

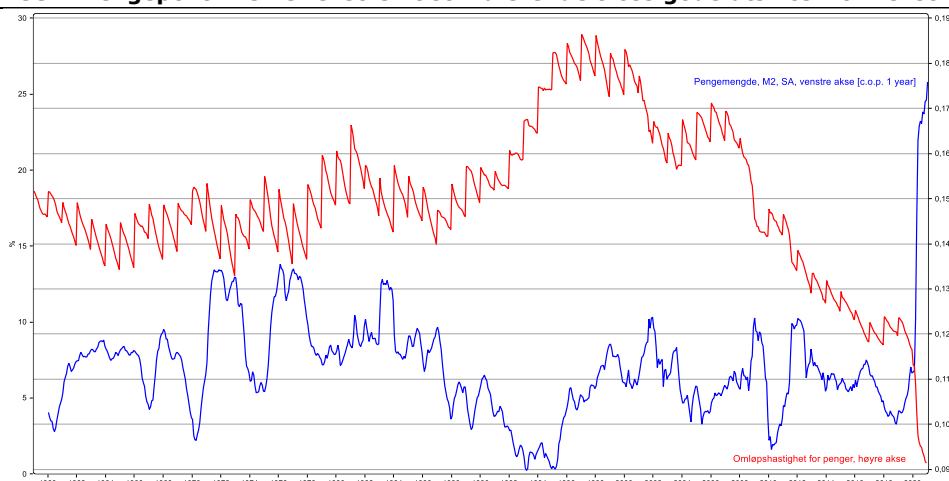
NORGES BANK VARSLER RENTEØKNING TIL HØSTEN

22. mars 2021

Sentralbanken i USA oppjusterte i forrige uke sine prognoser for vekst i BNP i år fra 4,2% til hele 6,5%, og anslaget på prisvekst i år fra 1,8% til 2,4%. Utrolig nok antar de at inflasjonen raskt skal falle til 2% og forbli der de neste årene. Sentralbanken vil holde renten uendret på 0% helt til 2024, og at de vil fortsette å kjøpe obligasjoner i markedet for USD 120 mrd hver måned i lang tid. Når renten blir holdt uendret til 2024, så sender markedet renten på lange lån opp siden de venter at inflasjonen vil stige mye frem i tid.

Veksten i pengemengde er ekstremt høyt som et botemiddel for at omløpshastighet for penger er på et historisk lavt nivå. Frykten i rentemarkedet er at sentralbanken vil fortsette å stimulere kraftig selv om økonomien normaliseres allerede i år. Med stigende inflasjon vil realrente forbli kraftig negativ, og de som sparer og investerer vil flytte penger ut av trygge renteplasseringer og over i andre sparealternativer med høyere forventet avkastning som eiendom og aksjer, og det er fristende å låne mer. Sentralbanken tillater inflasjonsforventningene å stige, og verdiene for de som har investert i obligasjoner å falle. Fortsetter oppgangen i obligasjonsrentene, noe vi tror, øker risikoen for en korleksjon i aksjemarkedet, og risikoen øker for at utenlandske eiere av amerikanske statsobligasjoner selger seg ned. En ny stimuleringspakke på hele USD 1 900 mrd øker bekymringen, og vil kunne svekke USD videre.

Norges Bank justerte også opp sine prognoser for vekst i forrige uke, men varslet at de vil begynne å heve renten fra andre halvår i år. Markedet har allerede priset inn en gradvis normalisering av rentene i år, uten at det har ført til en kraftig styrking av kronekursen. Også i Norge ser vi en kraftig økning i boligpriser i storbyene, som er tegn på at realrentene er for lave. Den enorme økning i pengemengde fra pengetrykking har bidratt til kraftig prisvekst på finansielle aktiver og eiendom. Nytrykte penger blir fanget i finans- og boligmarkedet, og lite går til nye produktive investeringer i realøkonomien. Sentralbanken i New Zealand har fra 1. mars blitt pålagt av regjeringen å dempe prisoppgangen på boliger, etter en 20% prisoppgang i fjor. New Zealand var i 1989 første land som innførte et direkte inflasjonsmål. Kanskje vil de nå lede an i å utforme en ny sentralbankpolitikk? Jo lenger tid det tar før realrentene etter skatt normaliseres, og jo høyere aksje og boligmarkedet stiger, jo større vil presset bli for å endre kurs.

