

BLUE WAVE GIR SVAK USD OG STERKERE NOK

11. januar 2021

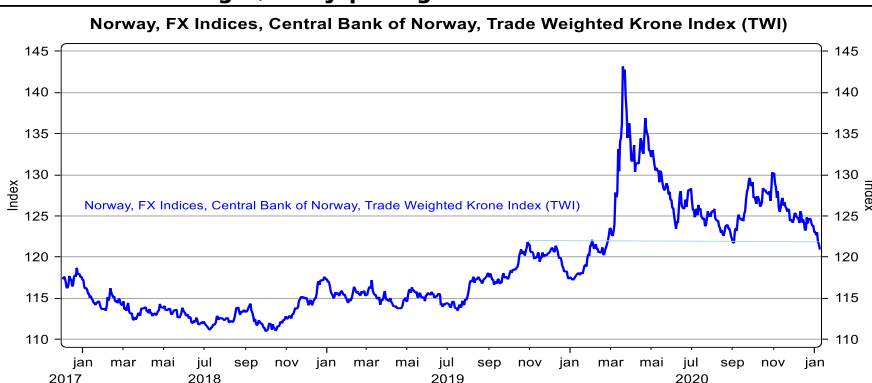
Aksjemarkedet har steget til nye rekordhøyder etter at flere vaksiner er klar til bruk, og utsikter til en betydelig mer stimulerende økonomisk politikk i USA. Med flertall i begge kammer i Kongressen kan Biden levere på valglofter, som å gi en sjekk på USD 2 000 til alle amerikanere. Tap av 140 000 arbeidsplasser i desember øker sannsynligheten for at nye hjelpepakker vil bli vedtatt raskt. Vekstdynamikken i første halvår vil trolig være at en god del av stimuleringspengene vil forbli i finansmarkedet i form av sparing. Med gjenåpning av normal aktivitet, vil kombinasjonen av oppdemmet behov for å treffe folk og oppsparte penger, gi en forbruksfest utover i 2021. Sentralbanken i USA har lovet å holde renten uendret til 2023, tross høyere inflasjon. Uendret rente og stigende inflasjon betyr enda mer negative realrenter.

Utsikter til kraftig økning i statsgjeld i USA har bidratt til høyere lange renter og en svakere USD. Utsikter til fallende realrenter får stadig flere investorer til å flytte kapital over i aksjemarkedet og til investeringer i råvarer, valuta og andre investeringer med høyere forventet avkastning. Det vil gi kapitalutgang fra USA, og inn i råvarer, olje og aksjer i fremvoksende markeder.

Norges Bank har rentemøte den 21. januar. I forrige strategirapport varslet de at første renteøkning ville komme i 2022. Om trenden med svakere USD fortsetter, vil det føre til økt risikoappetitt, en videre oppgang i oljepris og en sterkere NOK. Om Norges Bank hever renten før andre sentralbanker, kan det trigge en enda sterkere kronekurs. Vi tror Norges Bank vil anbefale andre virkemiddel for å dempe oppgang i boligpriser og gjeld. I og med at det er realrente etter skatt som driver investeringsbeslutninger, kan en om en ønsker å holde de nominelle rentene uendret noe lenger, påvirke inflasjon og skattesystemet. Inflasjonspresset kan dempes ved å redusere lønnsvekst og dempe utgiftsvekst i offentlig sektor, som finansiering av konsulenter, bremse antall nye studieplasser og annen byggeaktivitet i pressområder, og redusere støtte til NGOs og andre organisasjoner som får størsteparten av inntektene fra statsbudsjettet. Utgiftskutt behøver ikke å bety færre lærere, politi og sykepleiere. Ved å frigjøre ledig arbeidskraft til konkurranseutsatt sektor vil konkurransekraften styrkes, og kompensere for en sterkere kronekurs. Å dempe offentlig pengebruk, og direkte og indirekte sysselsetning i de store byene, vil og være en god hjelp til å dempe boligprisveksten i de store byene. Lavere inflasjon vil løfte realrente, noe som vil bidra til å bremse gjeldsveksten og dermed styrke finansiell stabilitet. Å heve renten noe fra de rekordlave koronanivå er i seg selv fornuftig når økonomien gradvis normaliseres i takt med økt vaksiner. Men med svært stimulerende pengepolitikk i mange land og en trend i USD som gjør at verdens investorer er på desperat jakt etter avkastning, kan en mye tidligere renteøkning i Norge enn i andre land trigge en kraftig kronestyrkelse. Teknisk er den norske kronen nå i en klart styrkende trend.

Elisabeth Holvik
Sjeføkonom
SpareBank 1 Gruppen

+47 95 12 64 61

Svak trend i USD gir økt oljepris og en sterkere NOKelisabeth.holvik@sparebank1.nowww.sparebank1.no

Nye all time high på børsene – lange renter kryper oppover

Aksjemarkedet i USA setter stadig nye rekordnivå. Det er 6 grunner til optimisme den siste tid:

- Stadig flere vaksiner er klar til bruk, og flere land har kommet godt i gang med massevaksinering.
- Vaksinene ser ut til å virke mot nye muterte virus.
- Valgseier til demokratene i Senatet vil føre til en langt mer stimulerende økonomisk politikk i USA.
- Trumps løfte om en fredelig overlevering av makt til Biden reduserer politisk usikkerhet.
- Flere fremvoksende land, som Kina, har fått kontroll med viruset og opplever sterk vekst.
- Sentralbankene vil holde renten lav lenge, og vil ikke være bekymret for tiltagende inflasjonspress.

