

NORGES BANK UTSETTER TROLIG RENTEØKNING

6. desember 2021

Vi ser 5 grunner til at Norges Bank mest sannsynlig vil velge å utsette den varslede renteøkningen den 16. desember til etter nyttår:

- Mutert virus svært smittosomt, økt usikkerhet og redusert aktivitet
- Rekordhøye strømpriser, frykt for enda høyere priser gjennom vinteren
- Høyere skatt for mange
- Inflasjon spiser opp kjøpekraft – cash is trash
- Boligmarkedet er i ferd med å kjøles ned av seg selv

Europa har mangel på energi etter at Nederland faser ut sin gassproduksjon og Tyskland faser ut kjernekraft. Norge har rekordlav fyllingsgrad, men eksporterer stadig mer via nye utenlandskabler. Norske kraftprodusenter tillates at pris til norske kunder bestemmes fra priser på kraft i Europa. For regjeringen gir høye strømpriser økte inntekter, og de vil derfor være lite villige til å redusere denne inntektskilden. Vi må ta høyde for nye prisrekorder på strøm i vinter. For økonomien vil det få stor innstrammende effekt om folk begynner å planlegge for økt strømregning på opp mot 30 000 pr husstand pr år. Norges Bank må i forbindelse med rentemøtet den 16 desember presentere en detaljert vurdering av hvordan et scenario med vedvarende høy strømpris vil påvirke norsk økonomi, både husholdningenes forbruk, boligmarkedet, næringslivets utgifter, og ikke minst den langsiktige investeringsviljen til næringsliv. Elkem advarte tidligere i år om at vedvarende høye kraftpriser vil redusere eiernes vilje til å investere i Norge. Som karikaturtegningen fra VG illustrerer så har mange antatt at rikelig, og billig grønn energi var et konkurransefortrinn for norsk næringsliv. Usikkerheten om fremtidig strømpriser kommer på toppen av varslede økte skatter til både husholdninger og næringsliv. Særlig økt formueskatt på eierskap av bedrifter har økt kraftig, og vil særlig dempe viljen og evnen til familieeide bedrifter i distriktene til å investere. Signal om økte renter allerede i første halvår neste år i USA har bidratt til å trekke kapital tilbake til USA og gitt en sterkere USD.

3m NIBOR har steget til 0,8. Normalt stiger NIBOR noe før nyttår, så det er ikke åpenbart at det er fullt ut priset inn en renteøkning den 16. desember. Vi tror Norges Bank vil velge å avvende renteøkningen til etter nyttår. Boligmarkedet er i ferd med å roe seg, og rentene vil uansett justeres gradvis opp til et mer normalt nivå. Jeg vil i denne rapporten se på de mer langsiktige effektene av hvordan krisen i 2008 og koronakrisen har blitt håndtert, og hvilke utfordringer det er med den kraftige gjeldsoppbyggingen som har følge av rekordlave renter.



Elisabeth Holvik
Sjeføkonom
SpareBank 1 Gruppen

+47 95 12 64 61

elisabeth.holvik@sparebank1.no

www.sparebank1.no

Mutert virus, energikrise og signal om økte renter øker usikkerheten

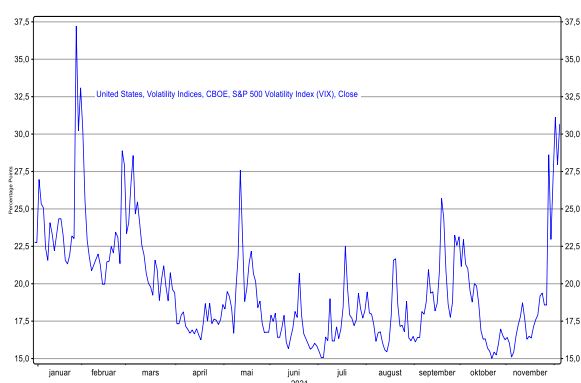
I en høring i Senatet i USA i forrige uke innrømmet sentralbanksjef Jay Powell at høy inflasjon ikke er midlertidig, og at det var risiko for enda høyere inflasjon. Han varslet at de vil øke tempo i å redusere de månedlige obligasjonskjøpene, fra å redusere de med USD 15 mrd hver måned, noe som ville avsluttet kjøpene i juni neste år. Trolig vil de øke tempo betraktelig, slik at de kan begynne å heve renten allerede i første kvartal neste år. Økt tro på høyere renter i USA neste år har bidratt til en sterkere USD.