USA: Pengepolitikken er ekstremt stimulerende tross gode utsikter for vekst

Elisabeth Holvik
Sjeføkonom
SpareBank 1 Gruppen

+47 95 12 64 61

elisabeth.holvik@sparebank1.no

www.sparebank1.no

Optimistisk vekstutsikt i USA løfter lange renter

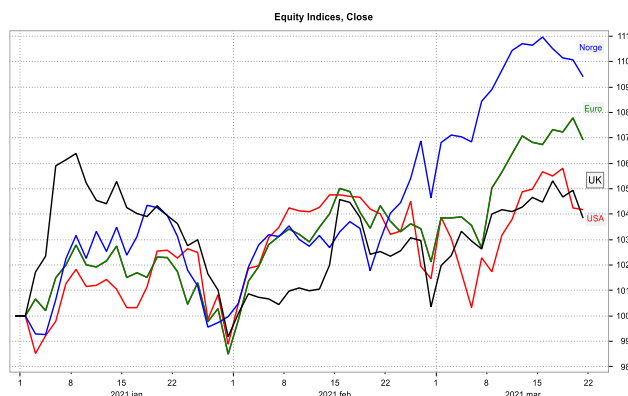
Finansmarkedene har så langt i år vært preget av vekstoptimisme i takt med at forventningene om at store deler av befolkningen i mange land vil bli vaksinert innen høsten. I Norge regner FHI med at størstedelen av den voksne befolkningen vil være vaksinert før august. Med tanke på at smittefare er betydelig lavere om sommeren, kan det dermed se ut til at vi kan se sommeren relativt lyst i møte, selv om det nok blir begrensninger på utenlandsreise for barnefamilier så lenge de muterte virusene spres så lett blant barn.

Sentralbanken i USA oppjusterte forrige uke vekstprognoser for i år, fra 4,2% til 6,5%, og anslag for prisveksten målt ved PCE indeksen fra 1,8% til 2,4%. Sentralbanken venter at økningen i inflasjon vil være kortvarig, og anslaget for prisvekst de neste par årene er på 2%. Det betyr at sentralbanken, selv med dagens ekstremt stimulerende politikk, ikke tror prisveksten vil bli høy nok til å oppnå målet om å «ta igjen» for den svake prisveksten som har vært de siste årene. Derfor, og til tross for kraftig oppjustert vekstanslag, så varslet sentralbanken at de vil holde renten uendret helt frem til 2024. På pressekonferanse etter rentemøtet gjentok sentralbanksjef Powell at de har svært god tid med å heve renten, og at de først vil være helt sikre på at veksten tar seg opp, at arbeidsledigheten faktisk kommer under 3,5% og prisveksten forbli vedvarende over 2%, først da skal de begynne å redusere de månedlige kjøp av obligasjoner i markedet, for så å avslutte obligasjonskjøpene, og først deretter skal de heve renten. Sentralbanken kjøper obligasjoner i markedet for USD 120 mrd pr måned. Inflasjonsforventningene har steget, og renten på en 10 års amerikansk statsobligasjon har steget til 1,75%, det samme nivået som i januar 2020. En tilsvarende rente i Tyskland er på -0,3%, mens en norsk ligger rundt 1,5%. Vi regner med at den stigende rentetrenden vil fortsette.

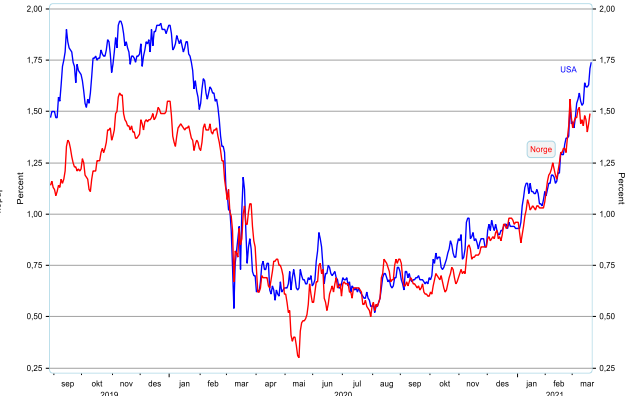
Økte vekstforventninger gir forventning om en betydelig inntjeningsforbedring i 2021, og har løftet råvare – og oljepris, fraktrater og sykliske aksjer. I tillegg flyttes penger fra obligasjons til aksjemarkedet siden flere venter videre renteoppgang, og når renten stiger faller obligasjonene i verdi. Store offentlige stimulerings- og investeringsprogrammer rettet mot infrastruktur og avkarbonisering av energi- og transportsektoren bidrar til å løfte grønne, energi og sykliske aksjer. Mens S&P 500 indeksen kun har steget 4% så langt i år, har Oslo Børs steget med vel 9%, og den brede europeiske børsen FTSE Eurofirst 300 indeksen har steget rundt 7%.