Kraftigere vekst i BNP, og utsikter til betydelig økt statsgjeld i USA har ført til at renten på en 10 års statsobligasjon har steget fra bunnivået i fjor på 0,5% til 1,1%. Tilsvarende rente i Tyskland har økt til -0,5% og i Norge til nesten 1,0%. Økningen i lange renter har gitt en brattere rentekurve særlig i USA, og til en svakere USD. Skulle lange rente fortsette å stige vil trolig Sentralbanken i USA motvirke denne effekten med å kjøpe opp enda mer statsgjeld og lån fra store bedrifter.

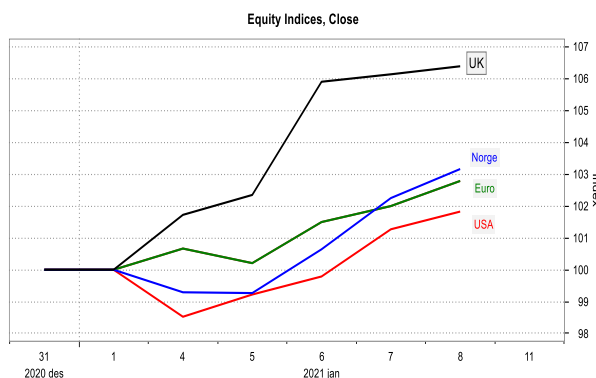
Nedstengingen i sosial aktivitet har gitt en kraftig tvangssparing for de med trygge jobber. Med fall i lånerenten for de med flytende lån har det gitt et betydelig spareoverskudd. Den oppdemmede sparingen kan gi en kraftig forbruksfest utover i 2021 når en får vaksinert nok sårbare grupper til at en kan åpne opp for mer normal sosial aktivitet og reising. Trolig vil det skje fra sommeren av i Norge.

Syklisk rotasjon. Aksjemarkedet vil bli kraftig stimulert av lave renter og rikelig billig kreditt til store bedrifter. Økt aktivitet vil løfte både oljepris, råvarer og sykliske bedrifter. Det betyr at det kan skje en gradvis rotasjon ut av «stay home» aksjer, og inn i mer tradisjonelle sykliske aksjer. Det vil trolig være positivt for Oslo Børs. Økende risikoappetitt har gitt en «risk-on» adferd, med svakere USD trend, høyere råvare- og oljepris og en sterkere NOK. Kraftig vekst i boligpriser i sentrale strøk i Norge kan gjøre at Norges Bank vil heve styringsrenten i løpet av året, for å dempe vekst i boligpriser og gjeld, for dermed å ikke skape for stor finansiell sårbarhet.

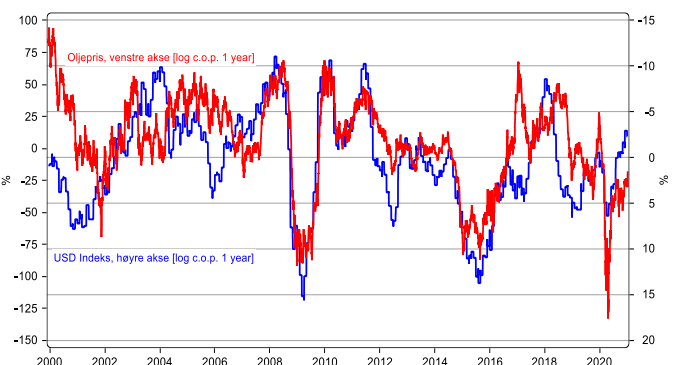
I finansmarkedet er blikket rettet mot innsettelsen av Biden, og hvilke av de mange valgløfter som vil bli innført. Med et tynnest mulig flertall i Senatet vil Biden måtte legge seg inn mot en moderat politikk. En mer moderat politikk vil være positivt mht å ikke skape enda større politisk splittelse enn det er i USA.

I Norge venter vi på rentemøte den 21. januar, der Norges Bank vil måtte kommentere både den sterke kronekursen, men og den sterke prisøkningen på boliger i sentrale strøk. Vi tror Norges Bank vil anbefale å bruke andre virkemiddel som skatteendringer for å dempe boligprisoppgangen, og at de vil være forsiktige med å gi signaler som kan trigge en videre kronestyrkelse så lenge USD er i en klar svekkende trend. Som figuren under til høyre antyder så er det en historisk sammenheng mellom svak USD trend og oppgang i oljepris. Oljeprisen steg til USD 56 i forrige uke etter OPEC-møte der Saudi Arabia annonserte produksjonskutt.