Aksjemarkedet har falt noe tilbake fra toppnoteringene fra midten av november. Fortsatt er det aksjemarkedet i USA som har steget mest, med en oppgang siden januar 2020 på 40%, fulgt av Oslo børs med en oppgang på 25% og Europa på 12%. I UK har børsen fortsatt ikke kommet opp på nivået det var ved inngangen til koronakrisen. Den viktigste driveren av høye aksjekurser er den kraftige stimulans fra sentralbanker. At sentralbanken i USA nå planlegger å begynne å heve rentene allerede fra tidlig neste år, samtidig som Europa opplever økt smitte av det muterte koronaviruset, gir økt volatilitet. Markedet preges av at det er småsparere som kjøper når markedet faller (buy-on-dips). Normalt er handelsvolumene lavere i desember, og mange forvaltere velger å ta profitt for å sikre gode resultater før årsslutt. I Norge har lavere volum i desember gjort at Norges Bank normalt ikke veksler valuta og kjøper norske kroner i desember.

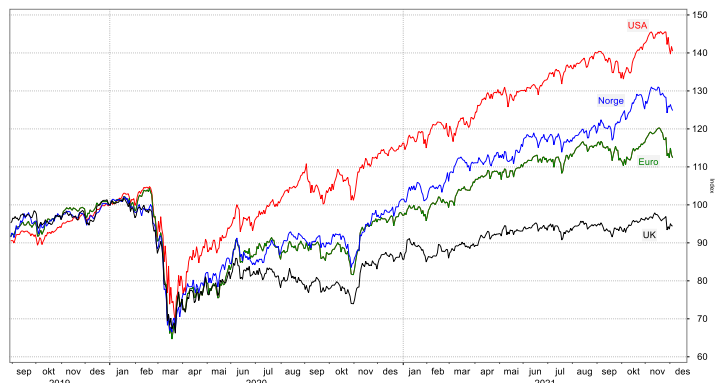
I 2012 opplevde Nederland et jordskjelv som følge av det store gassfeltet Groningen. I etterkant ble gassproduksjonen kraftig redusert, og i 2022 ventes det at de produserer rundt 8% av det de gjorde i 2011 og det planlegges full stopp i 2023. I år svekkes energiproduksjonen i Europa av at Tyskland har lagt om sin energiproduksjon til grønn energi, og allerede har stengt ned halvparten av sine atomkraftverk og flere kullkraftverk. Fortsatt kommer 80% av energi i Tyskland fra ikke-fornybare kilder. Når det er kaldt, overskyet og lite vind (Dunkelflaute på tysk) så trengs det en annen stabil energikilde. Når det i Europa ikke har blitt investert i andre stabile energikilder som kan dekke opp for grønn kraft, så blir det ubalanse i markedet. Med høy fart i økonomien rundt om i verden øker etterspørselen etter gass. Når gassprisene øker velger enkelte å bytte over til olje og kull, og oljeprisen har steget til USD 70 pr fat. For å redusere klimautslipp har EU innført pris på utslipp av CO₂. Denne prisen har steget fra rundt 30 euro pr tonn ved inngangen til året, til 80 euro pr tonn, noe som har økt kostnadene av produksjon av kullkraftverk med 30%, og et gasskraftverk med 10%. Norge er tilkoblet EUs kraftmarked via kabler, og vil derfor, om ikke politikken endres, etter hvert få samme strømpris som i Europa. Rekordlav fyllingsgrad i vannmagasin, og økt eksport i nyåpnede kabler til utlandet, gir rekordhøye strømpriser i Norge.