For aksjemarkedet er det flere risikofaktorer knyttet til Bidens nye økonomiske plan. Det planlegges både å øke selskapsskatten fra 21% til 25%, og det planlegges at kapitalavkastning skal skattes likere som personinntekt. Et kompromiss kan være at skatt på kapitalavkastning økes fra dagens 15%-20% til i området 25%. Det kan føre til at noen med store kapitalgevinster vil selge seg ned i forkant av en eventuell skatteendring. Skatteendringene kan særlig ramme teknologiaksjer, der oppgangen i børsverdier har vært svært høy i mange år. OECD planlegger å innføre en global digital skatt, noe Trump nektet, men som Biden nå aktivt støtter. I tillegg har Biden samlet en egen gruppe eksperter for å vurdere å bryte opp teknologiplattformen for å bedre konkurransen i markedet. Det vurderes og å øke skatt på inntekter opptjent i utlandet, fra dagens 10,5% til rundt 20%. Teknologiselskaper har nytt godt av et skattesystem som i liten grad har fanget opp de reelle inntektene, men dette er i ferd med å endre seg i de aller fleste land. Bidens skattepolitikk kan, på marginen, føre til en reallokering ut av teknologiaksjer, og til en noe svakere USD.

Aksjeindeksen, Norge, USA, EU og UK



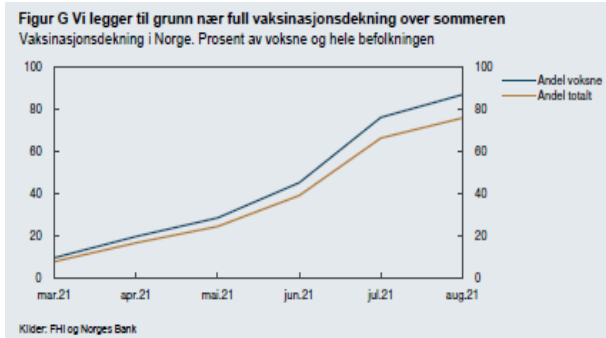
Renten på 10 års statsobligasjonslån



Norges Bank varsler renteøkning til høsten

Norges Bank la i forrige uke frem en justert rentebane, der de nå varsler at renten vil heves enten i september, eller desember. Norges Bank legger til grunn for den rentebanen at størstedelen av den voksne befolkningen vil være ferdigvaksinert innen utgangen av august, som vist i figuren under til venstre, og at økonomien da kan gradvis normaliseres fra mai. Gitt stort oppdemmet behov for reise og opplevelser venter de en kraftig konsumvekst i andre halvår, og at det så vil være riktig å starte å heve renten fra høsten av.

Norge: Anslått tempo i vaksinerings



Norge: anslag for normalisering av økonomien

Tabell A Tidslinje for utfasing av smitteverntiltak i Norge

Tiltaksområde ¹	Mar.	Apr.	Mai	Jun.	Jul.	Aug.	Sep.	Okt.	Nov.	Des.
Arbeidsplasser										
Butikker										
Restauranter, kafeer og barer										
Ankomst Norge										
Reiser										
Arrangementer										

■ Strengt smitteverntiltak ■ Mindre strengt smitteverntiltak ■ Noen smitteverntiltak ■ Få eller ingen smitteverntiltak

¹ Klassifiseringen av de ulike tiltaksområdene følger inndelingen i [begringene overrøkt over gjeldende nasjonale tiltak](#).

Kilde: Norges Bank

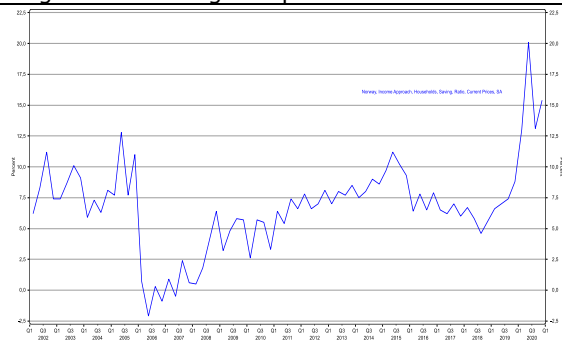
Kilde: SpareBank1, Norges Bank

Norges Bank venter en betydelig gjeninnhenting av økonomien over sommeren. Norges Bank venter at BNP for fastlandsøkonomien vil vokse med 3,8% i år og 3,4% neste år. Det er særlig forventning om en kraftig forbruksvekst til sommeren og høsten som er vente å dra opp veksten. Strengt smitteverntiltak har bidratt til en kraftig økning i spareraten. For året 2020 steg spareraten til 15% for norske husholdninger. En stor del av dette sparte beløpet står på bankkonto, men noe har gått til langsiktig sparing i aksjer og fond, og noe til investeringer i eiendom og hytte. Det har vært en spesielt sterk prisoppgang på boliger i Oslo.

