterspørsel etter norsk eksport gjennom prognoseperioden.

Svak norsk økonomi, men robust boligmarked
I april hadde norsk fastlands-BNP falt med 11 prosent fra toppen i februar. Etter gjenåpningen har økonomisk aktivitet tatt seg betraktelig opp igjen. Likevel var BNP-nivået i juli omtrent 5 prosent lavere enn i februar. For 2020 som helhet venter vi nå at BNP faller med 3,5 prosent, og i 2021-22 ser vi for oss en BNP-vekst på hhv 3,6 og 2,0 prosent. Til tross for god vekst i 2021-22, venter vi at norsk økonomi opererer under et normalt nivå ved slutten av vår prognosehorisont. Dette innebærer blant annet at ledigheten fortsatt vil være høyere enn i en normalsituasjon.

Til tross for koronakrisen, brukte ikke boligmarkedet lang tid på å komme seg til hektene. Sammen med gjenåpningen i vår avtok husholdningenes usikkerhet rundt de økonomiske utsiktene, og rentekuttene fra sentralbanken bidro dermed til en kraftig stimulans for boligmarkedet. Vi tror ikke at hele renteeffekten er tatt ut enda, og ser for oss en boligprisvekst rundt 4 prosent de neste par årene.

Nedadgående trend for oljenæringen
De oljerelaterte næringene har krympet i flere år og dette vil fortsette videre framover. I løpet av perioden 2014-2022, venter vi at sysselsettingen tilknyttet petroleumsvirksomheten vil ha falt med rundt 120 000 personer, det vil si nær en halvering. Allerede før koronakrisen var det klart at investeringene på norsk sokkel ville avta betydelig de kommende årene. Krisen har imidlertid fremskyndet tidspunktet for nedturen; oljeinvesteringene faller allerede fra i år. Skattetiltakspakken sørger for at nedgangen totalt sett blir mindre dyp, men den er like fullt reell. Næringen har imidlertid en større utfordring på lang sikt, da Paris-avtalen innebærer et markert fall i oljeforbruket i tiårene fremover.

Mindre handlingsrom
Finanspolitikken har kommet mange til unnsetning, og har skjermet husholdninger og bedrifter fra det verste koronasjokket i år. Men høy pengebruk nå, betyr nødvendigvis innstramming i årene som kommer, i alle fall hvis handlingsregelen skal overleve. Framover vil antakelig finanspolitikken bremse økonomisk vekst istedenfor å trekke den opp, slik vi har vært vant med siden tidlig på 2000-tallet. Med en styringsrente på null, er det begrenset hva mer sentralbanken kan gjøre. En enda lavere nøytral realrente reduserer også effekten av nullrenten på økonomien. Vi venter at sentralbanken ikke kan sette opp renten før mot slutten av 2022. Sentralbankens krevende dilemma i årene som kommer blir å veie ønsket om å stimulere økonomien opp mot ønsket om å begrense sårbarhet forårsaket av vedvarende lav rente.

Gradvis oppgang i lange norske renter
Vi venter at en oppgang i internasjonale lange renter, i takt med videre bedring i økonomisk aktivitet, vil bidra til en oppgang også i norske lange renter. Vårt anslag innebærer at den norske tiårige swaprenten stiger til 1,65 prosent mot slutten av 2022.

Langsom styrking for sårbar norsk krone
Den sterke kroneutviklingen gjennom våren og sommeren har blitt reversert siden september, i takt med tilbakevendende usikkerhet i markedene og avtakende økonomisk vekst blant våre største handelspartnere. Denne usikkerheten, som i stor grad avhenger av utviklingen i pandemien, vil trolig være en tungtveiende faktor for utviklingen i kronekursen også fremover. Mot euro ser vi for oss at krona kan styrke seg til 10,50 mot slutten av prognoseperioden i 2022.

Globalt bakteppe

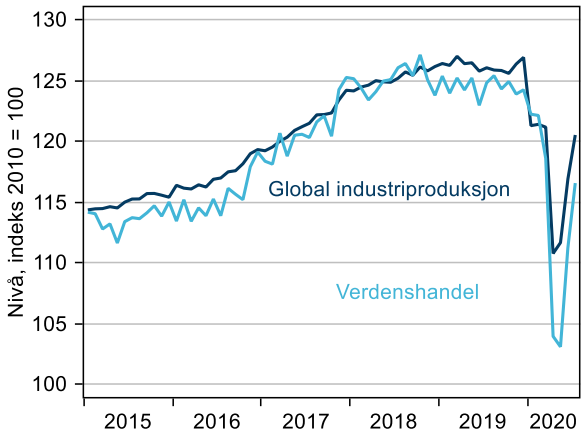
Gradvis global gjeninnhenting

Etter et historisk kraftig tilbakeslag i den globale økonomien i vår, har aktivitetsveksten tatt seg markert opp i sommer. Nå viser imidlertid nøkkeltallene at veksten bremser. Vi venter en moderat videre gjeninnhenting de nærmeste årene ettersom covid-19-pandemiens avtrykk på økonomien tar tid å reparere. Samlet vil det bety lavere enn normal kapasitetsutnytting internasjonalt, rekordlave styringsrenter og svekket etterspørsel etter norsk eksport gjennom prognoseperioden.

Verdensøkonomien opp i knestående

Siden vår forrige konjunkturrapport i april, har makrodata bekreftet at verdensøkonomien har hentet seg delvis inn etter vårens historiske vekstkollaps. Samtidig er vår forventning styrket om at nye smitteutbrudd og generell usikkerhet rundt det videre pandemiforløpet vil dempe gjeninnheningen. Etter en kraftig rekyl i økonomisk aktivitet i kjølvannet av lettelser i smitterestriksjonene, har den økonomiske statistikken nå vist tegn til at veksten har bremset. Framoverskuende indikatorer tyder også på at den videre gjeninnhentingen vil fortsette i rykk og napp.

Makrodata bekrefter en viss gjeninnhenting



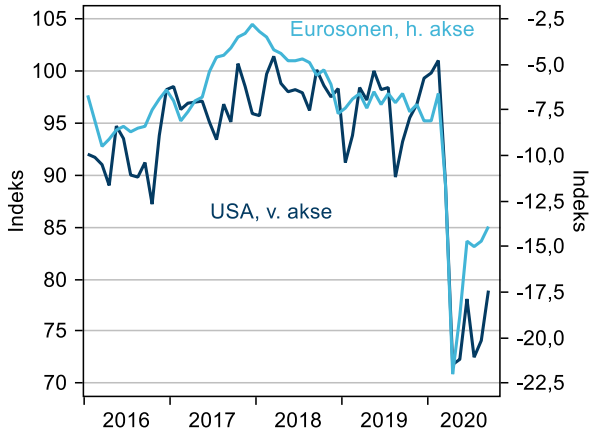
Kilder: Macrobond og CPB

Den økonomiske politikken er også i ferd med å skifte fokus. I den akutte fasen av koronakrisen var tiltakene først og fremst rettet mot å forhindre en finansiell kollaps med en rekke konkurser. Nå er politikerne og sentralbankene i ferd med avgrense de tidlige støttepakkene, men vil allikevel trolig videreføre brede stimulanser. Det venter vi vil bidra til at de finansielle forholdene forblir fordelaktige for finansmarkedene, med lave renter og fortsatt jakt etter avkastning for investorer.

Fra kraftig rekyl til krevende gjeninnhenting

Etter et raskt oppsving i økonomisk aktivitet i vår og sommer, tyder altså økonomiske nøkkeltall nå på at veksten har bremset globalt. Veksten i utenrikshandelen, foretaksinvesteringene og husholdningenes konsum ser ut til å avta. Vi venter at den videre gjeninnhentingen i verdensøkonomien vil fortsette i et moderat tempo.

Konsumenttilliten flater ut på lave nivåer



Kilder: Macrobond og Bloomberg

Det er særlig tre forhold som underbygger denne forventningen. For det første, har etterspørselen i økonomien blitt dempet av høyere arbeidsledighet og inntektsbortfall som følge av det kraftige aktivitetsfallet i vår. Det vil ha negative konsekvenser for verdiskapningen også i tiden fremover. For det andre, vil smittevernsrestriksjonene fortsatt påvirke økonomisk aktivitet så lenge pandemien ikke er bekjempet. Trolig vil gjeninnhentingen forsinkes av gjenværende smittevernsrestriksjoner, nye lokale nedstengninger og frivillig sosial distansering en god stund fremover. Vi ser nå stadig flere land og regioner der smittevernstiltakene strammes inn, eller ikke lenger mykes opp. For det tredje, utgjør den store usikkerheten rundt den økonomiske utviklingen fremover i seg selv en motvind for videre gjeninnhenting. Det kan føre til at selskapene utsetter investerings- og ansettelsesbeslutninger.

To steg frem, ett steg tilbake

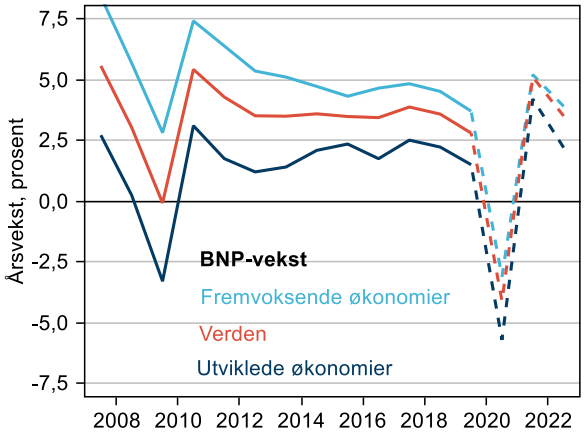
Pandemien har altså ført til et historisk stort fall i den økonomiske aktiviteten, og er også et helt sentralt forhold i våre forventninger til det globale vekstbildet de nærmeste årene. Nye større smitteutbrudd i USA og Europa de siste månedene har bidratt til å styrke vår forventning fra april om at gjeninnhentingen vil preges av to steg frem og ett tilbake. Pandemien vil utgjøre et stort usikkerhetsmoment for økonomien inntil vi har en allment tilgjengelig vaksine. For øyeblikket er over 200 ulike vaksiner i forskjellige faser av utvikling. Ett titalls vaksinekandidater har startet testing på mennesker, mens noen lovende kandidater allerede har startet siste testfase. Ifølge OECD, er konsensus blant ledende epidemiologer og eksperter at pandemien fortsatt vil prege verden de neste 12 til 18 månedene. Den mest positive enden av dette utfallsrommet vil kreve at en effektiv vaksine snart blir klar, og at den kan distribueres raskt til prioriterte grupper på verdensbasis. Kanskje vil også verdensøkonomien på noen områder være preget av pandemien selv etter den er bekjempet[1].

Vi legger til grunn at global vaksinering vil starte i 2021

Politikerne bidrar til å holde hjulene i gang

Ifølge vår prognose, vil globalt BNP falle med 4,1 prosent i år. Bak prognosen ligger en sterk rekyl i andre halvår etter kollapsen i vår. I de kommende årene regner vi med fortsatt omfattende stimulanser fra både finans- og pengepolitikken. Det er ikke åpenbart at gjeninnhentingen ennå kan stå på egne ben, og vi forventer at politikere og sentralbanker har lært leksen fra finanskrisen da stimulansene ble trukket for raskt tilbake. Så langt viser da heller ikke sentralbankene noen tegn til å ville stramme inn pengepolitikken. I stedet signaliseres det rekordlave renter i flere år fremover til tross for at den mest akutte fasen av koronakrisen trolig er tilbakelagt. Selv om vi ikke har fått nye pengepolitiske grep de siste månedene, synes lettelser allikevel mer sannsynlig enn en innstramming.

Gjeninnhenting etter historisk kollaps



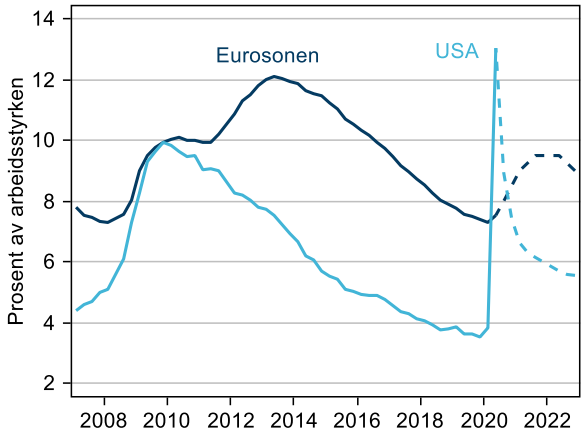
Kilder: Macrobond og Handelsbanken

På den andre siden begynner mange av vårens akutte finanspolitiske støttepakker å bli ineffektive eller for dyre for å opprettholde fremover. Dermed vil politikerne i tiden fremover måtte balansere risikoen knyttet til en for generøs pengebruk med behovet for en generelt ekspansiv finanspolitikk. Vår forventning er at politikerne i stort vil lykkes i denne balansegangen i tiden fremover. Samlet ser vi for oss en videre moderat gjeninnhenting i den globale økonomien. Prognosene våre tilsier en vekst i global BNP på 5,1 prosent neste år og 3,5 prosent i 2022.

Til tross for tilsynelatende høye vekstprognoser de neste to årene, er det fortsatt et godt stykke igjen til global BNP tar igjen det tapte. Det svake etterspørselsbildet vil føre til at arbeidsledigheten i store deler av verden bare vil avta svært gradvis i tiden fremover. Fortsatt høy arbeidsledighet vil bidra til å holde lønnsveksten nede, og vi venter at inflasjonen vil bli liggende under inflasjonsmålet i både eurosonen og USA de nærmeste årene.

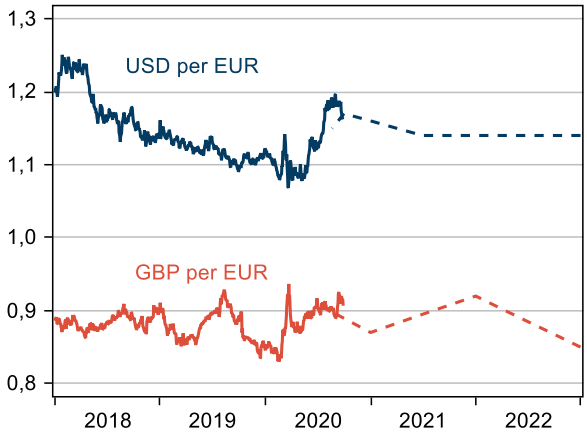
[1] For mer om de langsiktige effektene av pandemien, se egen temaartikkel i Global Macro Forecast October 2020

Lang vei tilbake for arbeidsmarkedene



Kilder: Macrobond, BLS, Eurostat og Handelsbanken

Forventer at dollaren styrker seg noe



Kilder: Macrobond og Handelsbanken

Markedene får støtte av sentralbankene

Den svært ekspansive pengepolitikken innebærer fortsatt støtte til aktivapriser. Som et eksempel, har boligprisene i mange land holdt seg godt oppe gjennom koronakrisen. Aksjemarkedene har også fått en kraftig rekyl etter større fall i februar og mars.

Vi venter at de største sentralbankene vil holde renten uendret på dagens nivå de nærmeste årene. Det vil bidra til at korte markedsrenter holder seg nær null de fleste steder, og godt under nullstreken i eurosonen. Vi ser for oss at de lange markedsrentene vil stige noe fra dagens nivå ettersom den økonomiske aktiviteten tar seg videre opp. Til tross for en forsiktig oppgang i lange renter, vil nivåene stadig holde seg svært lave i en historisk sammenheng.

Vi venter fortsatt lave renter i hele prognoseperioden

Valutauro i forkant av brexit og amerikansk valg

Valutamarkedene preges av spesifikk risiko knyttet til brexit og det amerikanske valget, i tillegg til endringer i den generelle risikoappetitten i finansmarkedene. Vårt hovedscenario for brexit er at partene ikke vil oppnå en komplett handelsavtale innen fristen ved utgangen av året. Samtidig tror vi at Storbritannia og EU vil finne løsninger på noen de mest kritiske områdene som flytrafikk og transport av medisiner. En slik løsning vil allikevel trolig føre til at eksport av varer og tjenester mellom partene fra neste år av ikke lenger vil være tollfri, noe som særlig vil ramme britisk eksport og foretaksinvesteringer.

Sammenhengen mellom utviklingen i den amerikanske dollaren og det amerikanske valget er sammensatt. Dersom vi skulle få et uklart resultat fra valget med et potensielt dramatisk etterspill, vil det kunne skape frykt i de finansielle markedene. Et slikt miljø støtter normalt den amerikanske dollaren. Målt mot euro, forventer vi at dollaren vil styrke seg noe de nærmeste årene. Anslaget er først og fremst knyttet til vår forventning om en svakere økonomisk situasjon i eurosonen enn i USA gjennom hele prognoseperioden.