Norges Bank har lenge varslet at de vil sette opp renten den 16 desember. Vi tror Norges Bank vil velge å utsette den lenge varslede renteøkningen til januar i lys av de ekstraordinært høye strømgningene og øke smittepress med det muterte koronaviruset som smitter mye lettere og det er usikkert om vaksinene virker godt nok mot. Rikelig billig grønn kraft har vært et stort konkurransefortrinn for norske bedrifter og industri, og er en nødvendighet for å at folk kan bo rundt om i et kaldt land. Energi Norge har estimert at staten vil få 30 milliarder i økte inntekter som følge av de høye strømprisene i år. Den økte usikkerheten bør føre til at Norges Bank utsetter neste renteøkning til januar, les mer på side 8 og 9.

USA: Økt volatilitet i aksjemarkedet



Aksjeindekser, endring siden januar 2020



Kredittrevet optur kan sprekke – risiko for børsfall øker

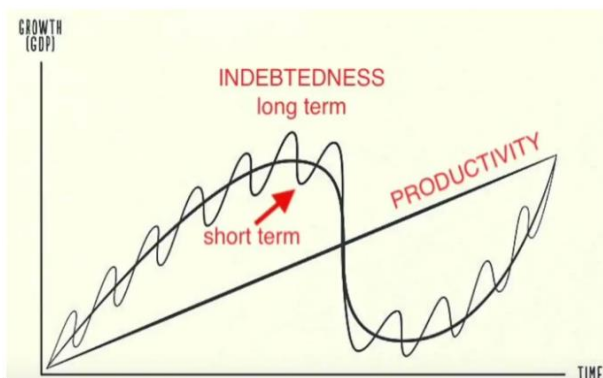
Sentralbanker har senket renten til nær null og trykket opp enorme mengder penger for å stimulere økonomiene etter krisen i 2008 og koronakrisen. Siden sentralbanker kun kan kjøpe finansielle aktiva, har de bidratt til å drive opp verdiene på finansielle aktiva kraftig, og de finansierer de facto underskuddet på statsbudsjettet, slik at regjeringer rundt om får finansiert enorme offentlige investeringsprogram og ulike støtteordninger for å stimulere økonomiene og skape jobber. Problemet er at gjelden i økonomiene har økt urovekkende. Siden verdier av finansielle investeringer har økt som følge av nullrenter og pengetrykking, så føler folk seg rike selv om gjelden har økt. Dette representerer en underliggende, saktevoksende bombe under både finansmarkeder, boligmarkedet, men mer alvorlig samfunnets stabilitet. Hadde de offentlige stimuleringsiltakene blitt brukt til å øke produktivitsveksten i økonomiene, og til å gradvis redusere gjelden hadde det ikke vært noe problem. Dessverre viser dagens energikrise i Europa, og nå i Norge, at penger har blitt brukt på ting som ikke øker produktivitsveksten, og paradoksal nok øker sårbarheten til samfunnet. Tysklands energiomlegging til grønn energi er av den tyske riksrevisoren Kay Scheller ansett som ikke bare miljømessig ineffektivt, men og en risiko mot tysk økonomi, industri og befolkning. Presidenten for Østerrikes Society for Crisis Preparedness (GfKV), Herbert Saurugg advarte i en kronikk tidligere i år om at Europa er på vei mot en systemkrise https://www.saurugg.net/2021/blog/vernetzung-und-komplexitaet/europe-on-the-road-to-a-major-disaster?doing_wp_cron=1638724801.2448740005493164062500. I Norge har flere med teknisk kompetanse, som blant annet investor Øystein Spetalen lenge advart om konsekvensene av å knytte Norge til det europeiske strømmarkedet, men gode intensjoner ser ut til å trumfe fysikkens lover og teknisk kompetanse. Elkem frarådet tidligere i år å eksportere når vannmagasinene var så lave, og advarte om at det i verste fall kunne bli rasjonering av strøm til våren.