Aksjeindekser, økning fra januar 2021



USD-indeks og oljepris, logaritmisk endring i pris

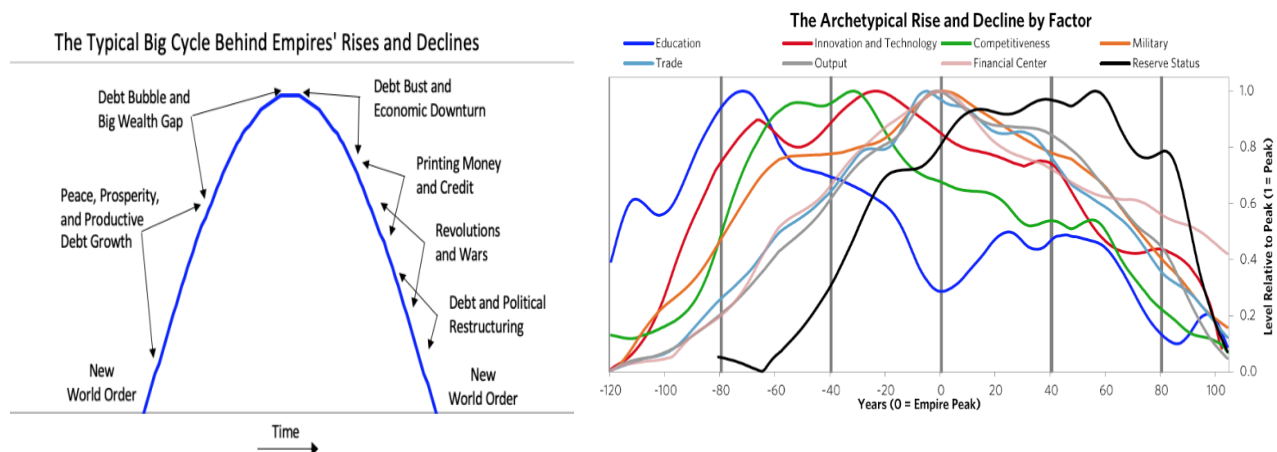


Kilde: SpareBank1, Macrobonds

USA: en stormakt på sakte men sikker vei nedover

Utviklingen i USA følger dessverre et typisk mønster for en stormakts vekst og nedgang. Som figuren under viser, så starter en stormakt normalt en lang periode med vekst og fremgang i verdensøkonomien, preget av økt globalisering og handel. Den nye stormakten etablerer i starten sin verdensorden, slik USA gjorde etter andre verdenskrig, med å definere de globale spilleregler for handel og valutasamarbeid. Toppen av den positive vekstperioden ble trolig nådd i 2008, da vekstmodellen mellom den nye stormakten, Kina, og USA brøt sammen i en gjelds- og finanskrisen. I årene etter 2008 har en fått tiltagende pengetrykking og vekst i kreditt, før en nå ser økende politiske konflikter både internt og eksternt. Bakteppet er at USA som nasjon er forgjeldet, med en statsgjeld som vil øke ytterligere under den nye politikken til Biden. Sentralbanken trykker penger, har lovet å føre en lavrentepolitikk i lang tid, og kjøper opp statsgjeld som betyr at sentralbanken finansierer statens underskudd. Vi bør ta denne utviklingen på det største alvor, og tenkte nøye gjennom hvordan vi kan gjøre vår egen økonomi, bedrifter og nasjonen mer robust i møte med en langt mer usikker og uforutsigbar fremtid det neste tiåret. For en mer detaljert gjennomgang av en typisk utvikling for en stormakt, vennligst les månedsrapporten som ble sendt ut 8. juni.

USA følger dessverre det typiske mønsteret for en fallende stormakt



Kilde: SpareBank1, Ray Dalio

Som jeg skrev i juni, så er det for Norge spesielt verdt å merke seg utviklingen i USD i lys av hvordan det typisk går med reservevalutaen til stormakten. Utviklingen i USD i mars i fjor var et tydelig tegn på at fortsatt er USD ubestridt verdens reservevaluta, og skulle det komme nye sjokk til finansmarkedene vil nok kapitalen på ny strømme til USA. Men, om pengetrykkingen, gjeldsoppbyggingen og de politiske konfliktene fortsetter, vil USD risikere å fortsette sin negative trend, og miste sin posisjon til enten andre lands valutaer, eller til kryptovalutaer. Pengetrykking og nullrenter har ført til store økonomiske gevinster for de som eier aksjer og eiendom, mens mange av de som har blitt hardt rammet av korona hverken eier egen bolig eller aksjer.

Etter andre verdenskrig devaluerte pundet med 30% mot USD i 1949. Det fungerte på kort sikt, men over de neste 20 år svekket konkurransekraften seg og det ble en handelsbalansekrise, som førte til kapitalmangel. Sentralbanken i England (BoE) startet å kjøpe USD som reservevaluta fra 1967. Fra om lag det tidspunktet begynte den tyske valutaen å styrke seg og ble etter hvert verdens andre mest holdte reservevaluta. Det underliggende problemet var at britiske bedrifter ikke lenger var konkurransedyktige i det internasjonale markedet slik at de ikke greide å skaffe nok valutainntekter til å holde pundet sterkt. Med en devaluering på 30% i 1949 gjenvant bedriftene konkurransekraft, og valutainntektene steg tilstrekkelig til at pundet stabiliserte seg, men det var kun et kortsiktig tiltak og devalueringer ble en «vanlig» medisin for å løse et underliggende problem med konkurranseevnen, helt frem til Maggie kom på banen. Svekkelsen av USD kan sees på som også et tegn på at amerikanske bedrifter ikke vil være like konkurransedyktige fremover. Biden har lovet å øke skattene på særlig de store teknologibedriftene som til nå har vært børsledende. Kombinasjon av digitalisering og økt skatt på både bedrifter og formuende personer kan føre til at enkelte flytter til lavskatteland, eller til delstater i USA med lav skatt, slik som i Texas.