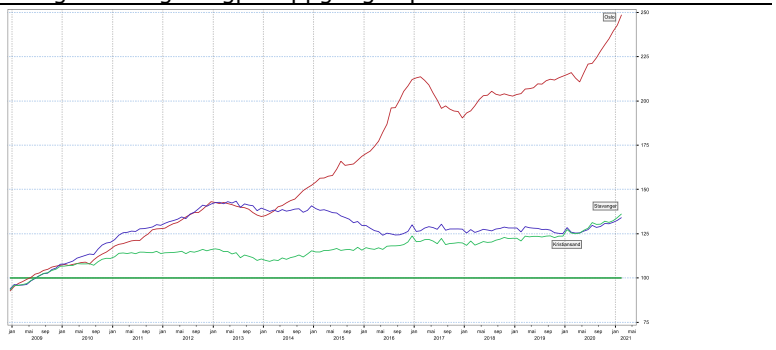
Med rekordlav rente og forventning om videre kraftig befolkningsvekst i Oslo-området, har mange tilpasset seg utsiktene til vedvarende negative realrenter, og kjøpt bolig. Når realrentene er negative så er «Cash Trash» og det lønner seg å låne og investere. For å få tilgang til lån for å investere er det lettest å ta opp boliglån med pant i boligen, for det er bankene villig til å låne ut til når de har pant i noe konkret som bolig. For å få lån må en ha tilstrekkelig egenkapital, men denne kan lånes av andre enn banken, som for eksempel foreldre eller storfamilie, eller en kan få hjelp av kommunen. Tilsvarende har stengte grenser ført til rekordetterspørsel etter hytter. Vi tror boligprisveksten vil fortsette, men med noe mer moderat tempo fremover. Økt bruk av hjemmekontor, og lavere innvandring, kan dempe sentraliseringen, og bidra til en mindre kraftig stigning i boligpriser de neste tiårene som det har vært frem til nå.

Det er uansett umulig for Norges Bank å styre boligprisene i Oslo kun med renten. Det handler om både en sentraliserende politikk, innvandringspolitikk, utdannings- og forskningspolitikk, folks preferanser, og lav boligbygging der folk ønsker å flytte til. Boliginvesteringene falt med 4% i fjor, og ventes å stige med 4-5% i år og neste år. Det vil etter hvert bidra til en bedre balanse i boligmarkedet. Den lave renten har bidratt til et ubehagelig høyt gjeldsnivå i Norge, og kredittveksten til husholdningene ventes å stige med nye 5% årlig de neste årene. Kraftig gjeldsrevet boligprisvekst øker faren for korreksjon, men i og med at prisene har steget så kraftig, så er det først og fremst et problem for de siste inn i boligmarkedet og som må realisere. De fleste kjøper imidlertid tross alt bolig for å bo der selv, og for dem vil en korreksjon ha lite å si så lenge de ikke må selge og rentene stiger langt over det som ligger i renteprognosen til Norges Bank. Norges Bank anslår spareraten for i år på 12,6% og 7% neste år.

Norge: husholdningens sparerate



Norge: kraftig boligprisoppgang i spesielt Oslo

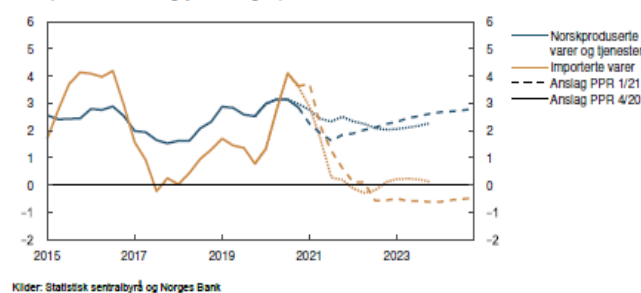


Kilde: SpareBank1, Norges Bank

Norges Bank venter et fall i arbeidsledighet til 3,4% i år og 2,4% neste år. En rask bedring i arbeidsmarkedet vil bidra til å løfte lønnsveksten med 2,4% i år og 2,6% neste år. Med en prisvekst justert for avgifter og energi på 1,9% i år og 1,3% neste år så vil det gi en liten reallønnsvekst i år, og en noe høyere neste år. Norges Bank venter at prisveksten raskt vil komme ned og forbli lav de neste årene. Det skyldes delvis at kronekursen vil styrkes, og dermed vil importprisene dempes. Videre venter Norges Bank en moderat lønnsvekst fremover, og at offentlig pengebruk etter hvert vil måtte dempes noe. Endringer i forbruksmønster, med en kraftig økning i internetthandel, vil og kunne bidra til å dempe aktiviteten og prisveksten fremover.