Jeg vil i denne rapporten forklare hvordan pengetrykking og kreditt skaper både kortsiktige konjunktursykler, normalt 5-10 år, og mer alvorlige langsiktige kredittsykler over 75-100 år. Som jeg har skrevet før, er dagens krise en forlengelse av krisen i 2008, og representerer først og fremst et brudd med en vekstmodell siden andre verdenskrig som ikke lenger er bærekraftig. Gjelden i de fleste vestlige modne økonomier har økt til mer enn verdiskapingen i økonomiene, og produktivitsvekst og konkurransekraft er svekket. Trolig vil svaret på kort sikt bli å fortsette med så lave renter som mulig, høy pengetrykking, høy gjeldsvekst og kraftig stimuli over statsbudsjettene. Så lenge gjeldsgraden fortsetter å øke, og lånte penger i liten grad brukes på produktivitsfremmende tiltak, er risikoen økende for et kraftig børsfall de neste årene.

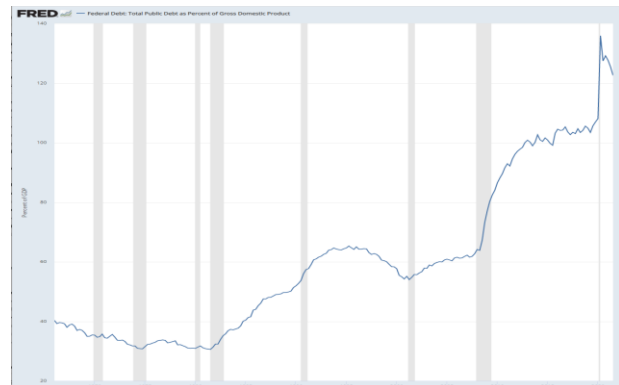
Transaksjoner driver økonomien – og produktivitsvekst øker velstand

For å forstå en økonomi kan vi starte med det som utløser en økonomisk transaksjon, og det er at vi mennesker produserer og kjøper og selger noe. Over tid så kan vi øke inntektene ved å bli mer produktive, da får vi økt inntekt som kan brukes til å kjøpe flere varer og tjenester og til å investere i videre produktivitsvekst. Legger en til kreditt, så kan en forbruke mer enn en tjener, om en får lån. Siden kreditt må betales tilbake, så får vi et normalt forløp der en på kort sikt kan forbruke mer enn en tjener, og etter hvert så må en forbruke mindre enn en tjener for å betale tilbake lånet. Dette gir kortsiktige svingninger rundt inntektsvekst som følger av økt produktivitet. Historisk har en over tid hatt perioder der gjelden har økt, etterfulgt av perioder der gjelden har blitt redusert.

Vekst i BNP



USA: total gjeld i % av BNP



Kilde: SpareBank1, Ray Dalio, St. Louis Fed

For den sum av inntekt og gjeld en har tilgang til, kan en kjøpe enten varer, tjenester, finansielle aktiva, eller en kan spare pengene. Det totale forbruket i en økonomi, delt på den totale sum av varer, tjenester og finansielle aktiva, gir prisen på varene. Endring i priser over tid gir prisstigning, eller inflasjon. Øker inntektene og kreditten i økonomien mer enn tilgang på varer, tjenester og aktiva, så øker prisene. Øker tilgang på kreditt raskt og kraftig kan en få perioder med overinvesteringer, som i dot.com perioden, eller i boligmarkedet i USA før 2008. Lav og negativ realrente har historisk ført til feilallokering av kapital, og til at for dårlige prosjekt får låne penger. I tillegg til kjøpere og selgere består en økonomi av en politisk ledelse, og en sentralbank som er mer eller mindre underlag politisk kontroll.