Blue Wave i USA gir mer stimulerende politikk

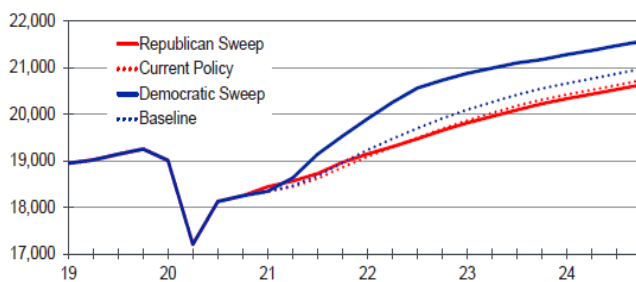
Med valg av de to setene i Senatet i Georgia vil det være 50 demokratiske seter, og 50 republikanske seter i Senatet. Visepresidenten, Kamala Harris, vil da bruke sin stemme og sikre flertall for demokratene. Biden har dermed sikret seg styringskraft, og en kan forvente betydelig økte offentlige bevilgninger, sterkere incentiv for det grønne skiftet og skattepøkninger. Demokratene vil raskt kunne godkjenne flere stimuleringsstiltak i forbindelse med Korona, blant annet den lovede sjekk til alle amerikanere på USD 2 000. Biden vil få flertall for budsjettbehandling, skatter og for kandidater som utnevnes til høyesterett og andre politisk oppnevnte stillinger. Med et tynt flertall så er det mest sannsynlig at det vil bli ført en relativt moderat politikk for å få med alle demokratiske stemmer i Senatet. Enkelte av de mer ytterliggående forslag som å redusere bevilgninger til politiet og enkelte av miljøforslagene vil neppe alle demokratiske senatorer stille seg bak. Hele 4 av senatorene er over 86 år, så det er og en risiko for at flertallet kan vippe tilbake til republikansk flertall om en av de demokratiske senatorene faller fra før neste valg i 2022. Til tross for kraftig stimulering fra sentralbanken er kredittveksten målt som årlig rate nær null i USA. Det vil gjøre det lettere å få til politisk enighet om ytterligere stimulering. Store selskaper får låne indirekte i sentralbanken siden de kjøper opp obligasjonslån fra store bedrifter. Utfordringen er å få små og mellomstore bedrifter, og husholdninger, til å låne og investere under så stor usikkerhet som det er nå.

For å illustrere makroeffekten av at Biden får kontroll med begge kammer i Kongressen, ser vi tilbake på analysen Moody's gjorde i forkant av valget, en analyse jeg viste til i oktober rapporten.

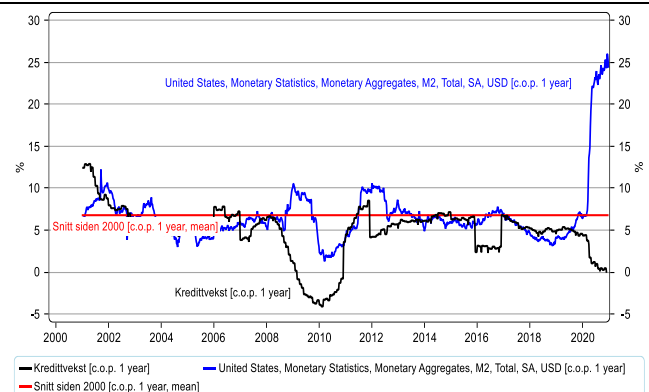
USA: effekt av Blue Sweep (blå heltrukket linje)

Chart 2: Real GDP Under Different Election Scenarios

Real GDP, 2012\$ bil



USA: kredittvekst og vekst i pengemengde



Kilde: SpareBank1, Moody's

I analysen fra Moody's¹ så de på effekten de ulike valgresultater ville få på økonomien ved å bruke makromodellen som både Sentralbanken i USA og Congressional Budget Office (CBO) bruker når de skal fremskrive økonomien. Beregningen er gjort på usikkert grunnlag, og med et tynt flertall i Senatet er det ikke trolig at alle valgløftene i Bidens politiske plattform vil få flertall. Noen av Bidens løfter er velkjente og dermed lettere å tallfeste, som for eksempel skatteendringer, minimumslønn og investeringer i infrastruktur, mens andre er vanskelig å tallfeste effekten av. For å få med dynamiske effekter og langsiktige konsekvenser så ser en på effekten frem til 2030. I alle scenarier tillates inflasjonen å skyte over målet på 2%, i tråd med de nye signalene fra sentralbanken. Moody's la til grunn at en vaksine skulle bli klar rett over nyttår, og det gjør at økonomien gradvis returnerer til mer normal aktivitet i løpet av neste år. I tabellen under viser Moody's effekten av det utfallet som nå har skjedd, kalt scenario 1, sett opp mot det andre politiske ytterpunktet med et republikansk flertall i begge kammer og seier til Trump. Dette ble gjort for å få frem forskjell i politisk innretning og effekten i makro over tid. Som figuren over viser så ville et republikansk flertall i Senatet bremset

¹ <https://www.moodyanalytics.com/-/media/article/2020/the-macroeconomic-consequences-trump-vs-biden.pdf>

politikkrommet for Biden slik at effekten i makro over tid ville bli svært lik det som ville ha vært tilfelle om Trump hadde vunnet valget og hatt flertall i Senatet men ikke i Representantenes hus.