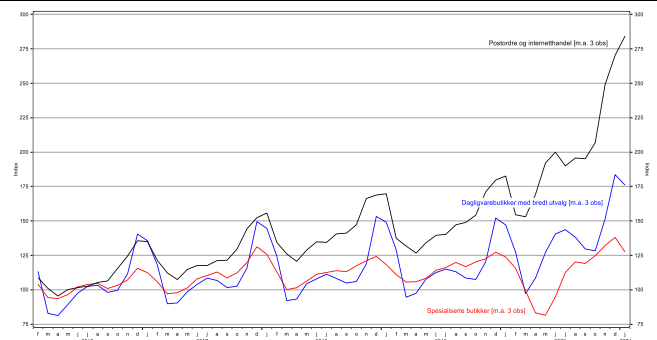
Norge: prisvekst, import og norskproduserte

Figur 3.17 Utsikter til lavere importert prisvekst
Norskproduserte varer og tjenester og importerte varer i KPI-JAE. Firekvartalersvekst. Prosent



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Norge: kraftig økning i internetthandel

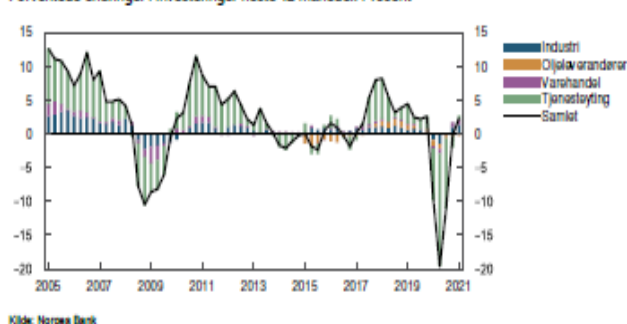


Kilde: SpareBank1, Norges Bank

Bedriftene i Norges Banks regionale nettverk melder om en liten økning i investeringene neste år. Samtidig viser investeringstellingene for industrien og kraftbransjen at fallet i investeringer i år har vært større enn ventet, med et fall i år på 6,3%. I år venter Norges Bank at investeringene vil falle videre vel 1%. Som følge av skattelette til oljesektoren som del av krisepakken, har flere oljeselskaper varslet at de vil sette i gang en rekke utbygginger, noe som vil løfte oljeinvesteringene i 2023 og 2024 med henholdsvis 10% og 8%.

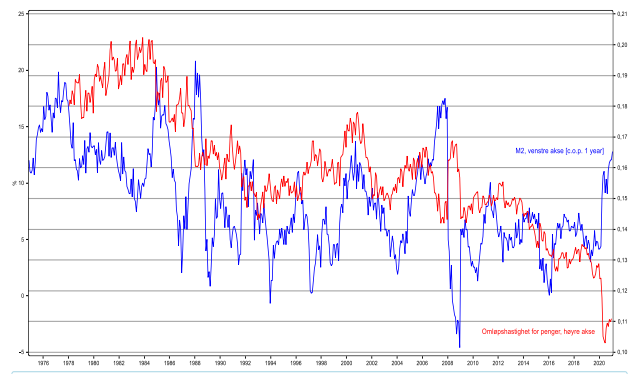
Norge: Økt investeringsvilje neste år

Figur 3.6 Lysere investeringsutsikter i bedriftene
Forventede endringer i investeringer neste 12 måneder. Prosent



Kilde: Norges Bank

Norge: vekst i pengemengde og omløpshastighet for penger



Avveininger for Norges Bank

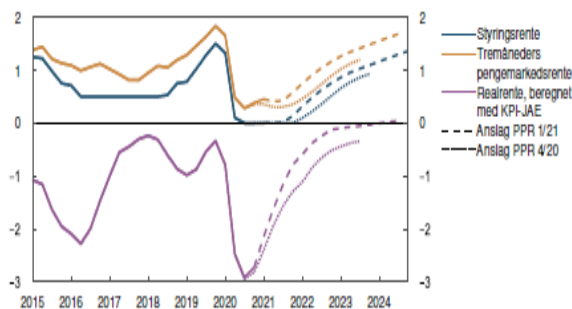
Pengepolitikken kan bidra til at produksjon og sysselsetting stabiliseres rundt det høyest mulige nivået som er forenlig med prisstabilitet over tid. Hvor høyt dette nivået er bestemmes av **strukturelle forhold som skatte- og trygdesystemet, systemet for lønnsdannelse og sammensetningen av arbeidsstyrken**. Som jeg har skrevet om før, så er det tegn til betydelig svekket vekstdynamikk i norsk økonomi, med underskudd på handelsbalansen utenom olje, fallende eksportandeler, og en økende miss-match mellom hvilke kvalifikasjoner den norske arbeidsstyrken har, til gitt lønnsnivå og hvor folk bor, og hvor de ledige jobbene er, og hva arbeidsgiver er villig til å betale/ kan betale ut fra konkurransesituasjonen. Koronakrisen, og behov for å stengte grenser, avslørte at vi har gjort oss svært avhengige av utenlandsk arbeidskraft innen flere sektorer, både lavtlønte innen industri og landbruk, fagarbeidere, og høyt utdannede spesialister innen teknologi, og ikke minst i helsesektoren. Mange går ledige i storbyene, mens det er ledige jobber i industriene i distriktene. Arbeidskraftsmobiliteten virker å være svært lav. En forklaring kan være den høye innvandringen de siste tiårene, som i stor grad har etablert seg i storbyene.