Økonomisk politikk: finans & pengepolitikk

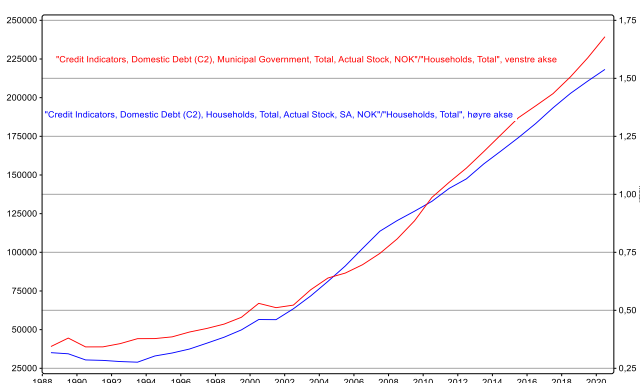
Regjeringen bestemmer hvor mye skatt som skal hentes inn, og hva inntektene skal brukes til. Sentralbanken har en helt spesiell rolle i økonomien som den aktør som kan kontrollere både mengden penger i omløp og mengde kreditt i økonomien. Sentralbanken kan påvirke penger og kreditt ved tre virkemiddel;

1. renten
2. kapitalkrav og reguleringer overfor bankene
3. trykke penger

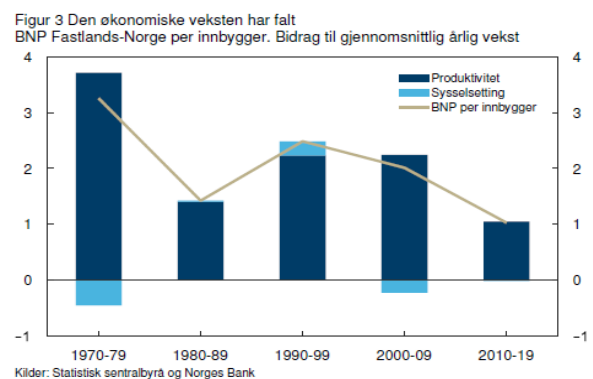
Når renten er lav vil flere ha råd til å låne penger, og mengden kreditt øker. Tilsvarende vil de som har penger få incentiv til å ta høyere risiko for å oppnå avkastning på sparepengene. Pengetrykking er en indirekte måte å øke mengden penger i økonomien. Sentralbanken kan kun kjøpe finansielle aktiva, og de kjøper derfor opp obligasjoner og aksjer i markedet, og tilfører de som de kjøper fra penger på deres konto. Så må de som har fått penger på konto finne en måte å investere videre disse pengene, eller låne de videre ut eller investere i realøkonomien.

I en periode med lave renter vil mengden kreditt i økonomien øke, siden aktiviteten øker og inntektene øker, og verdien på det som blir stilt som sikkerhet for lån, panten, stiger i verdi. Dette blir en positiv sirkel, der kreditten øker, inntekter øker, verdi på pant øker, utlån øker, kreditt øker osv. Det kritiske spørsmål i en slik kredittsyklus er imidlertid hva pengene brukes til. Brukes de til å investere i maskiner, utdanning, innovasjon, infrastruktur, fabrikker etc som kan øke fremtidig inntekt, så bidrar det til økt produktivetsvekst og økt velferd. Brukes det derimot til å by opp priser på eksisterende varer og finansielle aktiva, eller til luksusforbruk, så bidrar det på sikt kun til inflasjon, økt gjeld og økt risiko for finansiell ubalanse i økonomien.

Norge: Gjennomsnittlig gjeld pr husholdning



Norge: svakere produktivetsvekst



Kilde: SpareBank1, Norges Bank Årstalen 2021 og Macrobonds

Grunnen til at gjelden øker over tid er å finne i menneskets natur, vi er grunnleggende optimistiske vesen. På samme måte som en slankekurs alltid skal starte i morgen, eller på mandag, så er det like fristende å øke gjelden litt og heller jobber litt mer en gang i fremtiden. Samfunnets normer endres og gradvis, og hva som anses som «normal» mengde gjeld for en familie har åpenbart endret seg over tid.

Hva som brukes for å betale for varer og finansielle aktiva får følgeeffekt for økonomien. Der kontakt oppgjør avslutter forholdet mellom kjøper og selger umiddelbart, så vil gjeld knytte deg sammen til långiver til gjelden er nedbetalt. Ser en på mengde kontanter som andel av total andel av penger er det i USA (som et av de moderne land med høyest kontantandel) kontanter for USD 3 000 og kreditt for USD 50 000. I Norge er det utestående kreditt for 6 560 mrd og kontanter for 73 mrd.