USA: Moody's modell for makroeffekt av rent demokratisk (1) versus rent republikansk (4) flertall

Scenario 1	Gjennomsnittlig årlig vekst		Scenario 4	Gjennomsnittlig årlig vekst	
	2020-24	2020-30		2020-24	2020-30
BNP	4,2	2,9	BNP	3,1	2,4
realdisp inntekt	0,4	0,9	realdisp inntekt	-0,5	0,7
S&P 500	3,8	4,2	S&P 500	3,2	4,2
Corporate profitt	8,6	5,5	Corporate profitt	7,1	5,3
Sentralbankrente	0,5	1,8	Sentralbankrente	0,2	1,5
budsjettunderskudd	-2493	-2268	budsjettunderskudd	-2058	-2110
statsgjeld i % av BNP	114	121	statsgjeld i % av BNP	112	118

Kilde: Macrobonds, Moody's Analytics

Som Moody's beregninger viser så vil det at demokratene får flertall i begge kammer i Kongressen gi en sterkere vekstimpuls, og løfte den årlige veksten i BNP med 1 %-poeng de neste årene, sammenlignet med det som ville vært tilfelle med et republikansk scenario. Det er særlig den sterke økningen i både realdisponibel inntekt for husholdningene, men og økt profitt i bedriftene, som bidrar til å løfte veksten. Det negative med Biden-politikken er at budsjettunderskuddet vil øke mer enn i et rent republikansk flertalls scenario, og gjeldsgraden vil bli høyere målt i prosent av BNP. Statsgjelden vil øke fra 108% av BNP i år til 130% av BNP ved utgangen av 2030. De som tjener mest på den politikk som nå vil bli ført er lavere til middelsinntektsfamilier. Skattetrykket for denne gruppen vil bli omtrent som i dag, mens de vil tjene på økt offentlig pengebruk på skole, helse, infrastruktur og hjelp til boligetablering, i tillegg til økte minstelønner og at den økte offentlige pengebruken generelt vil øke aktiviteten i økonomien og etterspørselen etter arbeidskraft. Både bedrifter og de med høye inntekter og formuer vil måtte betale mer i skatt enn om republikanerne vinner. Analysebyrået BCA har vurdert at skatteøkning på bedrifter vil redusere bedriftenes overskudd, og dermed vekst i aksjeverdi, på rundt 11%. Den siste tids politiske splittelse i USA vil trolig føre til at det vil være enda mer sannsynlig at kongressen vil bidra til ro i samfunnet ved å dele ut midler til så mange som mulig av de som har tapt på globaliseringen de siste tiår. Tendens til for mye offentlig pengebruk, sammen med en ekstremt stimulerende pengepolitikk gjør at inflasjonen mest sannsynlig vil ta seg betydelig opp i USA fremover.

Vinnere og tapere i aksjemarkedet

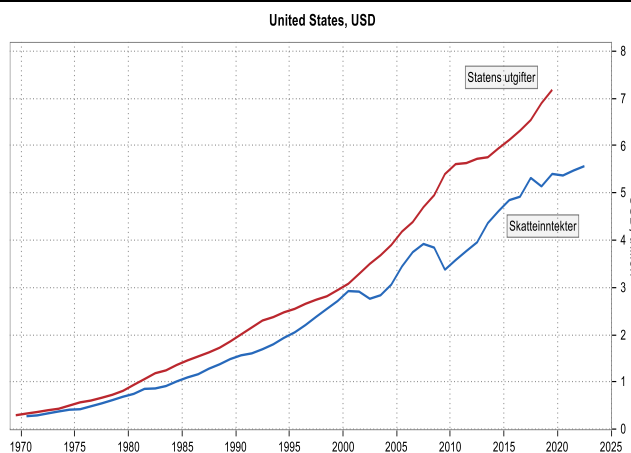
Teknologiaksjer og helse og «stay home» konsum som strømmetjenester og hjemlevering har vært de store vinnerne under korona. Verdiaksjer som industri, råvarer, energi og finans har vært tapere relativt. Denne trenden har snudd etter at vaksinene ble klare, og en begynte å prise inn forventningene om en normal aktivitet i løpet av 2021. Siden november har både energi og finansaksjer utviklet seg sterkere enn markedet som helhet. Valgseieren til Biden vil utgjøre en risiko for økt regulering av oljeselskaper, store banker og store teknologiselskaper. Bidenadministrasjonen vil trolig innføre en lang rekke nye reguleringen og incentiver for å få fart på det grønne skiftet, noe som vil kunne være positivt for de store energiselskapene. Teknologiselskapene vil trolig være de som har størst risiko for å bli ilagt økt skatt. Det vurderes en minimums selskapsskatt for store multinasjonale selskaper, som så vil fordeles på de land selskapene opererer i.