Norges Bank har gradvis utviklet en mer og mer fleksibel inflasjonsstyring, og lagt stadig mer vekt på både hensyn til realøkonomien, men og til å sikre finansiell stabilitet. Nå kan det se ut til at hensynet til realøkonomien, og risikoen for at en del av de som ble permittert og mistet jobben i pandemien ikke vil komme tilbake i arbeid, veier tungt. Andelen langtidsledige, som består av arbeidstakere som har vært helt ledige i mer enn et halvt år, har steget til et historisk høyt nivå det siste året. Erfaringene fra tidligere tilbakeslag har vist at sterke tilbakeslag har blitt etterfulgt av langvarig lavere yrkesdeltakelse, senest etter fallet i oljeprisen i 2014. Norges Bank konkluderer med at: «At arbeidsledigheten fortsatt er på et høyt nivå og at mange ennå er langtidsledige, understøtter vår vurdering om at pandemien vil kunne få langvarige negative konsekvenser for yrkesdeltakelsen». Dette er en viktig grunn til at de velger å holde renten lav lenge, og det er samme argumentasjon som vi kjenner igjen fra sentralbanken i USA. At det nå legges stor vekt på å få også de som har redusert produktivitet tilbake i arbeid, får da som konsekvens at realrente blir holdt svært lav lenge, med de utfordringer det får for både endret spare og investeringsadferd, og at prisene på investeringsobjekt som aksjer og eiendom blir presset oppover. Det er en økende diskusjon internasjonalt om det er behov for å justere på sentralbankenes mandat. Og det er en økende uro for at en gjentar politikkfeilene som ble gjort på slutten av 1960-tallet og inn på 1970-tallet, som jeg har beskrevet i detalj i tidligere rapporter. Denne diskusjonen vil øke i intensitet jo lenger realrenten holdes så kraftig negativ. Behovet for strukturelle reformer er høyt, men den politiske viljen er lav.

Vi tror Norges Bank vil heve renten i desember, gitt at den økonomiske utvikling fortsetter i tråd med deres anslag, og at vaksinering og smittespredning utvikler seg om lag som anslått. Markedet har allerede priset inn en gradvis normalisering av rentene i år, uten at det har ført til en kraftig styrking av kronekursen. Norges Bank anslår at realrentene vil være negative helt frem til 2023, og at boliglånsrenten vil stige til i underkant av 3% i 2024, se figurene under.

Norge: svært lave realrenter lenge

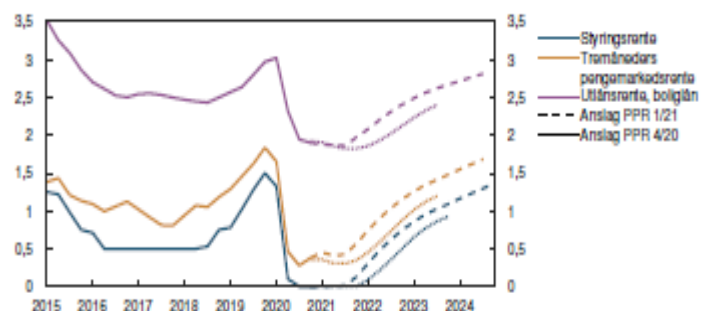
Figur 4.5 Litt høyere rentebane, men fortsatt ekspansiv pengepolitikk
Prosent



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Norge: boliglånsrente, anslag fra Norges Bank