Produktivitetsveksten bestemmer hvor rask vekst det er i norsk økonomi over tid. Det maksimale nivået økonomien kan vokse uten at det er fare for inflasjon er det vi kaller trend-vekst. Norges Bank kan over tid ikke påvirke dette nivået. I beskrivelse av sitt mandat sier Norges Bank i sine strategirapporter at: «Pengepolitikken kan bidra til at produksjon og sysselsetting stabiliseres rundt det høyest mulige nivået som er forenlig med prisstabilitet over tid. Dette nivået bestemmes av strukturelle forhold som skatte- og trykkesystemet, systemet for lønnsdannelse og sammensetningen av arbeidsstyrken.»

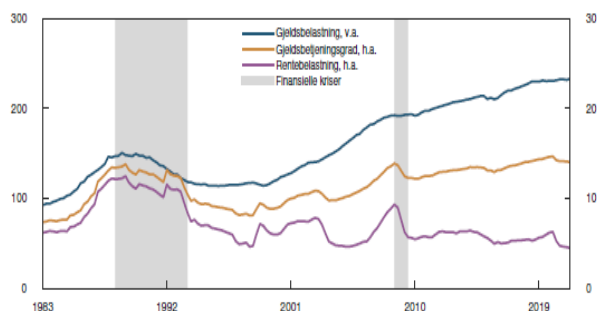
Strukturelle forhold er det politisk vanskelig å gjøre noe med, og til dels upopulært å gjøre noe med. På kort sikt er det langt lettere å jevnt og trutt øke bruken av oljepenger for de som er så heldige å ha en sparekonto, og tillate økt kreditt i økonomien, for på den måten å skape høy vekst og aktivitet i økonomien. Konjunkturstyringen som Norges Bank skal bidra med, vil i figuren over være å stabilisere de kortsiktige konjunktursyklusene. Som figuren under til venstre illustrerer så er det en tendens til at gjelden totalt sett øker for hver konjunkturoppgang og nedgang. Over tid er det imidlertid ikke mulig for en økonomi å leve over evne, derfor er det til syvende og sist produktivitetsveksten som bestemmer et lands velferd over tid, altså hvor effektivt og mye vi jobber, og hvor produktivt vi investerer.

I Årstalen i år pekte sentralbanksjef Olsen på at veksten i produktivitet i Norge, målt som vekst i produksjon per innbygger, har vært på vei ned gjennom flere år. Olsen sa at: «Arbeidsinnsatsen vokser ikke mye lenger. Samtidig bidrar den viktigste kilden til vekst – produktivitet – stadig mindre. Dette er en trend vi deler med andre industriland. En bakenforliggende drivkraft – handel på tvers av land – viser tegn til å flate ut. Pandemien kan påvirke disse forholdene.» Rentene har siden 2008 vært lave, og bidratt til å øke gjelden i både husholdninger og kommuner. Figuren over til venstre viser gjennomsnittlig gjeld pr husholdninger for husholdningenes direkte gjeld og for kommunal gjeld, som husholdningene indirekte må svare for gjennom skatter og avgifter. Gjennomsnittlig gjeld har økt fra 0,5 millioner i snitt i 2002 til over 1,5 millioner i snitt i 2020. Tilsvarende har snittgjelden i kommunal sektor for hver husholdning økt fra 64 000 til 240 000 i samme periode. I samme periode har gjennomsnittlig lønn økt fra 309 000 til 593 000 i 2020. Gjennomsnittlig gjeldsandel pr husholdning har dermed økt fra 182% (564 000/309 000) til 293% (1 740/593).