Blue Wave i USA bidrar til høyere lange renter

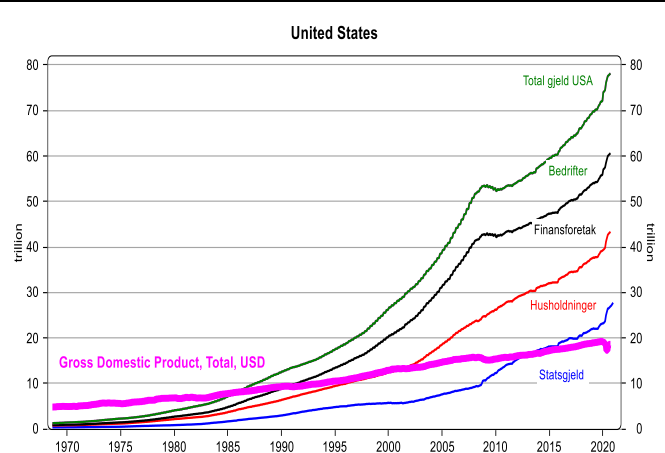
En kraftigere stimulerende finanspolitikk vil, sammen med en sentralbank som har lovet å holde rentene lave de neste par årene, har bidratt til kraftig hopp i forventet inflasjon og til at rentene på lån med løpetid over 1-2 år har steget kraftig så langt i år. Dermed har rentekurven blitt brattere i USA, som vist i figuren under til venstre. De totale førderale utgiftene i 2019 var på USD 4 400 mrd, hvorav renteutgifter var på USD 327 mrd på en samlet utestående statsgjeld på rundt USD 23 000 mrd. Ved inngangen til 2021 er statsgjelden økt til USD 27 000 mrd, og den vil øke kraftig de neste årene som følge av de store krisepakkene.

Om renten øker videre for statslån, vil en stadig større andel av statsbudsjettet måtte gå til å betale renter. Det er derfor all grunn til å tro at låneprogrammet vil endres fra at det i dag lånes mye til en relativt kort løpetid, til at stadig mer av statsgjelden vil lånes inn til en svært lang løpetid, for på den måten å låse inn de lave lånerentene og for at sentralbanken får mer langsiktig effekt av sine obligasjonskjøp. Vi tror derfor at om rentene på statslån stiger vesentlig mer fra dagens nivå, så vil sentralbanken øke sine obligasjonskjøp for å hindre videre renteoppgang. Det er stor uenighet hvor skadelig høy statsgjeld er for en økonomi, og forskere som bl.a. Reinhart og Rogoff har vist at høy statsgjeld historisk har bidratt negativt til en økonomi, og nivået på maks 60% statsgjeld i prosent av BNP ble et av EU's krav for å bli med i unionen. I analysen «From Financial Crach to Debt Crisis» viser Reinhard og Rogoff til at det ofte historisk har vært en utvikling etter finanskriser at stater har tatt opp mye statsgjeld, og at det over tid kan utløse en statsgjeldskrise. Den politiske stemningen synes i dag å være at det ikke er så farlig med de lave rentene og den høye gjelden, og dette minner om den politiske stemningen på slutten av 1960-tallet, da det ble ført en ekstremt stimulerende og aktivistisk økonomisk politikk med rekordlave realrenter og kraftig økning i offentlige utgifter. Risikoen er at vi i ett eller flere land enten får en reprise av 1970-tallets svake produktivitetsvekst og høy inflasjonsperiode, eller at vi får en statsgjeldskrise.

USA: økte utgifter vil finansieres med lån



USA: økt gjeld i alle sektorer



Kilde: Macrobonds, SpareBank1

Fredag forrige uke uttalte Biden at han vil be Kongressen om en umiddelbar gjeldslettelse for studielån på USD 10 000 pr låntakere som et krisetiltak. Det vil utgjøre totalt ca USD 377 mrd. Krisepakken på USD 900 mrd som ble vedtatt i desember hadde ikke med tiltak for å hjelpe de med studielån. Det har vært en midlertidig pause på innbetaling av studielån fra mars av, men denne ordningen ville med pakken som ble vedtatt i desember utløpe ved utgangen av januar. I en nylig spørreundersøkelse svarte hele 6 av 10 at de ville få problemer om de måtte begynne å betal på studielånet nå. Hele 90% av de som har studielån har benyttet seg av muligheten til å fryse innbetaling på lånet. Utestående studiegjeld har økt kraftig, fra rundt USD 500 mrd i 2006 til USD 1 700 mrd. Det er et økende press på Biden for å ettergi enda mer av studielånet enn USD 10 000 pr person, og for å forlenge innbetalingene for en lengre periode. En gjeldslettelse vil trolig måtte gjøres i form av en lovendring, og det vil normalt kreve et flertall i Senatet på 60 senatorer. Det betyr at 9 republikanske senatorer må bli med på en slik lovendring. En måte å komme rundt dette på er å kun gi