Figur 2.2 Fortsatt lav boliglånsrente
Prosent



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

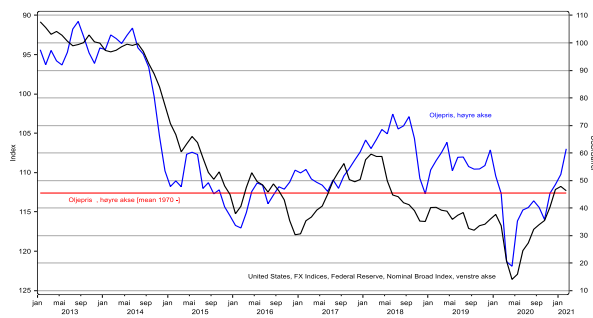
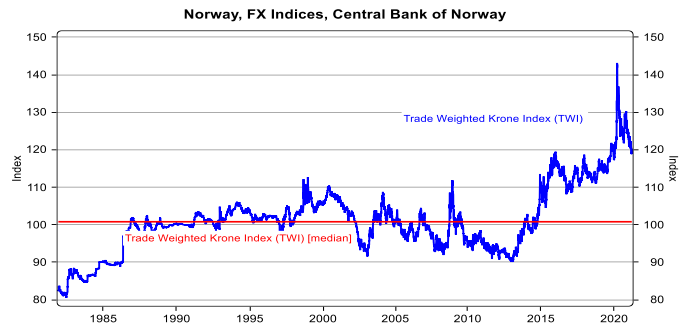
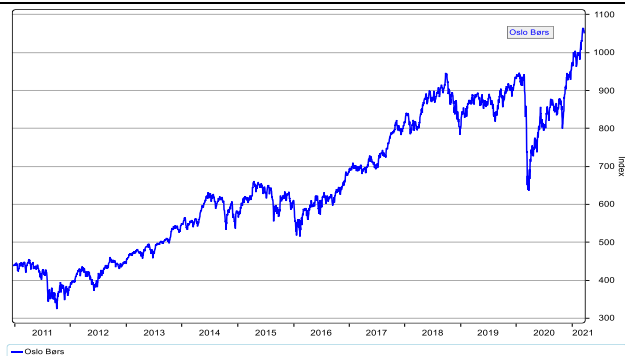
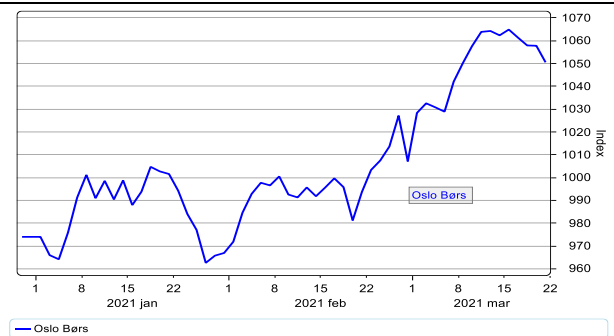
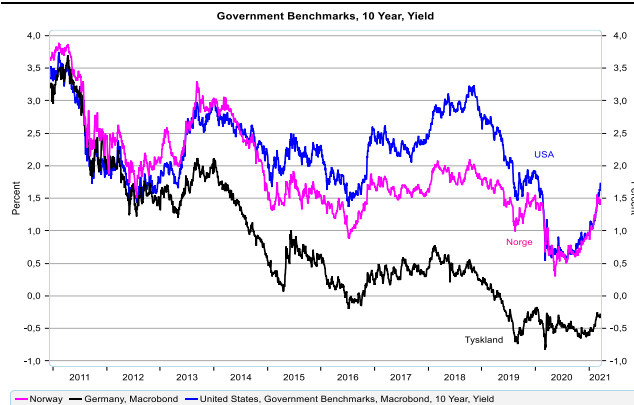
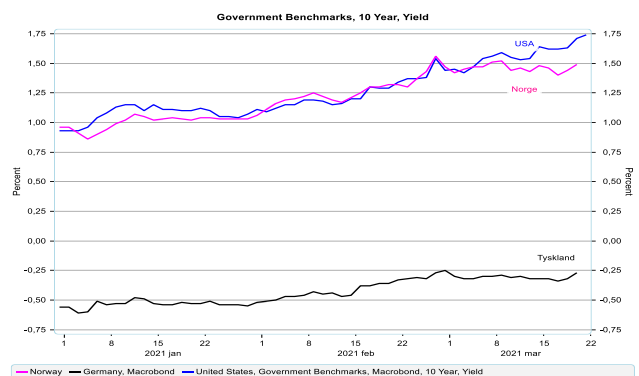
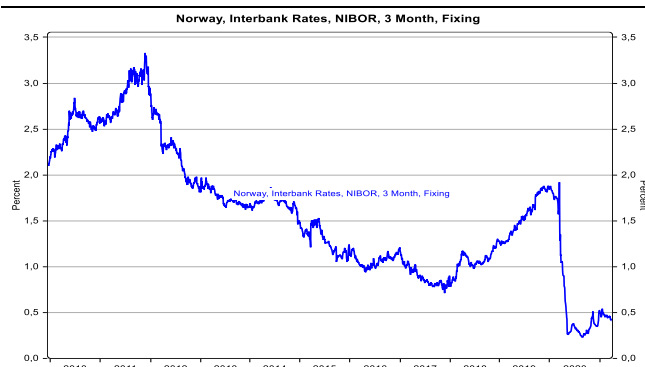
Inflasjonsmålets tid snart forbi? Look to New Zealand

Den enorme økning i pengemengde fra pengetrykking har i urovekkende stor grad gått til å by opp priser på finansielle aktiver og eksisterende eiendommer, og er sånn sett asset inflation. Tanken med å øke pengemengden kraftig etter krisen i 2008 var å stimulere til økt aktivitet i realøkonomien. I stedet bidro den økte usikkerheten til at bedrifter ble mer forsiktige med å investere, og en del brukte sågar anledningen med lave renter til å låse inne lave lånerenter, og i mangel på gode investeringsalternativer i realøkonomien kjøpte en del bedrifter opp egne aksjer. Økt pengemengde har etter nedstengingen av økonomien i pandemien ført til en enda kraftigere oppgang i aktivapriser. Prisvekst på aktivapriser inngår ikke i sentralbankenes mål på inflasjon, så i tiden før krisen i 2008 ble prisvekst på bolig og aksjer stort sett oversett i sentralbankens pengepolitikk. Etter 2008 har sentralbanker fått et større ansvar for også å sikre finansiell stabilitet. I Norge har sentralbanken målt prisvekst ved å bruke SSBs konsumprisindekser. Som følge av Kinas inntreden i verdensøkonomien, økt globalisering og automatisering, så har prisveksten på varer og tjenester vært beskjeden.