Implikasjoner for norsk økonomi

Våre forventninger til den internasjonale økonomien tilsier at kapasitetsutnyttingen vil bli liggende under et normalt nivå ut hele prognoseperioden som ender i slutten av 2022. Det betyr at arbeidsledigheten vil ligge på høyere nivåer enn i forkant av koronakrisen, og at etterspørselen mot norsk eksportsektor bare vil ta seg gradvis opp. EU-landene utgjør vår desidert største eksportdestinasjon, og vi venter at gjeninnhentingen der vil bli tammere enn mange andre steder. Det skyldes blant annet at regionen ble svært hardt rammet av den første smittebølgen og at smitten igjen har steget til høye nivåer. I tillegg har mange land begrenset rom i finanspolitikken til å stimulere økonomien de nærmeste årene. Det betyr at norsk eksportnæring de neste årene vil stå overfor et svakt etterspørselsbilde som forverres noe av at eurosonen ifølge våre prognoser vil bruke enda noe lengre tid på veien til en normal situasjon. Samlet vil en gradvis bedring av den globale økonomiske situasjonen føre til at tradisjonell norsk eksport vil vokse i et moderat tempo de nærmeste årene.

Koronakrisen har rammet etterspørselen etter olje spesielt hardt. Smittevernsrestriksjoner har ført til at flyreisetrafikken har falt dramatisk, og biltrafikken ble også hardt rammet særlig i den tidlige fasen med

nedstengninger. Dermed har oljeprisen falt med rundt 25 USD per fat siden starten av året. Det har ført til lavere investeringer på norsk sokkel både i år og neste år. Oljeinvesteringene er for øvrig beskrevet i mer detalj i eget kapittel. Kronen har også svekket seg i kjølvannet av oljeprisfallet. Fremover legger vi til grunn at oljeprisen skal stige i linje med markedets fremtidspriser, og nå omtrent 45 USD per fat ved utgangen av prognosehorisonten.

Norges Banks forventninger til global vekst er litt mer optimistiske enn våre, men forskjellen er liten. I følge våre prognoser vil internasjonale sentralbanker holde styringsrentene på dagens nivå ut 2022. Disse anslagene er godt i tråd med Norges Banks forventninger, og vil i så fall bety at internasjonale renter ikke vil være en faktor som trekker rentebanen opp her hjemme. Med en forsiktig stigende oljepris og bedret risikosentiment i kapitalmarkedene, vil kronen også kunne styrke seg noe gjennom prognosehorisonten. Det venter også Norges Bank. Samlet tilsier våre forventninger til den internasjonale utviklingen at Norges Bank kan videreføre en svært ekspansiv pengepolitikk innenfor vår prognosehorisont. Pengepolitikken her hjemme drøftes i mer detalj i eget kapittel.

Norge

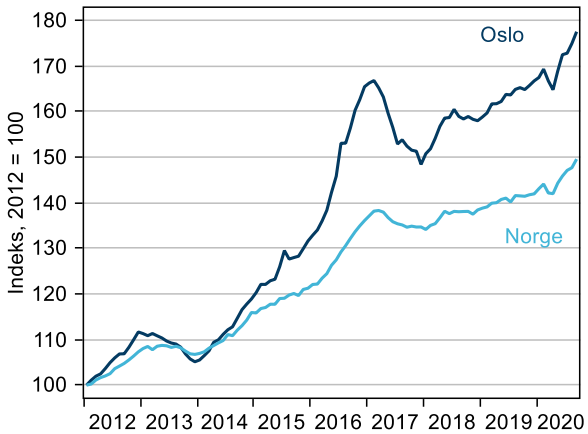
Økte boligpriser, men også økt sårbarhet

Boligmarkedet brukte ikke lang tid på å riste av seg koronakrisen. Usikkerheten rundt norsk økonomi har blitt klart mindre i løpet av det siste halve året, og i en slik situasjon utgjør de lave rentene en kraftig stimulans for boligmarkedet. Vi tror heller ikke at hele renteeffekten er tatt ut enda, men minner samtidig om at økt opplåning også innebærer økt sårbarhet blant norske husholdninger. Det er særlig tilfellet i en situasjon hvor styringsrenten allerede er nær sitt antatt nedre gulv.

Kortvarig nedtur avløst av ny prisoppgang

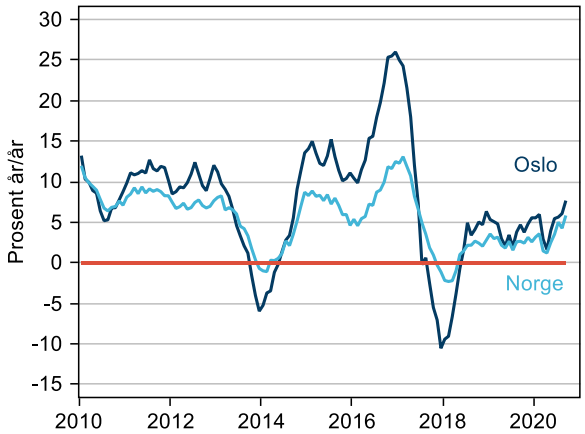
I vår forrige Konjunkturrapport fra april argumenterte vi for at boligmarkedet var preget av kortvarig nedsiderisiko. Vi så for oss at hovedeffekten av koronakrisen ville være en svakere prisøkning over tid, sammenlignet med det som var forventningene før krisen. I ettertid er det lett å se at vi kunne vært enda mer optimistiske på boligprisenes vegne. Vel falt boligprisene i starten av koronakrisen, men markedet brukte bare to måneder på å hente seg inn igjen. Den påfølgende prisoppgangen har vært forholdsvis solid. Både for landet som helhet og for Oslo, kan det se ut til at prisene har returnert til prisbanen fra før krisen.

Boligprisindekser, sesongjustert



Kilde: Macrobond

Boligpriser i Oslo og Norge totalt, årsvekst



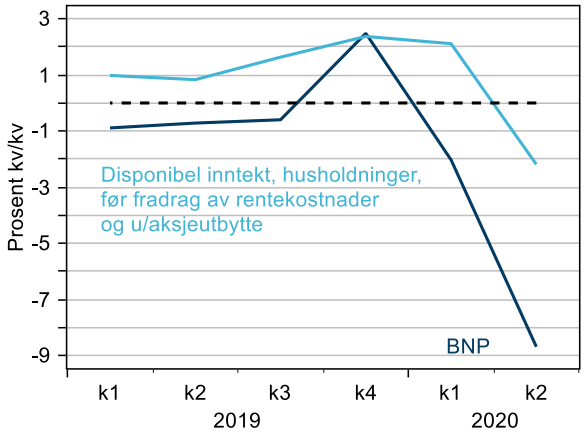
Kilde: Macrobond

Derfor har ikke boligmarkedet kollapset

Vi ser flere grunner til at boligmarkedet har klart seg godt gjennom koronakrisen. Før det første var markedet preget av god balanse og moderat prisvekst inn mot krisen. Ferdigstillelsen av nye boliger var også ytterligere på vei ned. Med andre ord var ikke markedet preget av et overheng på tilbudssiden. Myndighetene var også raskt ute med å øke bankenes fleksibilitet overfor låntagerne, i tillegg til å skjerme privat sektor fra deler av nedgangen i nasjonalinntekten. Mens brutto nasjonalprodukt, regnet i løpende priser, falt med nærmere 9 prosent i andre kvartal, falt husholdningenes disponible inntekter med «bare» 2,2 prosent; endring i rentekostnader og aksjeutbytter holdt utenom[2]. Riktignok falt lønnsinntektene markert i andre kvartal, noe som må ses i lys av permitteringene i forbindelse med pandemien. Men nedgangen ble delvis veid opp av økte offentlige stønader og pensjoner.

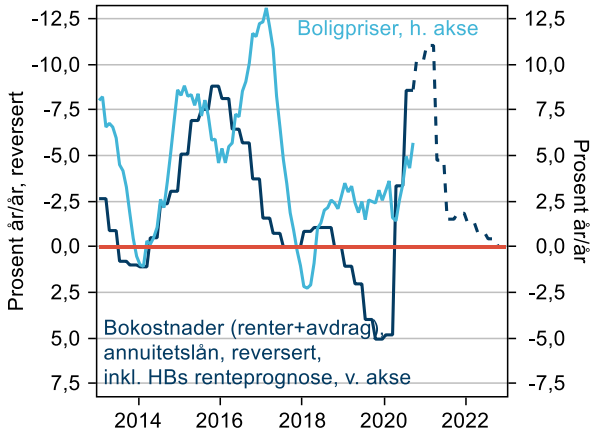
[2] Vi ser i første omgang bort fra fallet i rentekostnadene, ettersom disse ble redusert som følge av rentekuttene fra Norges Bank; ergo, disponible inntekter, som i utgangspunktet skal beregnes etter fradrag for rentekostnader, falt enda noe mindre enn oppgitt i teksten. Videre er norske husholdninger relativt lite eksponert mot aksjemarkedet. Ved å rense tallene på denne måten finner vi et uttrykk for husholdningenes «underliggende» inntektsutvikling i andre kvartal.

Aggregerte inntekter, kv/kv (ses.just)



Kilde: Macrobond

Boligpriser og bokostnader



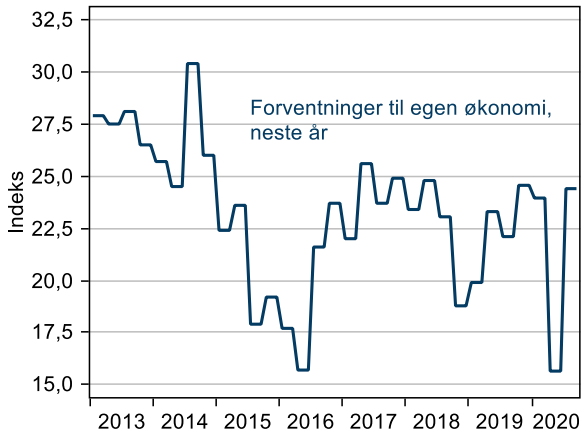
Kilder: Macrobond og Handelsbanken

Husholdningene er skjermet fra det verste inntektsbortfallet

Bidraget fra Norges Bank

Når det er sagt, er det først og fremst de historiske rentekuttene fra Norges Bank som har stimulert boligmarkedet den siste tiden. Rentekuttene har sørget for at et standard annuitetslån har blitt om lag 15 prosent billigere å betjene under koronakrisen. Dette reflekterer i prinsippet en tilsvarende økning i «kjøpekraften» i boligmarkedet. Men renten fungerer ikke i et vakuum. Dersom konsumenttilliten hadde bitt seg fast på lave nivåer, med potensielle boligkjøpere sittende på gjerdet, ville vi nok sett at boligprisene hadde falt uansett; lave renter eller ei. Nettopp derfor var atferden til husholdningene noe av det mest usikre under starten av koronakrisen. I ettertid vet vi at optimismen blant norske husholdninger – i hvert fall på egne vegne, kom seg relativt raskt opp igjen.

Konsumenttillit



Kilde: Macrobond

Mange har kommet godt ut av krisen

Når det er sagt, er det ikke fritt frem for norske husholdninger å øke sin opplåning, og boliglånsforskriften setter også som krav at 15 prosent av boligverdien skal finansieres ved hjelp av egenkapital. Ikke minst setter boliglånsforskriften et tak, i den forstand at den samlede gjeldsgraden ikke skal overstige 5 ganger brutto inntekt. Dermed må også de potensielle virkningene av rentekuttene fra Norges Bank ses opp mot gjeldssituasjonen for norske husholdninger.

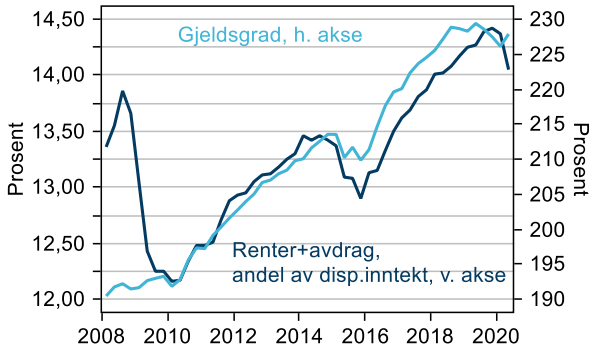
Vi starter med noen observasjoner:

- Gjeldsgraden blant husholdningene, som beskriver forholdet mellom gjeld og disponibel inntekt, hadde toppet ut og tatt seg litt ned i forkant av koronakrisen. Med andre ord vokste

de aggregerte inntektene noe raskere enn det samlede gjeldsopptaket blant husholdningene.

- Vel har husholdningenes disponible inntekter gått noe ned det siste kvartalet. Men renter og avdrag, som andel av husholdningenes disponible inntekter, har falt i løpet av denne perioden. Det er nettopp rentekuttene fra Norges Bank som har sørget for dette.

Husholdningenes gjeld og boligkostnader



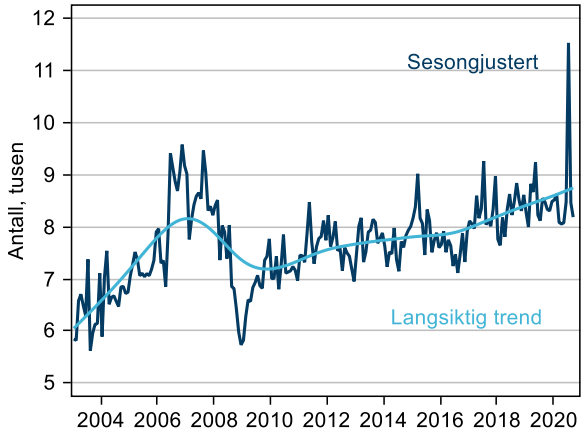
Gjeldsgrad: Gjeld som andel av disp. inntekt akkum.over 4 kvartaler
Disponibel inntekt: Disp inntekt u/utbytte, før renteutgifter
Renter og avdrag: Annuitetslån

Kilder: Macrobond, Norges Bank og Handelsbanken

Mange har kommet (økonomisk) godt ut av krisen, takket være rentekuttene fra Norges Bank

Disse beregningene illustrerer at det er mange som har kommet (økonomisk) godt ut av koronakrisen. Her er vi også ved et relevant sidepoeng, nemlig at koronakrisen har rammet norsk økonomi, og dermed arbeidsmarkedet, på en skjev måte. Krisen har gått særlig utover tjenesteproduserende sektorer. Forskning på norske mikrodata viser at koronakrisens første, og mest intense fase, først og fremst gikk utover de med lave inntekter, lave timelønninger og lav utdannelse.[3] Det er neppe disse som har drevet opp boligprisveksten i det siste. For mange andre har altså renter og avdrag, som andel av disponibel inntekt, kommet ned til et lavere nivå enn før koronakrisen. For de som ikke var helt oppe ved gjeldstaket allerede (fem ganger brutto inntekt), eller eventuelt fikk noe mer fleksibilitet innvilget fra bankene, ble nok deler av den omtalte kjøpekraftsforbedringen hentet ut relativt raskt i budrundene. Den høye aktiviteten i boligmarkedet i sommer tyder på nettopp det. Det kan også ha spilt en rolle at mange var hjemme i denne perioden, som kan ha gitt uvanlig høy aktivitet i boligmarkedet sammenlignet med hva vi ellers ser på den tiden av året. Det vi uansett kan notere oss, er at antall bruktboliger lagt ut for salg og antall transaksjoner i en periode var oppe i svært høye nivåer. Før de tidlig i høst begynte å komme seg ned igjen til mer normale nivåer. Disse endringene tyder nettopp på at mange var raskt ute med å gjennomføre ønskede eierskifter i boligmarkedet. Her merker vi oss også at bankene har rapportert om en rask økning i utlånsvolumene gjennom sommeren; jamfør Norges Banks siste utlånsundersøkelse.