Norges Bank følger utviklingen i gjeldsbelastning i deres Finansielle Stabilitetsrapport, og i november anså de husholdningenes gjeld som den største sårbarheten for det finansielle system:

Norge: gjeldsbelastning husholdninger

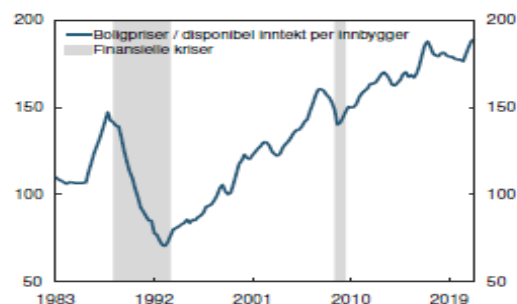
Figur 1.4 Gjeldsbelastningen er høy og vokser noe
Prosent



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Norge: boligpriser/disponibel inntekt pr innbygger

Figur 1.9 Boligprisene har økt mer enn
inntektene gjennom pandemien
Indeks. 4. kv. 1998 = 100



Kilde: SpareBank1, Norges Bank Finansiell Stabilitet

Siden verdien av folks hus, og verdien av aksjer har steget kraftig de siste årene, så føler mange seg mer velstående, tross høyere gjeld. Faren er at nivået på gjelden til slutt blir så høy at det i seg selv blir et problem om rentene begynne å stige eller økonomien rammes av andre sjokk. Dette var tilfelle i Japan i 1989, i Europa og USA i 2008 for ikke å snakke om i USA i 1929. På ett eller annet tidspunkt må gjelden bygges ned til et mer bærekraftig nivå.

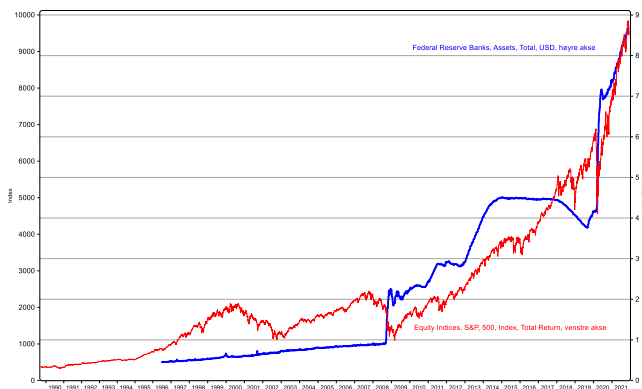
Hvordan redusere gjeld i en økonomi?

Det er 6 måter å redusere gjeld på i en økonomi:

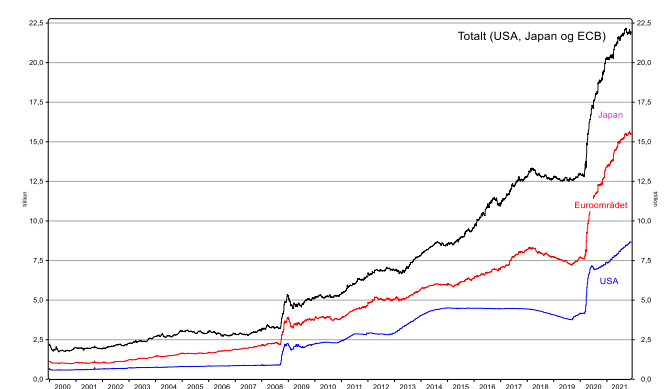
1. redusere forbruk
2. øke produktivtveksten
3. økt skatt (eller øke inntekter til statseide bedrifter, som økte strømpriser)
4. få gjeldslettelse fra kreditorer
5. trykke penger
6. kutte renten for å skape inflasjon, for dermed å inflatere bort gjelden

Faren ved en for kraftig innstramning er at økonomien faller mer enn gjelden, og at gjeldsgraden fortsetter å øke. Dette var det flere land i Europa som opplevde i etterkant av krisen i 2008. Det viktige er altså å fortsette å stimulere økonomien (eller ikke stramme til så mye) slik at gjelden reduseres mer enn økonomien faller. Det er hovedgrunnen til at de fleste land etter 2008 og nå etter korona har benyttet pengetrykking.