Mandat til sentralbanker er på mange måter en moteretning, og noe som endres over tid. Frem til 1971 ble prisveksten forankret i en gullstandard som begrenset veksten i pengemengde. Fra 1970-tallet og frem til 1990-tallet var fast valutakurs knyttet opp til enten USA eller Tyskland vanlig. Grunnen til at mange land i Europa valgte å knytte sin valutakurs til den tyske valutaen, var at det var nedfelt i grunnloven at sentralbanken ikke hadde lov til å trykke penger for å finansiere statsgjeld. Dermed var det lovpålagt for den tyske sentralbank å føre en lavinflasjonspolitik. Først med inntreden i euroområdet ga Tyskland opp sin lavinflasjonspolitik i bytte mot å få slå sammen øst og vest Tyskland. Inflasjonsmålet ble populært utover på 1990-tallet, etter at sentralbanken i New Zealand som første land innførte et direkte inflasjonsmål, tilbake i 1989. Høy prisvekst var på 1980-tallet var et stort problem i New Zealand, og ved å binde seg til et tydelig definert mål om å få ned prisveksten, greide sentralbanken å redusere den årlige prisveksten i New Zealand fra 8% årlig vekst til 2% årlig vekst. Stadig flere sentralbanker fulgte etter New Zealand. Norges Bank fulgte etter, først indirekte fra 1999, og formelt fra 2001. Nå er det ikke konsumprisveksten som er et problem, det er prisveksten på investeringsaktivaer som aksjer og eiendom.

Prisveksten på boliger i New Zealand har steget med 20% på ett år. Statsministeren i New Zealand, Jacinda Ardern gikk til valg på å skaffe befolkningen rimelige boliger. For å få kontroll på den kraftige prisveksten på boliger, har regjeringen i New Zealand pålagt sentralbanken et nytt mandat om å stabilisere boligprisene, fra og med 1. mars i år. Boligprisveksten i New Zealand har vært sterk i store deler av landet. I følge analysebyrået Numbeo er boligprisene så høye at de er uoppnåelige for 90% av befolkningen, definert som mer enn 3 ganger medianinntekten til en familie.

I en kronikk i Financial Times i forrige uke advarer Morgan Stanleys sjefstrateg, Ruchir Sharma, om at hvis flere sentralbanken blir pålagt å dempe prisoppgangen på boliger (og aksjer), så kan det på sikt utløse et kraftig fall i finansmarkeder. Historisk har kraftige nedturer i økonomien kommet i etterkant av kraftig økning i priser på bolig og/eller aksjer. Størrelsen på finansmarkedet har økt gradvis etter at verdens valutamarked, og dermed størrelsen på pengemengden, gikk bort fra å forankres i en fysisk størrelse som gull (USA gikk bort fra gullstandarden i 1971). I dag er det kun sentralbankens vilje og evne til å forsvare pengenes verdi som definerer verdien. Med kraftig pengetrykking har pengemengden økt, og verdien, eller hvor mye du får kjøpt, for penger er redusert. Fra at størrelsen på det globale finansmarkedet var om lag like stor som den globale realøkonomien rundt 1980 har den i dag vokst til om lag 4 ganger så stor størrelse som realøkonomien. Historisk vet vi at kriser som utløses av fall i boligmarkedet gir størst negativ ringvirkning til realøkonomien. Så lenge den kraftige veksten i pengemengde fører til kraftig vekst i aksje- og boligpriser, så forsterkes ulikheter og det utgjør en fare for finansiell ustabilitet. Med løfte om nullrenter i USA de neste to-tre årene er det en stor fare for at den kraftige økningen i pengemengden vil resultere i videre oppgang i aksje- og eiendomspriser. Jo lenger tid det tar før rentene normaliseres, jo mer intens vil debatten om pengepolitikk, inflasjonsmål, bolig- og aksjeprisvekst bli.

USD (invers skala) og oljepris**NOK, handelsvektet kurv****Norge – Oslo børs siden 2011****Norge – Oslo børs siden årsskifte****10 års statsrente – Norge, Euro, USA****10 års statsrente siden årsskifte****3 måneders interbankrente (NIBOR)****3 m NIBOR siden årsskifte**