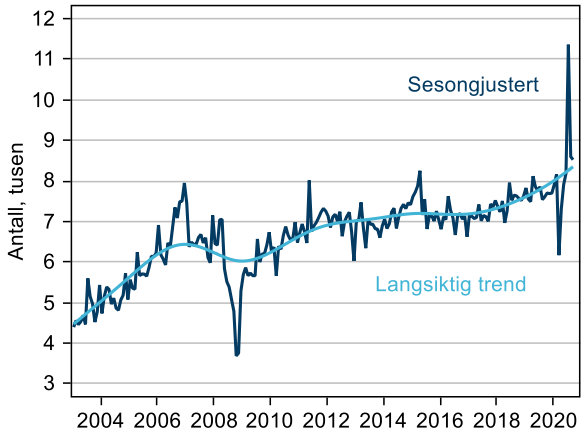
Boligmarkedet: Antall boliger lagt ut for salg



Kilde: Macrobond

[3] Annette Alstadsæter, Bernt Bratsberg, Gaute Eielsen, Wojciech Kopczuk, Simen Markussen, Oddbjørn Raaum og Knut Røed. 7.mai 2020. «The first weeks of the coronavirus crisis: Who got hit, when and why? Evidence from Norway." Centre for Economic Policy Research

Boligmarkedet: Gjennomførte transaksjoner



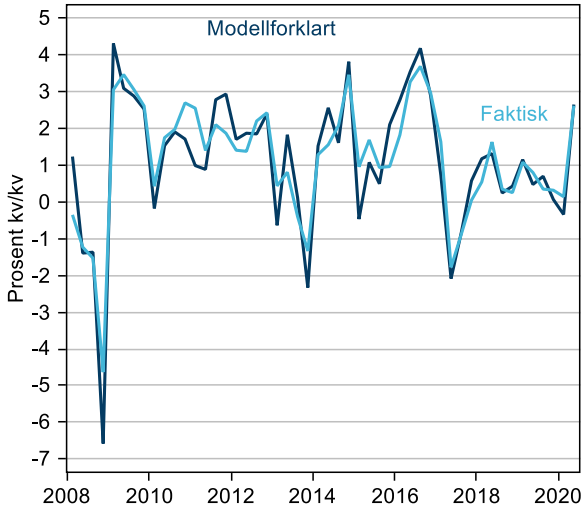
Kilde: Macrobond

Hvor mye mer kan prisene stige? En skisse

I det følgende ser vi nærmere på mulighetene for videre prisoppgang i boligmarkedet. Diskusjonen tar utgangspunkt i en enkel modell, som ivaretar både kort- og langtidsvirkninger i boligmarkedet. Langtidseffektene bestemmes ut i fra utviklingen i sentrale etterspørselsfaktorer slik som demografi og sysselsetting, inntekter og gjennomsnittlig boliglånsrente, sett i forhold til utviklingen på tilbudssiden. Boliglånsforskriften er forsøkt ivaretatt ved at endringene i bankenes kredittpraksis også er inkludert som en forklaringsfaktor.

Figuren under viser at modellen, som er estimert på kvartalsvise data, forholdsvis godt kan forklare den utviklingen vi har sett i boligprisene over de siste drøye 10 årene.

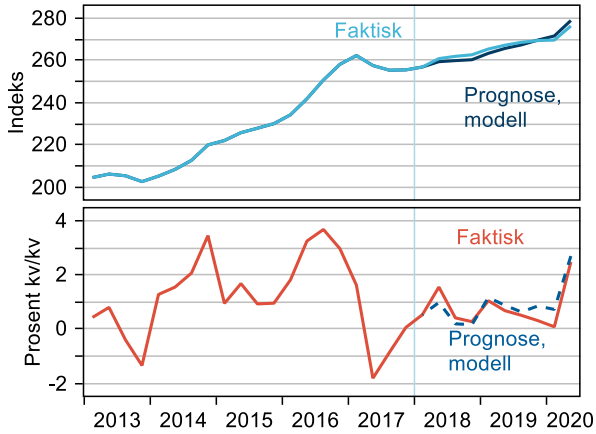
Boligpriser, faktisk og anslått



Kilder: Macrobond og Handelsbanken

Dette modellopplegget har imidlertid en svakhet, i den forstand at man ikke enkelt kan fastsette tidspunktene for når markedet har vært i god balanse. Men vi tar som utgangspunkt at innstrammingen av boliglånsforskriften, med virkning fra 1.januar 2017, førte til en priskorreksjon som varte frem til starten av 2018. Deretter ble dette avløst av en periode med en mer moderat prisutvikling (sett i forhold til inntektsutviklingen i den samme perioden). Som illustrert i neste figur kan det da også se ut til at prisutviklingen i denne perioden har vært som forventet av denne modellen. Avviket mellom faktisk og anslått prisnivå har vært rundt 0,5 prosent.

Boligpriser, faktisk og anslått

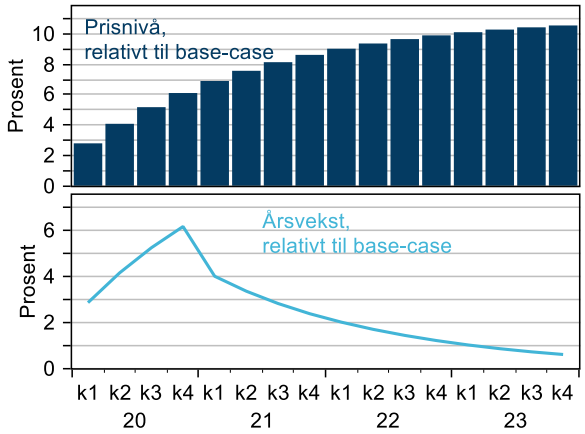


Kilder: Macrobond og Handelsbanken

Gjennomslaget fra renta i modellen

Gitt at boligprisene har steget såpass mye allerede, er det særlig det eventuelt videre gjennomslaget fra renten som er den interessante faktoren i dette bildet. For å studere renteeffekten mer direkte, har vi ved hjelp av modellen sett på den beregnede boligprisvirkningen av at renta kuttes med 1 prosentpoeng (mens andre faktorer ligger fast). Som vist i figuren under indikerer modellen at dette vil løfte boligprisene på lang sikt med om lag 10 prosent. Men figuren viser også at mesteparten av virkningen kommer relativt raskt; 60-70 prosent av den totale prisøkningen skjer i løpet av de 4-5 første kvartalene.

Boligpriser, gitt rentekutt på 1 prosentpoeng



Kilder: Macrobond og Handelsbanken

Den lave renta er hoveddriveren i boligmarkedet, slik vi ser det

Hvis vi forsøker å overføre denne innsikten til dagens situasjon, vet vi at gjennomsnittlige boliglånsrenter har falt med om lag 1¼ prosent som følge av rentekuttene fra Norges Bank. På lang sikt kan man da tenke at dette vil løfte boligprisene med om lag 12 prosent, hvorav virkningen det første året vil være en prisoppgang på 7 prosent. Men merk at dette er den beregnede og *rene* renteeffekten; dvs. boligpriseffekten av at renten endres, mens alle andre faktorer ligger fast. I realiteten ligger ikke alle andre faktorer fast. Vi må blant annet justere for at husholdningenes samlede disponible inntekter faktisk har gått noe ned i løpet av perioden. Bedringen i norsk økonomi har også bremset i det siste, hvilket også innebærer at arbeidsledigheten nå faller mindre enn hva vi så i startfasen av gjenåpningen av norsk økonomi. Når vi samtidig vet at boligprisene allerede har steget en god del siden mars, tilsier dette at den videre prisoppgangen gjennom høsten vil være av en mer moderat art. I alt ser vi for oss at boligprisene stiger med 3,5-4,0 prosent i år, regnet som årsgjennomsnitt mot fjoråret.

Kikker vi videre fremover, legger vi til grunn at inntektsveksten for norske husholdninger vil være positiv, men samtidig forholdsvis moderat. Riktignok ventes arbeidsledigheten videre ned de neste årene, men nivået vil nok fortsatt være høyere enn normalt. Dette tilsier moderate lønnsoppgjør også de neste årene. Men lønnsveksten vil uansett bidra positivt til boligprisene. Og hele renteeffekten er fortsatt ikke tatt fullt ut, slik vi ser det. Dette forholdet vil igjen kunne bidra til å løfte boligprisveksten ytterligere. Prisveksten dempes imidlertid av at også boliginvesteringene er forventet å øke i perioden. I alt ser vi for oss en årlig gjennomsnittlig boligprisvekst i området 4,0 prosent gjennom 2020-22. Deretter forventer vi at prisveksten etter hvert dabber noe av, hovedsakelig som følge av at Norges Bank forventes å sette renten litt opp igjen fra fjerde kvartal 2022.

Boligprisene forventes å stige med om lag 4 prosent i året

Økt gjeldsbelastning og sårbarhet

Vi understreker imidlertid at den forventede boligprisoppgangen hovedsakelig er gjeldsdrevet; jamfør virkningen av rentekuttene fra Norges Bank. Gjeldsveksten vil overstige den forventede inntektsveksten i denne perioden, og dermed gradvis øke gjeldsbelastningen fra dagens nivå. Dette utgjør ikke noen umiddelbar fare for norske husholdninger, siden gjeldsbetjeningsgraden – renter og avdrag som andel av disponibel inntekt, fortsatt forventes å være forholdsvis stabil. Det er nettopp fordi renta forventes å være lav lenge, samtidig som inntektene tar seg mer opp.

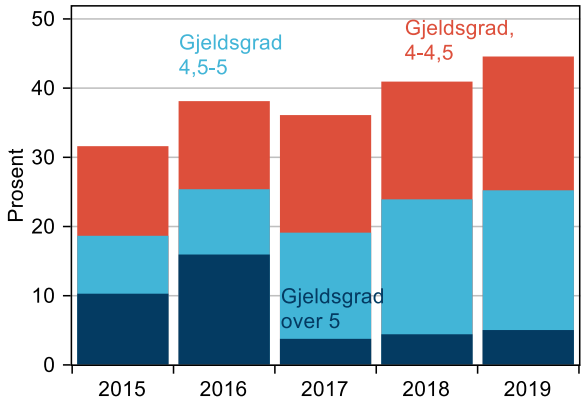
Den økte gjeldsbelastningen innebærer uansett en mer sårbar posisjon for norske husholdninger. Vi tror ikke at Norges Bank vil påføre husholdningene et «rentesjokk», men ny uro i markedene for bankfinansiering kan potensielt gi høyere utlånsrenter, til tross for at Norges Bank holder sin nøkkelrente i ro. Enda viktigere er det at eventuelt nye sjokk kan gi fall i husholdningenes inntekter i en situasjon hvor Norges Bank ikke får satt renten noe særlig ned. I så fall vil gjeldsbetjeningsgraden stige raskt igjen.

Men det at opplåningen øker, innebærer også økt sårbarhet for norske husholdninger

Den sårbare situasjonen for norske husholdninger har lenge vært kjent, og ble naturlig nok trukket frem av Finanstilsynet så sent som i sommer (Finansielt utsyn, juni 2020). I den siste tilgjengelige boliglånsundersøkelsen (Finanstilsynet,

25.november 2019) ble det også vist til at en stor andel av nye lån er gitt til låntakere som etter opptaket får en høy gjeldsgrad. Mange tar opp lån tett opp mot grensen for maksimal gjeldsgrad. Nesten halvparten av nye nedbetalingslån i boliglånsundersøkelsen for 2019 ble tatt opp av låntakere med gjeldsgrad over 400 prosent. Og denne andelen økte med 4 prosentpoeng fra 2018, se figuren under.

Andel nye nedbetalingslån etter låntakers gjeldsgrad og gjennomsnittlig gjeldsgrad

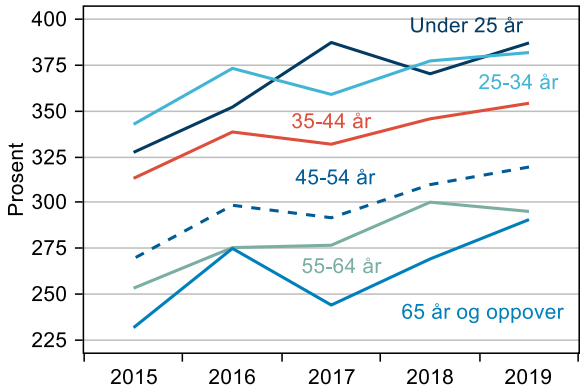


Kilde: Boliglånsundersøkelsen 2019, Finanstilsynet

Det er imidlertid ikke enkelt å fastslå hvor mange som nå er helt oppe mot gjeldstaket allerede. Tallmaterialet fra Finanstilsynet indikerer at mange husholdninger både har hatt, og har muligheten til å øke sitt låneopptak ytterligere. Ifølge den siste boliglånsundersøkelsen, ble det vist til at gjennomsnittsalderen var 39 år for låntakere som tok opp nye lån for å kjøpe bolig. Gjennomsnittsalderen for personer som refinansierte lån, var 45 år. Figuren under viser at gjeldsgraden avtar med alderen, hvor nedgangen er tydelig fra aldersgruppene 35 år og oppover. Vi ser av samme figur at gjeldsgraden er høy for samtlige grupper. Men det er fortsatt et godt stykke opp til grensen på 500 prosent. På bakgrunn av dette tror vi altså at det er rom for at husholdningene kan fortsette å hente ut mer av effekten av rentekuttene fra Norges Bank.[4] Og dermed fortsette å presse boligprisveksten over lønnsveksten i årene fremover. Det forutsetter imidlertid et scenario uten nye tilbakeslag i økonomien og dermed også for husholdningene.

Samlet gjeldsgrad fordelt på alder

Nye nedbetalingslån



Kilde: Finanstilsynet

Oppsummering

Boligmarkedet har klart seg overraskende godt så langt gjennom koronakrisen. Samtidig ble det raskt klart at denne krisen rammer norsk økonomi, og dermed også husholdningene, på en skjev måte. Mange har blitt lite direkte berørt av krisen (i økonomisk forstand). For de samme husholdningene har da kjøpekraften i boligmarkedet økt markert, nettopp som følge av de omfattende rentekuttene fra Norges Bank. Slik vi ser det, er det de lave rentene som er hoveddriveren i boligmarkedet for øyeblikket. Trolig er heller ikke hele renteeffekten tatt ut allerede, og vi ser for oss at boligprisene vil stige mer enn inntektsveksten også i perioden fremover. Men det er samtidig en kjensgjerning at sårbarheten har økt. Dette gjelder først og fremst dem som er direkte berørt av krisen, og som kan oppleve problemer med å betjene allerede høye gjeldsnivåer (selv om lånerenten er lavere enn før). Men selv for de som er lite direkte berørt av krisen, og som igjen har sørget for aktiviteten i boligmarkedet, bidrar det økte gjeldsopptaket for denne gruppen til at fallhøyden vil være høyere enn før krisen.

[4] Vi noterer oss at Finanstilsynet nylig har foreslått en ny og strammere utlånsforskrift. Som blant annet innebærer at maksimalgrensen for låntakerens samlede gjeld skal reduseres fra 5 til 4,5 ganger brutto årsinntekt. Men forslagene fra Finanstilsynet er trolig for inngripende til at de blir tatt til følge. I rapporten har vi heller lagt til grunn at 5-ganger regelen videreføres slik den er i dag.

Norge

Strukturelle utfordringer for oljenæringen

Allerede før koronakrisen var det klart at investeringene på norsk sokkel ville avta betydelig i årene fremover. Krisen har imidlertid fremskyndet tidspunktet for nedturen; oljeinvesteringene faller allerede fra i år. Skattetiltakspakken sørger for at nedgangen totalt sett blir mindre dyp, men den er like fullt reell. Næringen har imidlertid en større utfordring på lang sikt, da Paris-avtalen innebærer et markert fall i oljeforbruket i ti-årene fremover.

Investeringsnedgangen har vært varslet lenge

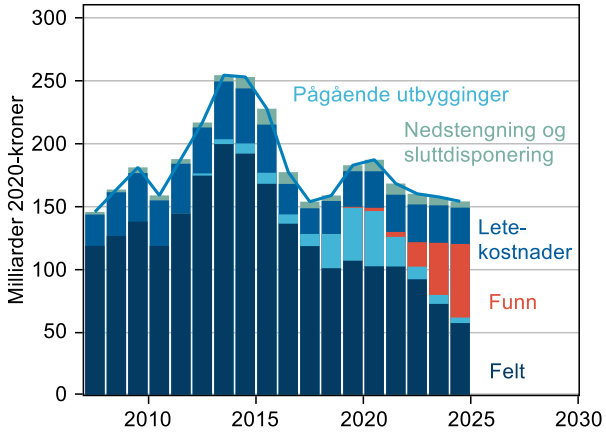
Før vi går nærmere inn på den aktuelle situasjonen for oljesektoren og utsiktene for de neste årene, er det verdt å minne om utgangspunktet før koronakrisen inntraff. Oljeinvesteringene, som andel av norsk økonomi, har vært nedadgående siden toppen i 2013, og selv før koronakrisen var denne trenden ventet å fortsette.