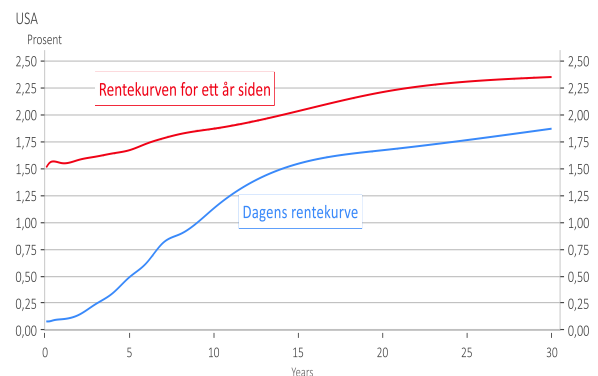
ettårige endringer, som var slik demokratene fikk gjennom sin Affordable Care Act i 2010, og slik republikanerne fikk gjennom skattekuttene i 2017. Det er imidlertid begrensninger på hvor ofte slike «budget reconciliation» kan benyttes. Normalt kan de kun benyttes en gang pr år og forslagene må knyttes til budsjettet. Det betyr kamp om hvilke tiltak som skal prioriteres å presses gjennom.

En måte å finne ut hva markedet tror om inflasjon fremover er å se hvor mange investorer som kjøper obligasjoner som er forsikret mot økt inflasjon. En slik obligasjon i USA er Treasury Inflation Protected Securities (TIPS). TIPS er indeksert til utviklingen i inflasjon, slik at om inflasjonen øker så vil TIPS øke i verdi slik at investorer beholder kjøpekraften og dermed realverdien av investeringen. Investorer vil altså ved å kjøpe en TIPS obligasjon få tilbake minst det investerte beløpet.

USA: renten på 10 års statsobligasjon



USA: rentekurven, i dag og for ett år siden

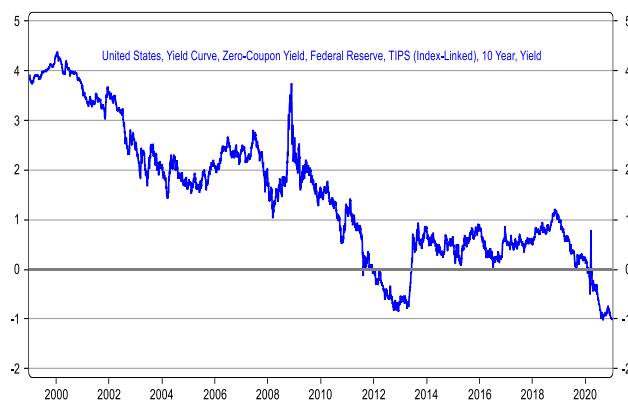


Kilde: Macrobonds, SpareBank1

I perioder med økende inflasjonsforventninger har prisen på slike obligasjoner gått opp, og dermed går renten ned. Fredag var renten på en amerikansk 10 års TIPS på rekordlave -1,02%, et tydelig tegn på at markedet venter betydelig høyere inflasjon fremover. Når sentralbanken i USA har lovet å holde renten uendret til 2023, kan en da forvente at de må heve renten litt ekstra etter det for å dempe det forventede inflasjonspresset som vil bygge seg opp i de neste år med kraftig stimulering av økonomien og nullrente. Ser en på hva markedet tror at en 5 år fastrente med start om 5 år er, så har denne renten steget fra 1,4% ved årets start til 1,7%. Det har ikke vært en tilsvarende økning i Norge eller i Euroområdet.

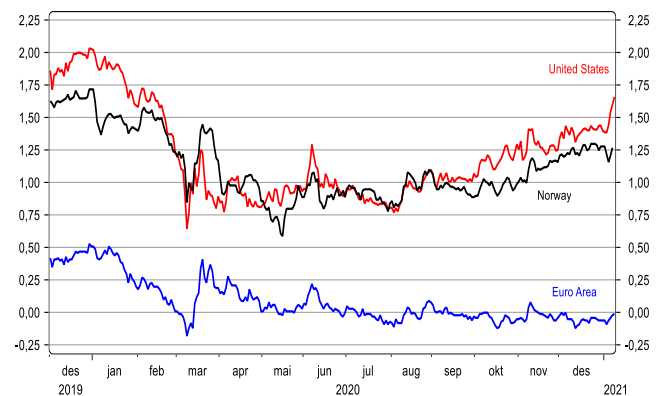
USA: TIPS på rekordlave -1,02%

United States, Yield Curve, Zero-Coupon Yield, Federal Reserve, TIPS (Index-Linked), 10 Year, Yield



5 års fastrente med start om 5 år, kraftig opp i USA

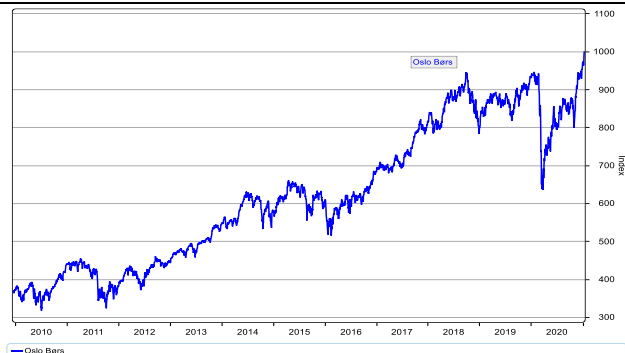
5y5y forward rente Euroområdet, Norge og USA