Norsk økonomi var i god balanse ved inngangen til 2020, med lav og stabil ledighet og full kapasitetsutnytting i bedriftene. Aktiviteten i norsk økonomi var ventet å ta seg videre opp de neste årene, men i et mer moderat tempo. Samtidig var det klart at oljesektorens direkte bidrag til norsk økonomi ville bli stadig mindre i årene som kom. Oljedirektoratets langtidsprognoser fra januar i år viste nemlig at samlede investeringer, inkludert leting, var ventet å falle med til sammen 18 prosent i perioden 2020-24. Som vist i figuren under var det samlede investeringsnivået ventet ned som følge av lavere investeringer innen felt og pågående utbygginger. Store investeringsprosjekter lå allerede bak oss (f.eks. ble Johan Sverdrup satt i drift mot slutten av 2019), og det var ikke gjort funn i en slik grad at investeringsnivået fremover ville kunne holde seg oppe.

Store investeringsprosjekter ligger allerede bak oss

Tar vi også hensyn til at norsk økonomi for øvrig var ventet å vokse videre i årene fremover, følger det at oljeinvesteringene – regnet som andel av norsk økonomi, ville avta signifikant. Figuren under gir en enkel skisse av dette forløpet, basert på Oljedirektoratets investeringsprognoser fra januar. Ifølge våre beregninger var det allerede utsikter til at investeringsandelen ville falle tilbake til nivåer vi ikke har sett siden starten av 2000-tallet. Dette bildet er heller ikke fullt dekkende, ettersom vi også må ta hensyn til at norsk sokkel krever betydelige leveranser i form av vareinnsats til den løpende driften. Som vist i samme figur, har vi over tid sett at bruken av vareinnsats har fulgt investeringsforløpet. Dermed var det all grunn til å tro at også disse leveransene ville avta i årene fremover. Samlet, utgjorde oljeinvesteringer og vareinnsats omtrent 11 prosent av norsk økonomi ved inngangen til 2020, og det lå altså i kortene allerede før koronakrisen at andelen ville bli stadig mindre de kommende årene.

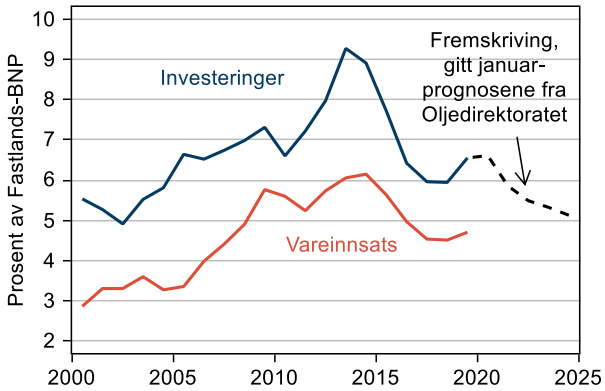
Oljedirektoratets prognoser, januar 2020



Kilde: Oljedirektoratet

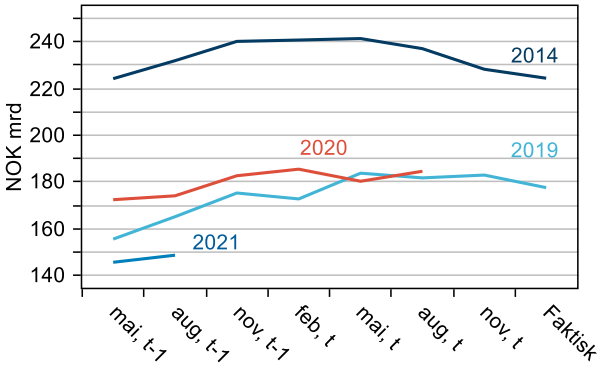
Oljeinvesteringer, andel av Fastlands-BNP

Antatt forløp før koronakrisen



Kilder: Macrobond, Oljedirektoratet og Handelsbanken

Investeringstelling olje og gass



Faktiske investeringer i det aktuelle året, samt investeringsestimat for ett år fram, gitt på ulike tidspunkt

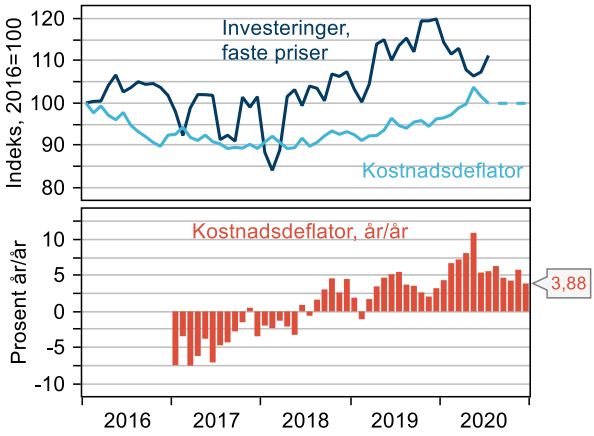
Kilde: Macrobond

Koronakrisen har fremskyndet nedgangen

Én av effektene av koronakrisen er at investeringsnedgangen på norsk sokkel har startet tidligere enn hva man trodde i starten av året. Tallene viser nemlig at realinvesteringene allerede har falt. Det er også grunn til å tro på en negativ utvikling når vi ser hele 2020 under ett. Tar vi utgangspunkt i den siste investeringstellingen for olje- og gassvirksomheten, viser den riktignok til et antatt nominelt investeringsnivå i år som er nærmere 2 prosent høyere enn i fjor. Men tall fra nasjonalregnskapet viser samtidig at *investeringskostnadene* stiger desto mer. Dette gjør at *realveksten* i sokkelinvesteringene faktisk blir negativ. Som vist i figuren under har investeringskostnadene steget merkbart så langt i år. Selv uten en videre oppgang ut året, vil kostnadene oppnå en årsvekst rundt 4 prosent i 2020. Dette tilsier at realinvesteringene vil kunne falle i størrelsesorden 2 prosent i år. Trolig blir nedgangen enda noe større enn dette, ettersom det nok er for tidlig å anta at investeringsprisene flater helt ut. I alt ser vi for oss at realinvesteringene på norsk sokkel faller med 3,5 prosent i 2020.

Koronakrisen har bidratt til at investeringsnedgangen startet allerede i år

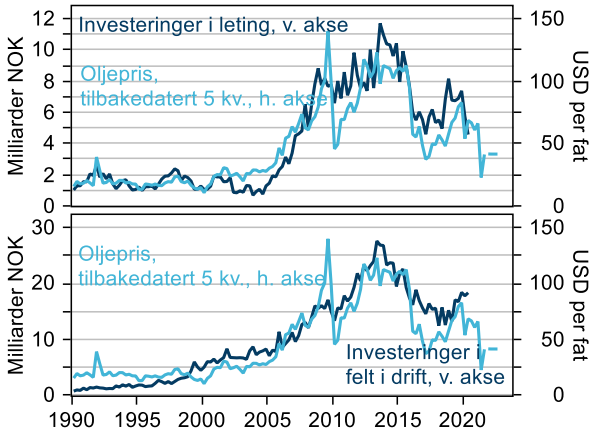
Oljeinvesteringer, månedlige data



Kilder: Macrobond og Handelsbanken

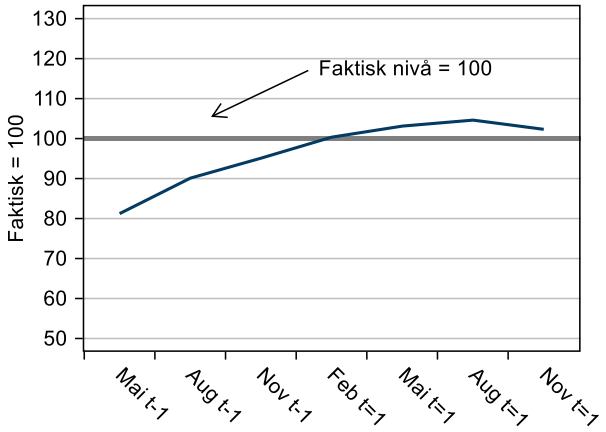
Trolig vil investeringsnedgangen bli desto mer merkbar til neste år. Vi venter å se et tosifret fall i realinvesteringene på norsk sokkel i 2021. Ifølge den siste investeringstellingen ventes nemlig nominelle investeringer på 148,6 milliarder til neste år. Dette markerer en nedgang på hele 15 prosent når vi sammenligner nivået med de tilsvarende tallene gitt for 2020. Det er særlig feltutbygging, samt leting og konseptstudier som viser nedgang fra 2020 til 2021. Det er ikke overraskende at det er innenfor disse investeringskategoriene vi finner en merkbar investeringsnedgang neste år. Som vist i figuren under har vi over tid sett en ganske nær sammenheng mellom disse kategoriene og utviklingen i oljeprisen, som jo har falt i kjølvannet av koronakrisen.

Oljeinvesteringer og oljepris, kvartalsdata



Kilde: Macrobond

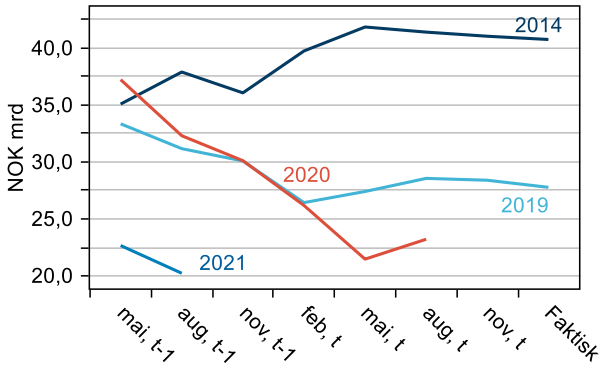
Investeringstelling, olje: Faktisk vs anslått



Kilder: Macrobond og Handelsbanken

Samtidig er det flere forhold som tilsier at den totale nedgangen i sokkelinvesteringene blir noe mindre til neste år enn antydet av den siste tellingen. For det første ser vi at leteplanene er mye nedjustert gjennom inneværende år, og de faktiske leteinvesteringene har da også falt hittil. Dette vil isolert sett dempe fallet til neste år.

Investeringstelling, leting og konseptstudier



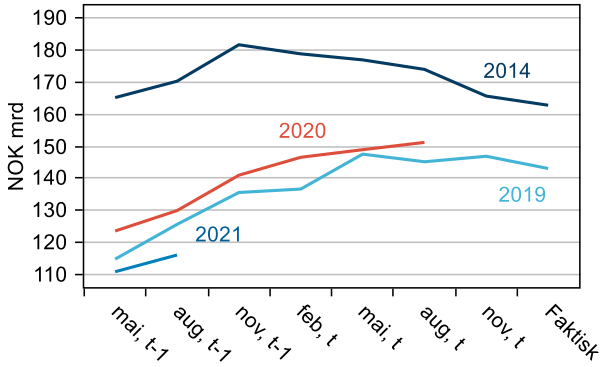
Faktiske investeringer i det aktuelle året, samt investeringsestimat for ett år fram, gitt på ulike tidspunkt

Kilde: Macrobond

Av erfaring vet vi også at investeringsprognosene for det neste året, slik de er angitt om høsten, har hatt en tendens til å undervurdere den faktiske utviklingen (se figur under).

Nettopp i den forbindelse skal vi ta med at det ventes flere planer for utbygging og drift (PUD) i tiden fremover. Dette vil også heve feltutbyggingsinvesteringene fra de nivåene som er rapportert så langt. Den gunstige skattetiltakspakken, omtalt nærmere i avsnittet under, kan også bidra til å fremskynde en del investeringer innen felt i drift. Samlet sett er det da utsikter til at fallet i sokkelinvesteringene neste år blir mindre enn rapportert så langt. Trolig vil investeringsnedgangen bli nærmere 11 prosent; og ikke 15 prosent, som indikert av den siste investeringstellingen.

Investeringstelling, feltutbygging og i drift



Faktiske investeringer i det aktuelle året, samt investeringsestimat for ett år fram, gitt på ulike tidspunkt

Kilde: Macrobond

Betydningen av skattetiltakspakken

Stortinget vedtok i sommer en skattetiltakspakke som innebærer at selskapene umiddelbart kan fradragsføre investeringer i særskattegrunnlaget de neste par årene. I tillegg heves den såkalte friinntekten til 24 prosent for investeringer utført i

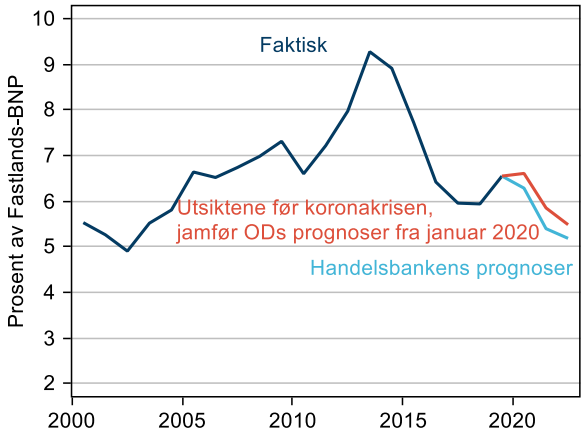
2020-21, samt for prosjekter som er innlevert innen utløpet av 2022. Gunstigere skattebetingelser gjennom utbyggingsfasen innebærer at flere prosjekter trolig blir fremskyndet. Det er samtidig vanlig at utbyggingsprosjektene har et høyere investeringsnivå først to-tre år ut i byggefasen. Nettopp derfor venter blant annet SSB og Norges Bank at sokkelinvesteringene vil øke igjen i 2023, med henholdsvis 7 og 8 prosent. Dette ligger utenfor vår prognosehorisont. Men en slik ny investeringsoppgang vil imidlertid ikke veie opp for nedturen i forkant.

Skattetiltakspakken avverger et mer dramatisk fall i investeringene

For å oppsummere: Det har lenge vært klart at oljeinvesteringene ville avta markert i årene fremover. Koronakrisen bidro til å fremskynde tidspunktet for denne nedturen. I starten av krisen var det også en reell fare for en dypere nedgang, med store negative konsekvenser for bransjen allerede fra i år. Men oljeprisen har, om enn ikke hentet seg fullt inn igjen, i hvert fall trukket opp fra det aller laveste bunnpunktet. Og ikke minst vil Stortingets skattetiltakspakke bidra til å dempe den samlede investeringsnedgangen for de neste årene. Likevel kommer vi ikke unna det faktum at oljeinvesteringene står overfor et negativt skift gjennom prognoseperioden. Ettersom vi samtidig ser for oss en videre oppgang for norsk økonomi som helhet, innebærer det at oljevirksomheten vil miste mer av sin relative betydning de neste årene.

Figuren under oppsummerer oljeinvesteringene som andel av norsk økonomi, gitt våre prognoser. Forløpet vi ser for oss er ikke vesentlig forskjellig fra det som var utgangspunktet før koronakrisen, men nedturen har startet tidligere.

Oljeinvesteringer, andel av Fastlands-BNP



Kilder: Macrobond, Oljedirektoratet og Handelsbanken

Ringvirkninger av lavere investeringer

Det er ikke helt rett frem å anslå sysselsettingsvirkningene av lavere investeringsaktivitet på norsk sokkel. Men trolig kan kryssløpsanalyser fra SSB gi oss en viss indikasjon. Byråets siste beregninger av ringvirkninger av petroleumsnæringen ble sluppet i desember i fjor, og baserte seg på endelige nasjonalregnskapstall for 2016 og 2017.[5] Som vi var inne på i starten av denne artikkelen, må vi ta hensyn til at norsk sokkel ikke bare etterspør investeringsvarer, men også vareinnsats knyttet til den løpende driften av næringen. Dette er ivaretatt i beregningene fra SSB.

Videre er hensikten med en kryssløpsmodell å identifisere hvilke næringer som direkte eller indirekte leverer til petroleumsvirksomheten. SSB finner at det i 2017 var om lag 139 500 sysselsatte personer, eller 5,1 prosent av samlet sysselsetting, som kunne knyttes til norsk petroleumsutvinning. Bare et mindretall av disse var sysselsatt i selve petroleumsnæringen. Flertallet var heller sysselsatt i andre næringer som, enten direkte eller indirekte, leverte varer og tjenester til petroleumsnæringen. De tilsvarende beregningene for 2016 viste en sysselsetting på 150 600 personer, eller 5,5 prosent av samlet sysselsetting. I løpet av denne perioden, hvor det foreligger endelige tall, har det altså vært en reduksjon i sysselsettingsandelen på 0,4 prosentpoeng. I samme periode ser vi også at petroleumsinvesteringene, målt som andel av Fastlands-BNP, falt med nettopp 0,4 prosentpoeng. Reduksjonen ser altså ut til å ha vært rimelig proporsjonal.

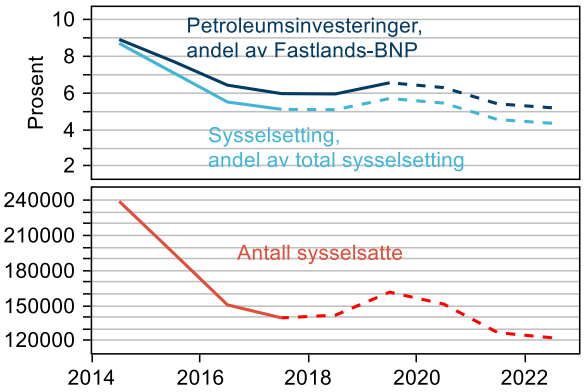
[5] Ringvirkninger av petroleumsnæringen i norsk økonomi, SSB rapporter 2019/37.

Tar vi så utgangspunkt i våre prognoser for utviklingen i både sokkelinvesteringene og økonomien totalt, peker tallene i retning av en videre reduksjon i sysselsettingsandelen; trolig ned mot 4,3 prosent ved utgangen av prognoseperioden. Til sammenligning lå denne andelen på nærmere 9 prosent i 2014 (før fallet i oljeprisen og petroleumsinvesteringene). Ser vi perioden 2014-2022 under ett, innebærer det en reduksjon i sysselsettingen knyttet til norsk petroleumsutvinning på nærmere 120 000 personer, det vil si nær en halvering.

Sysselsettingen knyttet til norsk petroleumsutvinning vil stadig avta

Oljeinvesteringer og sysselsetting*

* Knyttet til norsk petroleumsutvinning



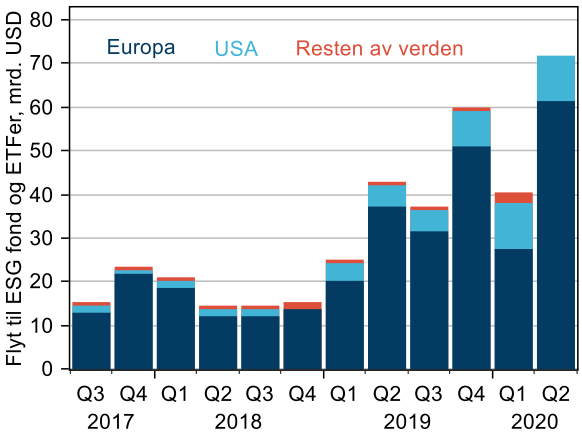
Kilder: Macrobond, SSB og Handelsbanken

Langsiktige utfordringer fra grønt skifte

I 2016 signerte Norge og de aller fleste andre land Paris-avtalen. Under avtalen forplikter verdenssamfunnet seg til å motvirke at den globale gjennomsnittstemperaturen stiger mer enn 2 grader sammenlignet med før-industriell tid. Vitenskapen har for lengst dokumentert en robust sammenheng mellom kumulative utslipp av klimagasser[6] og temperaturøkning. Paris-avtalen innebærer dermed at klimagassutslippene må reduseres kraftig de neste tiårene. For olje- og gassnæringen her hjemme utgjør det såkalte grønne skiftet en potensielt eksistensiell trussel på lengre sikt. Flere av verdens største oljeselskaper har da også signalisert større satsning på fornybar energi og annonsert ambisiøse målsettinger for egne klimagassutslipp.

For å oppnå den ønskede reduksjonen i klimagassutslipp, kreves en omfattende elektrifisering sammen med en historisk rask og gjennomgripende omlegging av kraft- og elektrisitetsproduksjonen på global basis. Siden 2016 har omstillingen vært beskjeden, og verdens klimagassutslipp har fortsatt å stige siden Paris-avtalen ble undertegnet[7], i alle fall frem til koronakrisen.

Rask vekst i bærekraftige investeringer



Kilder: Macrobond, Morningstar

En del forhold tyder imidlertid nå på at fokuset på det grønne skiftet øker blant myndigheter, selskaper og husholdninger, samt i finansmarkedene. Blant annet har EU lansert sin grønne giv som tar sikte på å redusere klimagassutslippene kraftig innen 2030 og karbonnøytralitet innen 2050. Og i finansmarkedene har kapitalflyten til bærekraftige investeringer mangedoblet seg på få år.

Mangedoblet kapitalflyt til bærekraftige investeringer

Kraftig fall i etterspørselen etter olje

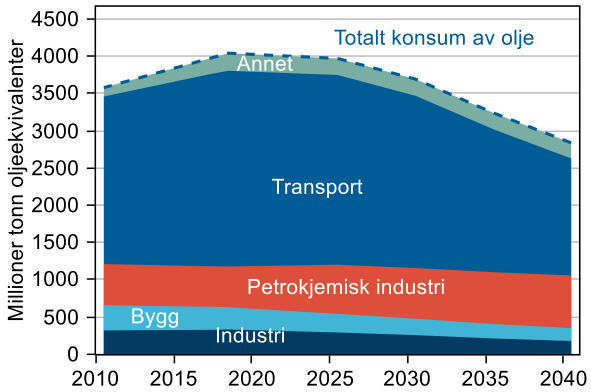
Selv om intensjonen om omfattende kutt i klimagassutslippene er klar, er veien dit heftet med betydelig usikkerhet. Det internasjonale energibyrået (IEA) har i sitt bærekraftscenario skissert omleggingen av energisystemer som samlet kan føre til at verden oppnår temperaturmålet i Paris-avtalen samtidig som hele verdens befolkning sikres elektrisitetsforsyning. I dette scenarioet vil en blanding av energieffektivisering, økt bruk av

[6] Hovedsakelig karbondioksid, metan og lystgass

[7] Ifølge Global Carbon Project

fornybar energi og kjernekraft, elektrifisering og endringer i bruk av drivstoff samlet føre til at den globale gjennomsnittstemperaturen ikke overstiger målsettingen i Paris-avtalen. Selv om det er svært usikkert når og om vi klarer å gjennomføre en slik omlegging av de globale energisystemene, har vi brukt IEAs bærekraftscenario som utgangspunkt for å vurdere mulige implikasjoner for olje- og gassnæringen her hjemme.

Globalt oljekonsum faller kraftig



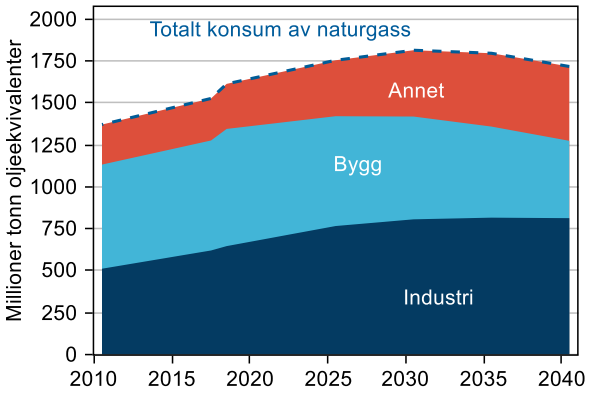
Note: Fremskrivninger fra IEAs bærekraftsscenario. Tidsseriene er interpolert der årsdata mangler.
Kilder: Macrobond, IEA World Energy Outlook 2019

IEAs framskrivninger viser at global etterspørsel etter olje vil omtrent halveres innen 2050. Mens bruken av oljeprodukter vil falle kraftig innen transportsektoren, vil etterspørselen innen petrokjemisk industri holde seg bedre oppe. Sistnevnte bruksområde innebærer ikke direkte utslipp fra forbrenning, og kan dermed overleve en overgang til et grønnere samfunn. På den andre siden, er det vanskelig å forestille seg teknologiutvikling som fører til at bruken av bensin og diesel som drivstoff for personbiler kan videreføres innenfor rammen av Paris-avtalen. Samlet sett innebærer dette scenarioet at det globale konsumet av olje faller raskt og kraftig fra rundt 2025.

For gasskonsumet er bildet et litt annet. Her ser IEA for seg at gass for produksjon av elektrisitet vil kunne fungere som en overgangsteknologi mange steder. I en periode vil da gass kunne erstatte kullkraft og dermed redusere klimagassutslippene fra elektrisitetsproduksjonen. Samtidig vil også gass kunne spille en rolle på lengre sikt som råstoff i hydrogenproduksjon og i elektrisitetsproduksjonen dersom det kombineres med karbonfangst og bruk eller lagring.

Globalt konsum av olje vil falle kraftig fra rundt 2025; gasskonsumet vil imidlertid holde seg bedre oppe

Globalt gasskonsum holder seg bedre oppe



Note: Fremskrivninger fra IEAs bærekraftsscenario. Tidsseriene er interpolert der årsdata mangler.
Kilder: Macrobond, IEA World Energy Outlook 2019

Til tross for en kraftig reduksjon i konsumet av olje de neste ti-årene, betyr ikke det nødvendigvis at investeringsbehovet faller til null. Ifølge IEAs framskrivninger, vil det årlige investeringsbehovet innen olje- og gassektoren falle med omtrent 25 prosent i perioden frem til 2030 og nesten 50 prosent i ti-året etter sammenlignet med framskrivninger basert på dagens politikk.

Implikasjoner for norsk olje- og gassnæring

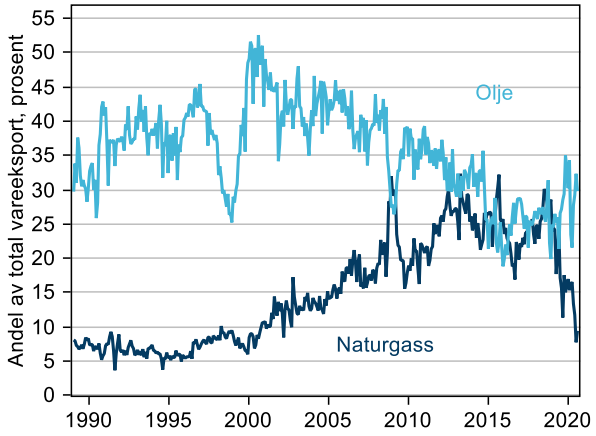
Som omtalt tidligere i artikkelen, er olje- og gassnæringen stadig en viktig sektor for norsk økonomi til tross for at den har krympet som andel av fastlandsøkonomien de siste årene. Ved inngangen til 2020 utgjorde olje og gass omtrent 50 prosent av Norges totale vareeksport. Inntektene herfra utgjør også en vesentlig del av både den kortsiktige og langsiktige finansieringen av finanspolitikken.

IEAs bærekraftscenario innebærer en vesentlig risiko for oljeselskapene, men også for norsk økonomi samlet. Det er krevende å vurdere hvilke land og felt som fortsatt vil produsere i en fremtid der oljekonsumet er halvert. Noen av feltene på norsk sokkel vil trolig kunne hevde seg i en internasjonal kostnadskonkurranse. Det er allikevel grunn til å tro at videre feltutbygging vil måtte konsentreres til felt med eksisterende infrastruktur og der forekomstene er lettest tilgjengelig. Det vil trolig bety at både kjente

og ukjente forekomster i større grad vil forbli uutnyttet. Selv om gasskonsumet i mye mindre grad rammes i IEAs scenario, er det verdt å merke seg at 95 prosent av norsk gasseksport transporteres via rørledninger til Europa[8]. I høst har Europakommisjonen foreslått å oppjustere EUs klimamål for 2030 fra 40 prosent kutt i klimagassutslippene til 55 prosent. Ifølge dokumenter fra kommisjonen, vil et vedtak av nytt klimamål bety en reduksjon i gassforbruket på 25 prosent innen 2030[9].

IEAs bærekraftscenario innebærer en vesentlig risiko for oljeselskapene, og norsk økonomi samlet

Olje og gass utgjør en stor del av eksporten



Kilde: Macrobond

I et slikt framtidsscenario er det også grunn til å tro at olje- og gassektorens skatteordninger vil komme under press[10]. Dagens letekompensasjonsordning fører til at den norske staten tar på seg deler av risikoen ved leting etter nye olje- og gassforekomster. Sannsynligvis vil den samfunnsøkonomiske nytten av en slik ordning falle kraftig under IEAs bærekraftscenario, og innskrenkinger vil være sannsynlig. Dette vil i så fall i andre enden føre til høyere kostnader for oljeselskapene på norsk sokkel, og gjøre kostnadskonkurransen enda mer krevende. Dersom en tar IEAs grønne fremtid på alvor, vil norsk økonomi ha behov for en aktiv nærings- og klimapolitikk som allerede nå bidrar til at norsk økonomi får flere bein å stå på, og som vrir norsk næringsliv bort fra omsetning av fossile energikilder.

Olje- og gassektorens skatteordninger kan komme under press

[8] Ifølge Norsk Petroleum
[9] Ifølge Energi og Klima

[10] Et eksempel på dette opinionsskiftet er innstillingen fra Klimaomstillingsutvalget fra 24. september 2020

Penge- og finanspolitikk

Mindre handlingsrom i den økonomiske politikken

Finanspolitikken har kommet mange til unnsetning og har skjermet husholdninger og bedrifter fra det verste korona-sjokket i år. Men høy pengebruk nå, betyr nødvendigvis innstramming i årene som kommer, i alle fall hvis handlingsregelen skal overleve. Med en styringsrente på null, er det begrenset hva mer sentralbanken kan gjøre. En enda lavere nøytral realrente reduserer også effekten av nullrenten på økonomien. Vi venter at sentralbanken ikke kan sette opp renten før mot slutten av 2022.

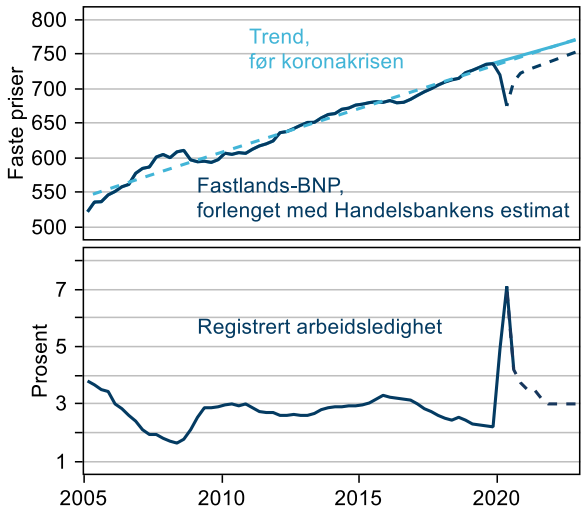
Lang vei tilbake for norsk økonomi

Koronapandemien har påført norsk økonomi et betydelig tilbakeslag. I april hadde økonomisk aktivitet falt med 11 prosent fra toppen i februar. Etter gjenåpningen har økonomisk aktivitet tatt seg betraktelig opp igjen. Likevel var BNP-nivået i juli omtrent 5 prosent lavere enn i februar.

Den økonomiske gjeninnhentingen har nå også bremset både i Norge og internasjonalt ettersom smitten har blusset opp igjen mange steder. Sentimentundersøkelser tyder på at forventningene blant norske husholdninger har svekket seg over sommeren. Kontaktene i Norges Banks regionale nettverk venter fortsatt kun svak vekst i aktivitet og sysselsetting framover, og bedriftenes investeringsplaner tyder på et markant fall i investeringene det neste året.

Hva gjelder utsiktene for norsk økonomi samlet, er vår forventning at vi først i slutten av neste år kommer opp til samme BNP-nivå for fastlandsøkonomien som vi var på før krisen.

Fastlands-BNP og registrert arbeidsledighet



Kilder: Macrobond og Handelsbanken

Og trolig vil vi ikke klare å hente inn igjen den verdiskapningen vi ville hatt uten pandemien med det første. Sånn sett har pandemien trolig påført oss et langvarig velferdstap. Hva gjelder kapasitetsutnytting, ser vi for oss at norsk økonomi fortsatt opererer under et normalt nivå ved slutten av vår prognosehorisont. Dette innebærer blant annet at ledigheten fortsatt er høyere enn i en normalsituasjon.

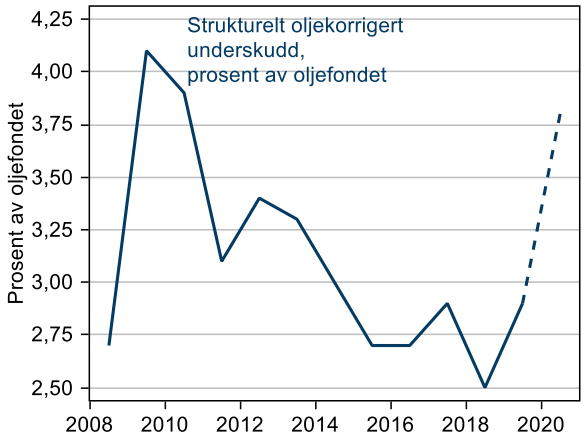
Så lenge økonomien er svakere enn normalt, venter vi at den økonomiske politikken vil ønske å stimulere til økt aktivitet. Men grunnet den ekstraordinært store stimulansen både fra regjering og sentralbank i inneværende år, er det mindre handlingsrom igjen i årene som kommer.