Kilde: Macrobonds, SpareBank1

Utviklingen i ulike markeder

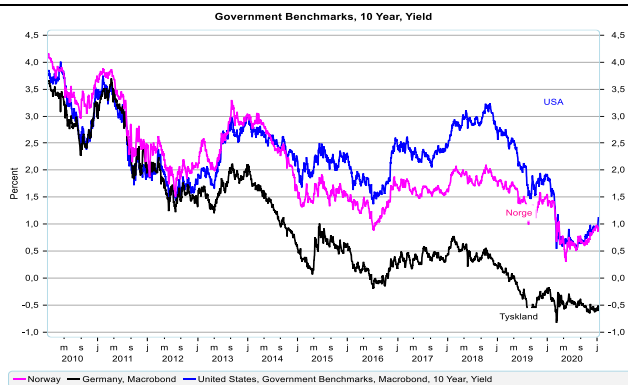
Norge – Oslo børs siden 2010



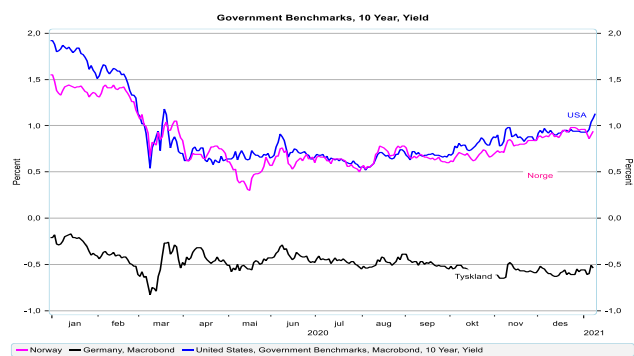
Norge – Oslo børs siden årsskifte



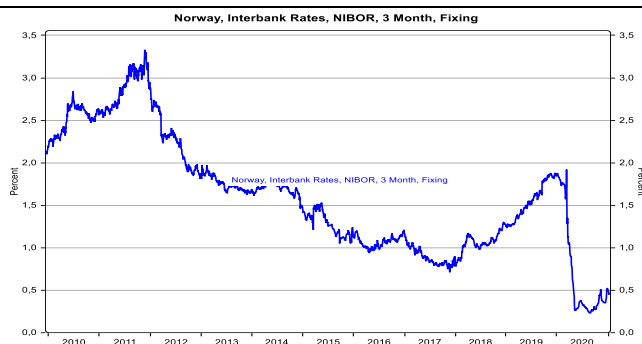
10 års statsrente – Norge, Euro, USA



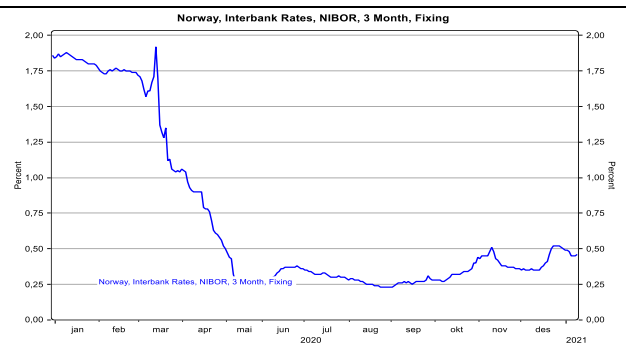
10 års statsrente siden årsskifte



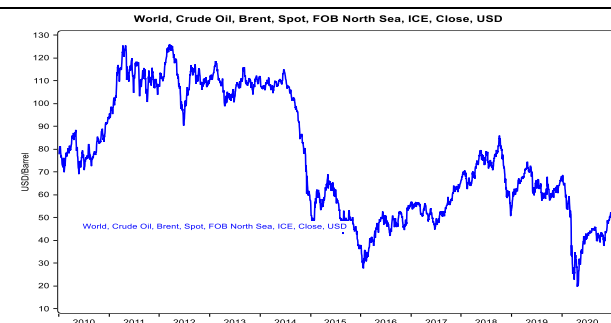
3 måneders interbankrente (NIBOR)



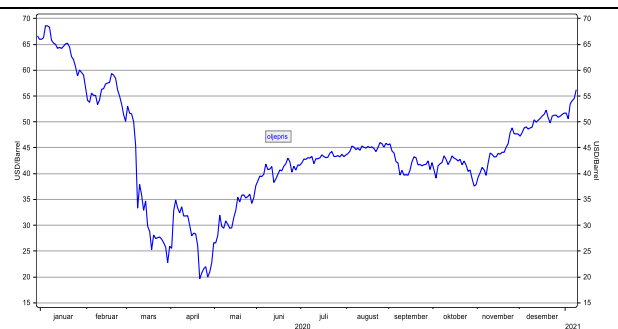
3 m NIBOR siden årsskifte



Oljeprisen siden 2010



Oljeprisen siden årsskifte



Kilde: SpareBank1, Macrobonnds