Finanspolitikken til unnsetning

Oljepengebruken over statsbudsjettet måles ved det såkalte strukturelle, oljekorrigerte underskuddet. Dette underskuddet er korrigert for statens utgifter og inntekter fra oljevirksomheten, og er i tillegg korrigert for utgifter og inntekter som endrer seg ut fra konjunkturmessige svingninger i økonomien. Ifølge handlingsregelen skal denne oljepengebruken over tid ikke overstige 3 prosent av oljefondet.

I revidert nasjonalbudsjett for 2020, som ble vedtatt av stortinget i juni i år, la regjeringen opp til et strukturelt, oljekorrigert underskudd på i underkant av 420 milliarder kroner. Dette tilsvarte 4,2 prosent av verdien på oljefondet ved inngangen til 2020. Statens oljepengebruk så altså ut til å bli dobbelt så høy i 2020 som hva man planla før koronakrisen. I september kom imidlertid regjeringen med ytterligere krisetiltak, til en verdi av 6,1 milliarder kroner. Samtidig hadde anslagene for flere andre utgiftsposter blitt justert ned, inkludert utbetalinger via folketrygden. Dette skyldtes blant annet en noe bedre økonomisk utvikling enn hva regjeringen så for seg i vår. Ifølge Norges Banks beregninger ser det nå ut til at oljepengebruken i år vil beløpe seg til omtrent 3,8 prosent av oljefondet.

Oljepengebruk i statsbudsjettet



Kilde: Finansdepartementet og Norges Bank

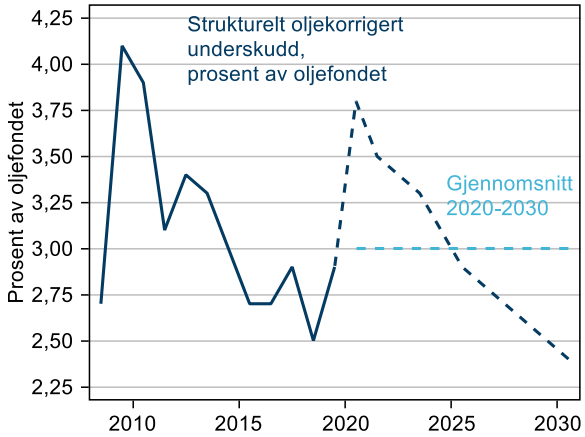
Tilbake til handlingsregelen?

Handlingsregelen fungerer som kjent som en rettesnor for offentlig pengebruk og tilsier som nevnt at oljepengebruken over statsbudsjettet ikke skal overstige 3 prosent av oljefondet over tid. På denne måten bruker man kun den beregnede avkastningen på fondet, og hovedstolen bevares for framtidige generasjoner.

Men som følge av koronakrisen har altså pengebruken i år vært ekstraordinært høy, og er av Norges Bank anslått til å utgjøre omtrent 3,8 prosent av oljefondet. Dette betyr imidlertid ikke at handlingsregelen er brutt, siden denne kun sier noe om pengebruken over tid. Men handlingsregelen innebærer at dersom man bruker mer penger i én periode, må man bruke mindre etterpå. Det betyr altså at den offentlige pengebruken må strammes inn i årene som kommer. Eksempelvis beregnet finansdepartementet i vår at ekstrauttaket man planla fra oljefondet i 2020 ville redusere uttakene som kunne gjøres fra oljefondet med omtrent 11 milliarder hvert år, i all framtid.

Trolig vil det ta tid å komme seg ut av denne krisen. Som tidligere nevnt, legger vi til grunn at kapasitetsutnyttingen i fastlandsøkonomien fortsatt vil være under, og arbeidsledigheten over, et normalt nivå ved slutten av vår prognosehorisont i 2022. Så selv om vi venter at offentlig pengebruk gradvis trappes ned, vil antakelig oljepengebruken over statsbudsjettet fortsatt være høyere enn 3-prosentbanen gjennom hele denne perioden. Hva gjelder oljepengebruken ut 2022, legger vi teknisk til grunn samme forutsetning som Norges Bank har gjort i sine analyser. Videre framover har vi antatt en gradvis ytterligere nedtrapping av prosentvis uttak fra oljefondet, slik at handlingsregelen overholdes i 10-årsperioden 2020-2030. Med vår antakelse blir gjennomsnittlig uttak fra fondet i denne perioden 3,0 prosent.

Oljepengebruk i statsbudsjettet, inkl. prognose



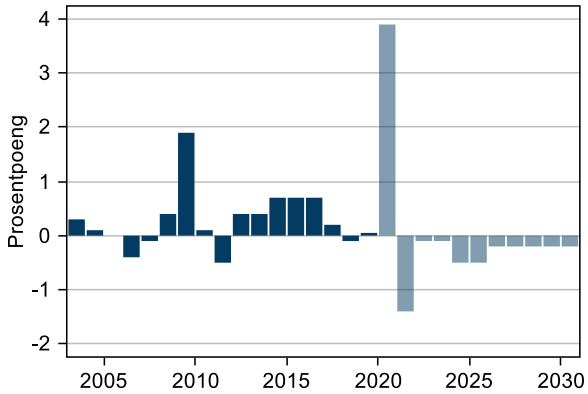
Kilde: Finansdepartementet og Handelsbanken

De økonomiske krisetiltakene fra myndighetene så langt i år har vært svært omfattende og generelle. Framover må de trappes ned og spisses. En utfordring for politikerne framover blir å bestemme hvem som skal få støtte og hvem ikke. Det vil bli en svært krevende øvelse.

Historisk har vi vært vant til at finanspolitikken trekker økonomisk vekst opp. Fra 2003 og fram til og med 2019 bidro finanspolitikken i snitt til å trekke opp BNP-veksten i fastlands-Norge med 0,3 prosentpoeng per år. I år vil finanspolitikken trolig bidra med omtrent 4 prosentpoeng til økonomisk vekst; et historisk stort bidrag.

Finanspolitisk vekstbidrag

Endring i strukturelt underskudd. BNP-andel



Kilder: Fin.dep., Norges Bank og Handelsbanken

I årene framover, vil heller finanspolitikken måtte bremse økonomisk vekst dersom man skal tilbake til handlingsregelen. Dette vil antakelig bli svært

krevende. Dersom vi antar at oljefondet har en realavkastning på omtrent 3 prosent i året de neste ti årene, og dersom vi, som beskrevet over, også antar at handlingsregelen skal overholdes innenfor denne tiårsperioden, vil oljepengebruken i faste priser måtte avta fra år til år helt fram til 2030.

Framover vil finanspolitikken måtte trekke BNP-veksten ned, ikke opp

Om handlingsregelen skal overleve eller ei, er for så vidt et politisk spørsmål. Slik vi ser det, begynte diskusjonen om handlingsregelens hensiktsmessighet litt fordekt allerede i 2019. Da foreslo nemlig regjeringen å ta litt ekstra penger fra oljefondet for å finansiere ny fregatt og nytt regjeringskvartal. Bakteppet var at finanspolitikken fra 2017 hadde fått betydelig innskrenkede rammer som følge av at handlingsregelen ble senket fra 4 til 3 prosent av oljefondet. Derfor, gitt de betydelige finanspolitiske utfordringene som venter framover, antar vi at diskusjonen om handlingsregelens liv eller død snart vil komme sterkere tilbake.

Pengepolitikken har lite igjen å spille på

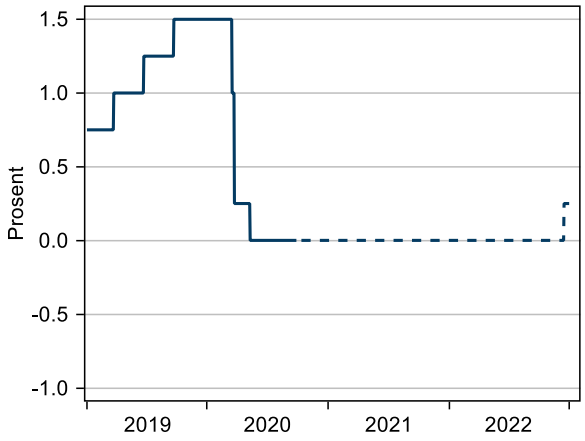
I tråd med vår prognose, senket Norges Bank styringsrenten til null i mai i år. Dette er det laveste nivået på styringsrenten i Norge noensinne. Ved sentralbankens siste rentemøte 24. september, sa de at det er utsikter til at styringsrenten blir liggende på null to år til, før den settes opp i andre halvår 2022. Vi deler denne forventningen, og antar at styringsrenten settes opp med 25 basispunkter i desember 2022.

Første renteheving mot slutten av 2022

I mai i år, da sentralbanken kuttet renten til null, sa de samtidig at styringsrenten mest sannsynlig ville bli liggende på null ut prognosehorisonten i 2023. Fram mot rentemøtet i juni hadde imidlertid økonomien tatt seg noe raskere opp enn ventet, og ikke minst hadde boligmarkedet vært sterkere enn Norges Bank hadde lagt til grunn. Dermed reviderte Norges Bank opp sin renteprognose i juni og antok at styringsrenten ville bli satt opp med 25 basispunkter mot slutten av 2022, og deretter to ganger til i 2023. Etter rentemøtet i juni fortsatte så boligmarkedet å utvikle seg sterkere enn sentralbankens antakelse, og det ble dermed knyttet en viss spenning til om Norges Bank ville være mer bekymret for boligmarkedet enn for den tiltakende smitten i Norge. Men det var de ikke. I september føyet heller Norges Bank seg inn i rekken av sentralbanker, som i det siste har advart om at smitteoppblomstringen kan dempe den økonomiske gjeninnhentingen mer enn tidligere antatt.

I tråd med vår forventning, gjorde Norges Bank i september kun svært små endringer i sin renteprognose. Sentralbanken ser altså fortsatt for seg at første renteheving kommer mot slutten av 2022, men i 2023 er sannsynligheten for den siste av de to planlagte rentehevingene redusert fra 100 til 50 prosent. Dermed er altså rentebanen senket så vidt i den lange enden, og sånn sett kan opprevideringen i juni nå se noe forhastet ut, slik vi også hevdet i sommer.

Styringsrente og Handelsbankens estimat



Kilde: Macrobond og Handelsbanken

At flere ventet at Norges Bank i september skulle fremskynde første renteheving er et resultat av Norges Banks nåværende dilemma: På den ene siden må sentralbanken forsøke å stimulere økonomien for å hindre at ledigheten fester seg på et for høyt nivå. På den andre siden, kan en lang periode med lave renter øke faren for at finansielle ubalanser bygger seg opp. Hvordan sentralbanken skal vektlegge disse hensynene kan det være ulike meninger om. Eksempelvis har SSB nokså like prognoser for norsk økonomi som Norges Bank, men venter likevel at sentralbanken vil sette opp styringsrenten allerede neste år.

Vår forventning er at sentralbanken blir nødt til å holde styringsrenten på null helt til slutten av 2022. Å skulle stimulere økonomien i tiden som kommer, kan bli en utfordring. Skal renten senkes videre nå,

må den ned i negativt territorium. Det har imidlertid Norges Bank sagt de ikke ønsker å gjøre i den nåværende situasjonen.

Norges bank ønsker ikke negative renter, i alle fall ikke foreløpig

I løpet av de siste årene er det sådd større grad av tvil om hensiktsmessigheten av negative renter hos andre sentralbanker. I fjor så vi for eksempel at Riksbanken gikk vekk fra negative renter og satt renten opp til null til tross for svake signaler fra svensk økonomi. Sentralbanken begrunnet beslutningen med at negative renter trolig ikke er bra for økonomien over tid. Bank of England utreder nå muligheten for negative renter, men har tidligere fastholdt at negative renter vil være skadelig for den britiske økonomien som følge av landets store finanssektor. Norges Bank har ikke avvist negative renter kategorisk, men vi tror i så fall det må et nytt, omfattende tilbakeslag til for at sentralbanken skulle gå til skrittet å senke renten under null.

Så hvis vi antar at negative renter ikke står på Norges Banks meny gitt nåværende utsikter, er det lite sentralbanken kan gjøre annet enn å forsøke å styre renteforventningene blant husholdninger, bedrifter og markedsaktører framover.

En mer begrenset økonomisk politikk

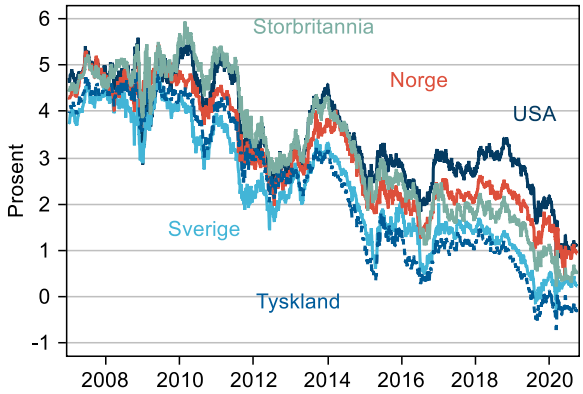
Både regjeringen og sentralbanken vil altså ha mindre økonomisk handlingsrom framover enn hva vi har vært vant med så langt.

Norges Banks styringsrente er nå uansett nær en nedre grense. Dersom sentralbanken ved et nytt tilbakeslag skulle velge å senke renten videre, er det av flere årsaker begrenset hvor langt ned i negativt territorium den kan gå. Eksempelvis har både Riksbanken og ESB valgt å stoppe på -0,5 prosent, mens den sveitsiske sentralbanken har gått ned til -0,75 prosent. Det betyr at det for Norges Bank uansett ikke er mye å gå på i rentesettingen.

Og som en potensielt ekstra kompliserende faktor, er det ifølge Norges Bank nå tegn til at den nøytrale realrenten[11] kan ha avtatt videre i kjølvannet av pandemien. Den nøytrale realrenten er altså den renten som verken stimulerer eller bremser økonomien. Det betyr videre at dersom sentralbanken ønsker å stimulere økonomien, må renten settes lavere enn den nøytrale.

Fallende renteforventninger

5-årsrenter om 5 år



Kilde: Bloomberg

Lange renter har trendet klart nedover siden 1980-tallet, og i kjølvannet av pandemien har de altså falt videre. Norges Bank legger til grunn at langsiktige markedsrenter, justert for inflasjonsforventninger, gir en indikasjon på markedsaktørenes forventninger om realrentene lenger fram i tid. Sentralbanken tolker derfor den fallende trenden i markedsrentene som et fall også i den nøytrale realrenten. Før pandemien anslo Norges Bank at den nøytrale realrenten var tilnærmet null, men nå kan den altså ha falt ned i negativt territorium.

Lavere nøytral realrente gjør dagens nullrente mindre effektiv

Hvis den nøytrale renten har blitt lavere, vil det si at økonomien, ved et gitt nivå på styringsrenten og gitte inflasjonsforventninger, får mindre stimulans enn før. Eksempelvis betyr det at dagens nullrente virker mindre stimulerende på økonomien nå enn den ville gjort før krisen.

Gitt at det er begrenset hvor mye videre styringsrenten kan settes ned, vil det si at det har blitt enda vanskeligere for Norges Bank å bidra til å trekke opp økonomisk aktivitet. Og hvis pengepolitikken ikke kan gjøres tilstrekkelig stimulerende, kan det bidra til at økonomiske tilbakeslag blir lengre og dypere enn ellers.

[11] Beregnet som faktisk rente fratrukket inflasjonsforventninger

Norges Banks dilemma: stimulere økonomien vs. begrense sårbarhet forårsaket av lav rente

Hvis en sentralbank ikke kan eller vil sette styringsrenten lenger ned, er et alternativ å la det gå lenger tid før styringsrenten settes opp. Slik utsiktene for økonomien er nå, skulle det tilsi at styringsrenten blir liggende på null i overskuelig framtid. Men samtidig må sentralbanken altså ta inn over seg det faktum at et lavt rentenivå kan bidra til å presse opp gjeldsnivåer og aktivapriser, noe som igjen kan øke sårbarheten i norsk økonomi. Denne balansegangen blir trolig en stor utfordring for Norges Bank i flere år framover.

Renter

Gradvis oppgang i norske lange renter

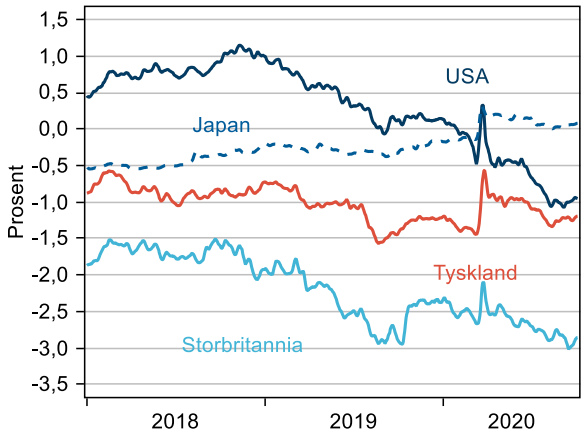
Den historiske kollapsen i økonomisk aktivitet i første halvår har blitt erstattet av økt aktivitet, men veksten har avtatt den siste tiden. Vi venter at en oppgang i internasjonale lange renter, i takt med videre bedring i økonomisk aktivitet, vil bidra til en oppgang også i norske lange renter. Vårt anslag innebærer at den norske tiårige swaprenten stiger til 1,65 prosent i slutten av 2022.

Gradvis oppgang i lange USD-renter

Siden forrige Konjunkturrapport i april i år, har internasjonale statsobligasjonsrenter utviklet seg i ulik retning, men de relative endringene kan karakteriseres som begrenset. Statsrentene i USA og Storbritannia nådde nye rekordlave nivåer i begynnelsen av august, men har i ettertid tatt seg noe opp. Nivået på japanske lange renter er lite endret i perioden, i likhet med tyske lange renter. Nedgangen i britiske nominelle lange renter kan ses i lys av at Bank of England (BoE) har varslet en mer omfattende konsekvensutredning av negative styringsrenter, og samtidig er det stor usikkerhet knyttet til utfallet av Brexit-prosessen. Utredningen til BoE har forsterket markedsforventningene om at styringsrenten kan bli satt ned i negativt territorium i løpet av andre halvdel av 2021.

En enkel dekomponering av den amerikanske tiårige statsobligasjonsrenten viser at forventninger om tiltakende gjennomsnittlig inflasjon de neste ti årene ligger bak det markerte fallet i realrenten. En ytterligere dekomponering viser at den negative terminpremien i amerikanske statsrenter har vært relativt stabil, og har dermed ikke bidratt til vesentlige endringer i den nominelle renten. Markedsprisingen til den amerikanske styringsrenten, målt ved OIS-renter, indikerer at den første rentehevingen kommer først i løpet av høsten 2024.

10-års realrenter

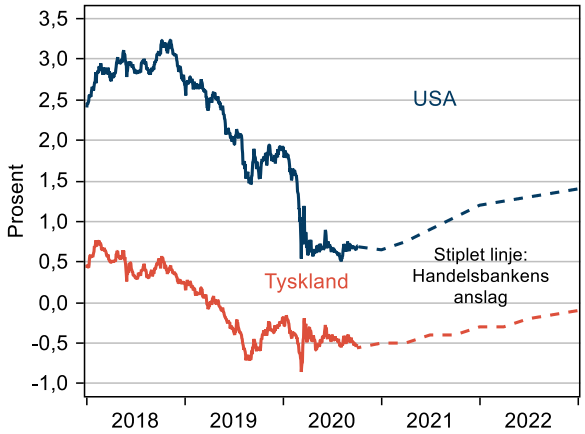


Kilder: Macrobond og Bloomberg

Markedsprisingen til den amerikanske styringsrenten indikerer at fed-funds-renten blir hevet først i løpet av høsten 2024

I takt med at den økonomiske aktiviteten tar seg videre opp, venter vi at lange markedsrenter vil stige noe fra dagens nivåer. Til tross for en forsiktig oppgang i lange renter, vil nivåene trolig holde seg svært lave i en historisk sammenheng. Våre prognoser innebærer at den amerikanske tiåringen vil stige med 0,7 prosentenheter til 1,40 prosent i slutten av 2022, mens den tyske tiårsrenten stiger mot -0,1 prosent i løpet av 2022.

Fortsatt lave 10-års statsrenter

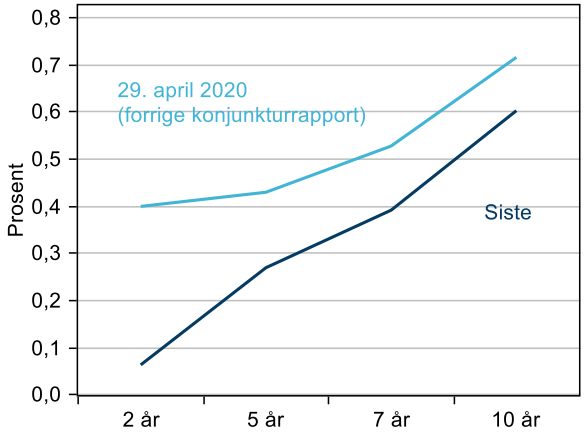


Kilder: Macrobond, Bloomberg og Handelsbanken

Norske statsrenter har falt

Norske lange statsrenter har, i likhet med britiske, falt siden forrige Konjunkturrapport. Fallet i renten på norske statsrenter må også ses i sammenheng med rentekuttet fra Norges Bank på 0,25 prosentpoeng til rekordlave 0,00 prosent i begynnelsen av mai. Rentekuttene på i alt 1,50 prosentpoeng siden 13. mars i år, koblet med utsikter til uendret styringsrente mot utgangen av 2022, har ført til en særlig stor nedgang i den korte enden av statsrentekurven (2 år). Fallet i den korte enden har vært rundt 30 basispunkter, mot 10 basispunkter i den lange enden. Dette har resultert i en brattere rentekurve, men like fullt med et lavere endepunkt enn tidligere.

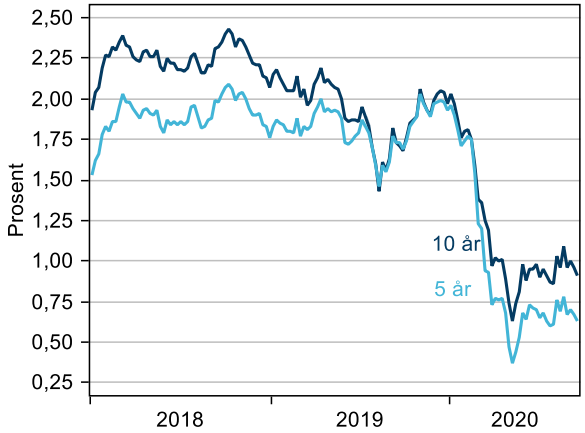
Norsk statsobligasjonskurve



Kilder: Macrobond og Bloomberg

Nedgangen i markedsrentene er en god indikasjon på at gjennomslaget fra rentekuttene til Norges Bank har vært betydelig, og markedsprisingen ser ut til å være godt på linje med sentralbankens forventning om uendret styringsrente de neste to årene.

Swaprenter, NOK



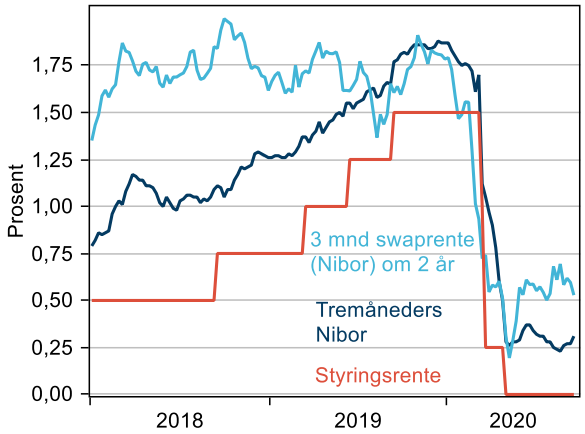
Kilde: Macrobond

Swaprenter på rekordlave nivåer i mai

I den lange enden av swaprentekurven (10 år) har ikke nivået trukket ned like mye som for statsobligasjonsrenten. Til tross for utgangen i premien mellom stat og swap, er ikke premien nå nevneverdig forskjellig fra et langsiktig gjennomsnitt. Slik vi ser det, er utgangen heller et resultat av en normalisering i etterkant av perioden mars-mai hvor markedsprisingen bar preg av forventninger til rentekutt fra Norges Bank. Norske 5- og 10-årige swaprenter bunnet ut på rekordlave nivåer rett i etterkant av at sentralbanken i mai kuttet renten til null, og har siden trendet sideveis. Våre prognoser innebærer at den norske 10-års swaprenten vil stige 75 basispunkter opp mot 1,65 prosent innen utløpet av 2022, i takt med at den økonomiske aktiviteten bedrer seg og etter hvert nærmer seg nivåene i forkant av koronapandemien.

Vi venter at den norske 10-årige swaprenten vil stige til 1,65 prosent i prognoseperioden

Rekordlave nivåer på norske renter



Kilder: Macrobond og Bloomberg

Forventninger om langsom oppgang i Nibor

Markedsforventningene til utviklingen i den norske tremånedersrenten de neste to årene innebærer en oppgang i Nibor til opp mot 0,50 prosent. Gitt vår vurdering av påslaget i pengemarkedet på 30 basispunkter, impliserer det en markedsforventning, med overveiende sannsynlighet, om at styringsrenten kan bli satt opp til 0,25 prosent innen en toårs horisont. En full renteheving er imidlertid ikke fullt priset før overgangen til 2. kvartal i 2023. Påslagene i pengemarkedet er imidlertid usikre og vil derfor ikke gi presise anslag på hvilken gjennomsnittlig styringsrente som ligger til grunn. Vår forventning er at Norges Bank hever styringsrenten til 0,25 prosent i desember 2022.

Valuta

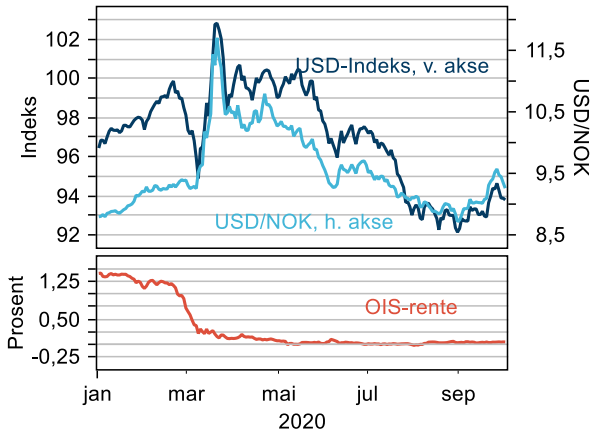
Langsom styrking av krona mot euroen

Den sterke kroneutviklingen gjennom mai og videre i juli og august har blitt reversert siden september, i takt med tilbakevendende usikkerhet i markedene og avtakende økonomisk vekst blant våre største handelspartnere. Denne usikkerheten, som i stor grad avhenger av utviklingen i pandemien, vil trolig være en tungtveiende faktor bak utviklingen i kronekursen fremover. Mot euro ser vi for oss at krona kan styrke seg til 10,50 mot slutten av prognoseperioden i 2022.

Svak krone mot amerikansk dollar

Etter å ha styrket seg initialt, svekket den amerikanske dollaren seg betydelig gjennom første del av sommeren samtidig som nedsiderisikoen forbundet med helsekrisen avtok og global økonomisk vekst tok seg raskere opp enn tidligere antatt. Fallet mot den norske kronen er imidlertid halvert siden starten av september, etter et fall på om lag 17 prosent på det meste siden forrige Konjunkturrapport. Feds endring i rammeverket for pengepolitikken, som ble annonsert i slutten av august, har så langt ikke endret forventningene til verken styringsrenten eller langsiktig inflasjon i USA. Skulle amerikanske inflasjonsforventninger øke som en konsekvens av økte vekstforventninger, vil det kunne medføre en sterkere norsk krone mot den amerikanske dollaren enn det vi har lagt til grunn i våre prognoser.

USD-indeks, USD/NOK, treårs USD OIS-rente



Kilder: Macrobond og Bloomberg

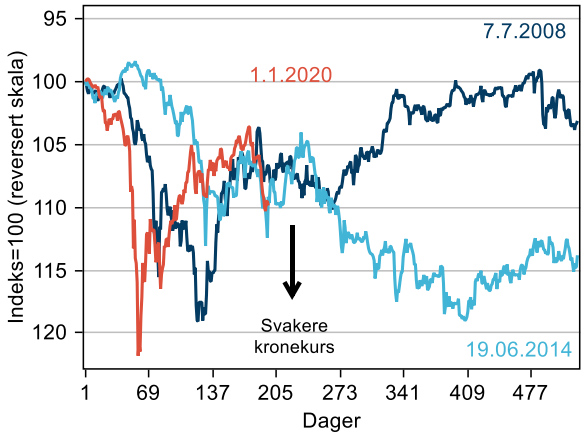
Vår vurdering er at utviklingen i den amerikanske dollaren er mindre sensitiv til utfallet i den amerikanske presidentvalgkampen enn mange tror. Samtidig ser vi en risiko for at et uklart valgresultat kan gi etterspill i form av stor uro på finansmarkedene. Den amerikanske dollaren styrker seg ofte i perioder med stor usikkerhet rundt utsiktene for global vekst, samt strammere finansielle forhold knyttet opp mot økt volatilitet i finansmarkedene. Siden september har volatiliteten i markedene tiltatt; med sterkere amerikansk dollar som konsekvens. På mellomlang sikt ser vi for oss at nivået på dollar mot euro blir rundt 1,14.

«Kronesjokk» hvert 6. år

Koronapandemien har i likhet med finanskrisen i 2008 og oljeprisfallet i 2014 medført store svingninger og nedgang i kronekursen. Kronesvekkelsen i mars kom hurtigere enn ved de to foregående «sjokkene», men fra om lag seks måneder etter pandemien traff og fram til nå, har kronesvekkelsen vært relativt lik i styrke som i 2008 og 2014. Om lag åtte måneder inn i koronapandemien har kronefallet vært rundt 10 prosent, og ser ut til å være et mer «varig sjokk», i likhet med hva som skjedde etter finanskrisen og oljeprissjokket for seks år tilbake.

Koronapandemien har i likhet med finanskrisen i 2008 og oljeprisfallet i 2014 medført store svingninger og nedgang i kronekursen

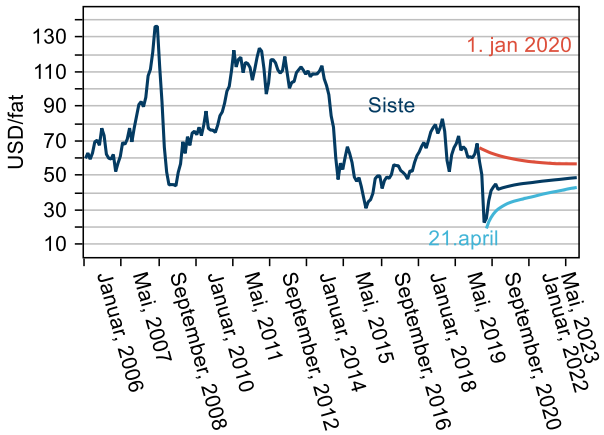
Konkurransekursindeksen (KKI)



Kilder: Macrobond og Bloomberg

Den norske krona blir priset som en råvarevaluta, og avtalen om produksjonskutt mellom landene i OPEC+ har så langt bidratt til et gulv i oljeprisen, på i underkant av USD 40 per fat. Avtalen har medført at risikoen forbundet med norske kroner har avtatt, gitt at kuttene er tilstrekkelige og at avtalen er troverdig. Terminprisene i oljemarkedet peker mot en gradvis økning i oljeprisen – opp mot USD 45 per fat på toårs horisont. Drahjelpen som krona måtte få av en viss videre oppgang i oljepris, kan i så måte være nokså begrenset og andre faktorer har trolig meldt seg som relativt sett mer viktig for kronekursen på mellomlang sikt.

ICE Brent Crude, oljeterminer



Kilder: Macrobond og Bloomberg

Intervensjonen i mars setter langvarige spor

Den dramatiske kronesvekkelsen i mars medførte at Norges Bank måtte intervenere for å stabilisere kronekursen. Intervensjoner i valutamarkedet har ikke blitt benyttet i Norge siden slutten av 1990-tallet, og vakte stor oppsikt blant markedsaktørene. Intervensjonen fra Norges Bank var begrenset i omfang; salg av valuta og kjøp av tilsvarende 3,5 milliarder norske kroner. Intervensjonen må også kunne karakteriseres som vellykket ettersom kronekursen styrket seg og «naturlige» kjøpere av kroner kom tilbake i markedene. Men at sentralbanken måtte intervenere for første gang på over 20 år, reiser også en del spørsmål rundt tilliten til norske kroner som plasseringsobjekt. Som kjent er norske kroner en liten og lite likvid valuta som faller i verdi i perioder med økt risikoaversjon i markedene, og vice versa. Volatiliteten i valutamarkedet har, i takt med aksjemarkedet, økt i høst. Den svake utviklingen i kronen siden september kan ikke i noen avgjørende grad tillegges hjemlige forhold. Det er snarere den internasjonale konjunkturutviklingen som har blitt mer usikker, og risikopremien på norske kroner ser ut til å ha økt. I relative termer har implisitt (forventet) volatilitet i valutamarkedet økt mer i norske kroner sammenlignet med andre råvarevalutaer som australske dollar, New Zealand-dollar og canadiske dollar. En medvirkende årsak kan være at krona er mer utsatt for den økte usikkerheten rundt brexit-prosessen og den relativt svakere økonomiske utviklingen i eurosonen sammenlignet med Kina. I handelsveide termer er de ovennevnte råvarevalutaene mye mer rettet mot Kina eller USA, og i mindre grad mot eurosonen og Storbritannia.

Andre faktorer enn oljepris trolig relativt sett viktigere for kronekursen på mellomlang sikt

Global risikoindeks og EUR/NOK

Kilder: Macrobond og Bloomberg

Langsom styrking av krona

Etter en periode i vår med en kraftig rekyl i den økonomiske veksten, både i Norge og internasjonalt, ser ikke gjeninnhentingen lenger like sterk ut. Vår

prognose innebærer at usikkerheten rundt koronapandemien og tilhørende restriksjoner vil dempe den økonomiske gjeninnhentingen. Tiltak for å hindre smittespredning vil trolig dempe evnen og viljen blant markedsaktørene til å ta risiko inntil en vaksine blir tilgjengelig. Skulle en vaksine bli tidligere tilgjengelig enn dagens forventning, vil trolig krona kunne styrke seg hurtigere enn vi legger til grunn. Samtidig vil antakelig både omfattende finans- og pengepolitiske stimulanser understøtte aktiva-markedene, og bidra til å holde risikoviljen oppe globalt. I våre prognoser for utviklingen i kronekursen legger vi til grunn at Norges Bank vil være den eneste sentralbanken blant våre største handelspartnere til å heve renten mot slutten av 2022. Mot den felleseuropeiske valutaen ser vi for oss at krona henter seg inn mot 10,50-nivået ved utgangen av prognoseperioden i 2022.

Nøkkeltall

Makroprognoser

	2019	2020	2021	2022
Konsum i husholdninger	1,6	-7,6	7,7	3,3
Private investeringer fastland	3,1	-9,8	-2,8	4,8
Næringsinvesteringer	5,6	-12,3	-7,9	5,4
Boliginvesteringer	-0,9	-5,5	5,3	4,0
Offentlig konsum og investeringer	2,8	1,7	4,5	0,8
Eksport fra fastlandet	5,4	-8,3	2,2	4,7
Oljeinvesteringer	12,9	-3,5	-11,0	-2,0
BNP for Fastlands-Norge	2,4	-3,5	3,6	2,0

Kilde: Handelsbanken Capital Markets

Makroindikatorer

	2019	2020	2021	2022
Inflasjon KPI	2,2	1,5	3,0	1,5
Kjerneinflasjon KPI-JAE	2,2	3,1	2,2	1,5
Lønnsvekst per normalårsverk	3,5	1,9	2,1	2,2
Arbeidsledighet*	2,3	5,0	3,3	3,0

* Prosent av arbeidsstyrken (NAV)

Kilde: Handelsbanken Capital Markets

Renteprognoser

	1. okt	4. kv. 2020	1. kv. 2021	2.kv. 2021	3. kv. 2021	Slutt 2021	Slutt 2022
Norges Banks folio	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,25
3 mnd NIBOR	0,28	0,30	0,30	0,30	0,30	0,30	0,55
10 år norsk stat	0,62	0,70	0,75	0,90	1,00	1,05	1,25
10års norsk swap	0,90	1,05	1,10	1,25	1,35	1,40	1,65
Swap- stat, basispunkter	28	35	35	35	35	35	40

Kilde: Handelsbanken Capital Markets

Valutaprognoser

	1. okt	4. kv. 2020	1. kv. 2021	2.kv. 2021	3. kv. 2021	Slutt 2021	Slutt 2022
EUR/NOK	10,91	11,00	11,00	11,00	10,90	10,90	10,50
EUR/USD	1,18	1,16	1,15	1,14	1,14	1,14	1,14
USD/NOK	9,28	9,48	9,57	9,65	9,56	9,56	9,21
CHF/NOK	10,11	10,19	10,28	10,38	10,28	10,28	9,91
USD/JPY	105,00	105,00	105,00	106,00	107,00	107,00	108,00
JPY/NOK	8,80	9,03	9,11	9,10	8,94	8,94	8,53
EUR/SEK	10,49	10,35	10,30	10,25	10,20	10,20	10,00
SEK/NOK	1,04	1,06	1,07	1,07	1,07	1,07	1,05
GBP/NOK	12,02	11,58	11,58	11,83	11,98	11,98	11,67

Kilde: Handelsbanken Capital Markets

Fraskrivningserklæring for analyse

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

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

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

Synspunktene i analyserapporter fra SHB og dets datterselskaper er betraktninger gjort av ansatte i SHB og tilsluttede personer. De reflekterer synspunktene til de respektive analytikerne på denne datoen og kan endres. Vi kan ikke garantere at fremtidige hendelser vil samsvare med disse betraktningene. Hver analytiker som er identifisert i denne analysesrapporten, bekrefter også at betraktningene som inngår her, og som er tilskrevet en analytiker, reflekterer hans eller hennes individuelle betraktninger av selskapene eller verdipapirene som er nevnt i denne analyserapporten.

Analyserapporter fra SHB er kun ment for informasjonsformål. Informasjonen i analyserapportene utgjør ikke en personlig anbefaling eller personlige investeringsråd. Slike rapporter og betraktninger må ikke legge grunnlaget for investeringer eller strategiske beslutninger. Dette dokumentet utgjør ikke markedsføring av, eller tilbud om kjøp eller salg av verdipapirer. . Det skal heller ikke danne grunnlaget for eller brukes i forbindelse med noen form for kontrakt eller forpliktelse. Tidligere resultater kan kanskje ikke oppnås på nytt og må ikke anses som en indikasjon på fremtidige resultater. Verdien på investeringer og inntekten fra dem kan gå både opp og ned, og investorer risikerer å tape hele beløpet det opprinnelige investerte. Investorer er ikke garantert å tjene på investeringer og kan tape penger. Valutakurser kan forårsake at verdien på utenlandske investeringer og inntektene fra dem stiger eller synker. Dette analysesproduktet vil bli oppdatert med jevne mellomrom.

Ingen deler av SHB-analysesrapporter skal kopieres eller distribueres uten skriftlig tillatelse fra SHB. Distribusjonen av dette dokumentet kan være underlagt juridiske begrensninger i visse jurisdiksjoner. Personer som kommer i besittelse av dette dokumentet, må skaffe seg opplysninger om og følge slike restriksjoner.

Denne rapporten dekker ikke juridiske eller skattemessige aspekter vedrørende utgiverens planlagte eller eksisterende gjeldsforpliktelser. Innholdet er utelukkende beregnet for kunder i Norge.

Vær oppmerksom på følgende viktige opplysningserklæringer vedrørende analyse:
Ansatte i SHB, inkludert analytikere, får kompensasjon som genereres av firmaets totale fortjeneste. Analytikerkompensasjon er ikke basert på tjenester spesifikt knyttet til finansielle aktiviteter (en. Corporate Finance) eller tjenester i gjeldskapitalmarkeder. Ingen deler av analytikerkompensasjonen har vært, eller vil bli, direkte eller indirekte forbundet med spesifikke anbefalinger eller betraktninger som er uttrykt i analysesrapporter.

Fra tid til annen kan SHB og/eller tilsluttede personer levere investeringsbanktjenester og andre tjenester, inkludert forretningsbanktjenester og råd om verdipapirer, til alle selskapene som er nevnt i analysen vår.

Vi kan fungere som rådgiver og/eller megler for alle selskapene som er nevnt i analysen vår. SHB kan også ta yte Corporate Finance-tjenester til disse selskapene.

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

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

Når det gjelder tjenester knyttet til finansielle instrumenter, kan banken, i visse situasjoner, betale eller motta tilskyndelser, som godtgjørelse og honorarer, fra andre parter enn kunden. Tilskyndelsene kan være både pengebaserte ytelser og naturalytelser. Hvis tilskyndelsene blir betalt til eller mottatt fra en tredjepart, kreves det at betalingen har som formål å forbedre kvaliteten på tjenesten. Betalingen må ikke hindre banken i å ivareta kundenes interesser. Kunden må informeres om eventuelle godtgjørelser som banken mottar. Når banken legger frem investeringsanalyse, mottar banken mindre naturalytelser. Mindre naturalytelser består av følgende:

- Informasjon eller dokumentasjon om et finansielt instrument eller en investeringstjeneste av generell art.
- Skriftlig materiale som er skrevet av en tredjepart som utsteder, med formål om å markedsføre en ny utstedelse.
- Deltagelse på konferanser og seminarer om et spesifikt instrument eller en investeringstjeneste.
- Representasjon opptil et rimelig beløp.

Banken har innført retningslinjer som er ment for å ivareta integriteten og uavhengigheten til analyse , samt å avdekke faktiske eller potensielle interessekonflikter vedrørende analytikere eller banken, løse eventuelle konflikter ved å eliminere eller moderere dem og/eller skrive formålstjenlige erklæringer. Banken har innført restriksjoner (informasjonsrestriksjoner) på kommunikasjonen mellom analyseavdelingen og andre avdelinger i banken for å kontrollere interessekonflikter. I tillegg er banken organisert slik at analyseavdelingen er adskilt fra Corporate Finance-avdelingen og andre avdelinger med lignende ansvarsområder. Retningslinjene for analyse inkluderer også regler for hvordan betalinger, bonuser og lønn skal betales til analytikere, hvilke markedsføringsaktiviteter analytikere kan delta i, hvordan analytikere skal håndtere egen verdipapirhandel og verdipapirhandel for personer i nær familie, osv. I tillegg finnes det restriksjoner for kommunikasjon mellom analytikere og det gjeldende selskapet. I henhold til bankens etiske retningslinjer for Handelsbanken Group må styret og alle ansatte følge høye etiske standarder når de utfører arbeidet sitt i banken, samt andre oppgaver. Hvis du vil se mer informasjon om bankens etiske retningslinjer, kan du gå til bankens hjemmeside på www.handelsbanken.com og klikke på Om banken – Bærekraft i banken – Bærekraft – Policydokumenter og -retningslinjer – Policydokumenter – Policy for etiske standarder i Handelsbanken Group. Handelsbanken har nulltoleranse for bestikkelser og korrupsjon. Dette er vedtatt i bankens konsernpolicy for bestikkelser og korrupsjon. Forbudet mot bestikkelser inkluderer også anmodning, organisering og mottakelse av bestikkelser ment for ansattes familie, venner, samarbeidspartnere og bekjente. Hvis du vil se mer informasjon om bankens policy mot korrupsjon, kan du gå til bankens hjemmeside på www.handelsbanken.com og klikke på Om banken – Bærekraft i banken – Bærekraft – Policydokumenter og -retningslinjer – Policydokumenter – Policy mot korrupsjon i Handelsbanken Group.

Ved distribusjon i Storbritannia

SHB distribuerer analyserapporter i Storbritannia.
SHB er autorisert av Finansinspektionen i Sverige og Prudential Regulation Authority og er underlagt begrenset regulering av Financial Conduct Authority og Prudential Regulation Authority. Detaljer om omfanget av autorisasjonen og reguleringen av Prudential Regulation Authority, samt reguleringen av Financial Conduct Authority, er tilgjengelig på forespørsel.
Kunder i Storbritannia bør være oppmerksomme på at hverken Financial Services Compensation Scheme (erstatningsordning for finanstjenester i Storbritannia) for investeringsvirksomhet eller reglene i Financial Conduct Authority som ble fastsatt av Financial Services and Markets Act 2000 (etter endring) for å beskytte privatkunder, ikke gjelder for denne analyserapporten. Kunder i Storbritannia vil derfor ikke være beskyttet av denne ordningen.

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

Ved distribusjon i USA

Viktige tredjeparts-analyseerklæringer:

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

SHB-analyserapporter for distribusjon i USA er bare ment for «store institusjonelle investorer i USA», som definert i regel 15a-6 i Securities Exchange Act fra 1934. Hver store institusjonelle investor i USA som mottar en kopi av en analyserapport, samtykker til ikke å distribuere eller gi analyserapportene til andre personer.

Alle personer i USA som mottar en SHB-analyserapport, og som ønsker å handle i noen av egenkapitalinstrumentene som er omtalt i denne rapporten, bør ringe eller skrive til HMSI. HSMI er medlem av FINRA, telefonnummer (+1-212-326-5153).

Macro Research and Trading Strategy

Macro Research

Lena Fahlén	Head of Global Research	+46 8 701 83 29
Christina Nyman	Head of Macro Research and Chief Economist	+46 8 701 51 58

Web

Terese Loon		+46 8 701 28 72

Sweden

Helena Bornevall	Senior Economist, Sweden	+46 8 701 1859
Johan Löf	Senior Economist, Sweden	+46 8 701 5093
Anders Bergvall	Senior Economist, Sweden	+46 8 701 8378
Erik Meyersson	Senior Economist, Eurozone	+46 8 701 1412
Johanna Högfeldt	Senior Economist, US	+46 8 701 1711

Finland

Timo Hirvonen	Chief Economist, Finland	+358 10 444 2404
Janne Ronkanen	Senior Economist, Finland	+358 10 444 2403

Denmark

Jes Asmussen	Head, Macro Research, Denmark	+45 46 79 12 03
Rasmus Gudum-Sessingø	Senior Economist, Denmark	+45 46 79 16 19

Norway

Kari Due-Andresen	Head, Macro Research, Norway	+47 22 39 70 07
Nils Kristian Knudsen	Senior Strategist FX/FI	+47 22 82 30 10
Marius Gonsholt Hov	Senior Economist, Norway	+47 22 39 73 40
Halfdan Grangård	Senior Economist, Norway	+47 22 39 71 81

UK

James Sproule	Chief Economist, UK	+44 7812 4861 87

Trading Strategy

Claes Måhlén	Chief Strategist	+46 8 463 45 35
Nils Kristian Knudsen	Senior Strategist FX/FI	+47 22 82 30 10
Lars Henriksson	Senior Strategist FX	+46 8 463 45 18
Kiran Sakira	Senior Strategist FX	+46 8 701 46 14
Johanna Högfeldt	Fixed Income Strategist	+46 8 701 17 11

Debt Capital Markets

Tony Lindlöf	Head of Debt Capital Markets	+46 8 701 25 10
Per Eldestrand	Head of Debt Capital Markets Sweden	+46 8 701 22 03
Måns Niklasson	Head of Corporate Loans and Acquisition Finance	+46 8 701 52 84
Thomas Grandin	Head of Corporate Bonds	+46 8 463 45 83

Sales

Fixed Income Sales

Henrik Franzén	+46 8 701 11 41

Corporate Sales

Bo Fredriksson	+46 8 701 345 31

FX Sales

Linnea Lindström	+46 8 463 48 97

Syndication

Thomas Grandin	+46 8 701 345 83

Regional sales

Amsterdam

Annelies Pruik	+31 204 127 668

Copenhagen

Kristian Nielsen	+45 46 79 12 69

Gothenburg

Björn Torsteinsrud	+46 31 774 83 39

Gävle

Petter Holm	+46 26 172 103

Helsinki

Mika Rämänen	+358 10 444 62 20

Linköping

Fredrik Lundgren	+46 13 28 91 10

London

Chris Yoxall	+44 207 578 86 20

Luleå/Umeå

Ove Larsson	+46 90 154 719

Malmö

Fredrik Lundgren	+46 40 243 900

Oslo

Petter Fjellheim	+47 22 82 30 29

Stockholm

Malin Nilén	+46 8 701 27 70

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

Svenska Handelsbanken AB (publ)

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

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

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

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

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

New York
Handelsbanken Markets Securities, Inc.
875 Third Avenue, 4th Floor
New York, NY 10022-7218
Tel. +1 212 326 5153
Fax. +1 212 326 2730
FINRA, SIPC