USA: sentralbankens balanse og S&P



Balanse for USA, Euroområdet og Japan (USD)



Kilde: SpareBank1, Norges Bank Finansiell Stabilitet

Sentralbanker kan kun kjøpe finansielle aktiva som obligasjoner og aksjer. De kan derfor kun indirekte låne penger til staten, som så kan bruke pengene til å finansiere ulike investeringsprogram, støttetiltak og for å dekke underskuddet på statsbudsjettet. Måten dette gjøres på er at sentralbanken kjøper opp statslån i andrehåndsmarkedet. Når sentralbanken kjøper store mengder statsobligasjoner i markedet bidrar de til å redusere lånerenten for statlig lån, samt redusere risikoen i markedet siden de sikrer at det alltid er noen som vil låne penger til staten. Det er altså et samarbeid mellom statlig myndighet og sentralbanken om å stimulere økonomien. Dette behovet for å koordinere sentralbankens politikk har gjort at sentralbanken har fått mindre og mindre reelle uavhengighet, som beskrevet i flere tidligere rapporter.

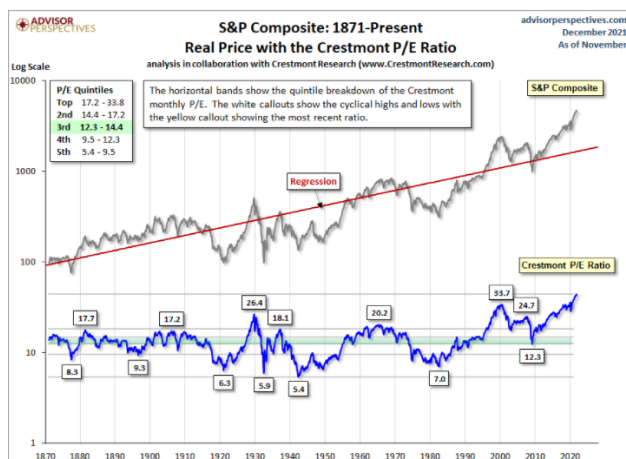
Den beste måten å redusere gjeld på i en resesjon er å ta i bruk alle virkemiddel, både redusere utgifter, redusere gjeld, sikre økonomisk aktivitet ved å trykke penger, og å øke de skatter som ikke påvirker verdiskaping negativt. Greier en å få til en økonomisk vekst i økonomien som er høyere enn lånerenten, så vil gjelden gradvis bygges ned. Trykker en for mye penger, vil det slå ut i økt inflasjon og økte verdier på eiendom og aksjer som i neste omgang kan skape økte politiske spenninger i økonomien. Tilsvarende må en passe på å ikke over tid ha en høyere inntektsvekst enn produktivtvekst, siden det over tid vil gjøre økonomien mindre konkurransedyktig. Dette er det teoretiske bakteppet som Norges Bank må vurdere når de skal sette renten fremover. Veksten i norsk økonomi er høy, og det er tiltagende inflasjonspress. Samtidig vil de høye strømprisene dempe den økonomiske veksten, og sånn sett ha samme virkning som en rentøkning og /eller en skatteøkning. For politikerne vil de høye strømprisene være en ekstra inntektskilde, og derfor vanskelig å si nei til. Forsøket på å løse problemet med å gi økt sosialhjelp til de fattige risikerer å svekke

arbeidslinjen og at flere ender opp som stønadsmottakere. Som jeg har skrevet før så vil statens utgifter øke i årene fremover som følge av eldrebølgen og økt innvandrerbefolkning som ikke kommer i arbeid, samtidig som skatteinntektene reduseres når en lavere andel av befolkningen er i arbeid og oljeaktiviteten faller. Det har derfor vært foreslått en lang rekke nye skatter for å øke skatteinntektene fremover, herunder økt grunnrente fra kraft og oppdrett. Bare i år har Energi Norge estimert at ekstraintektene til staten fra de unormalt høye strømprisene vil bli om lag 30 milliarder. Med en kald vinter kan ekstraintektene neste år bli langt høyere enn det. Utfordringen er at om investorer ikke lenger kan legge rikelig billig grønn energi til grunn for investeringer i Norge, så risikerer en at flere investeringer legges på is på grunn av det høye lønns- og kostnadsnivået, samt lang avstand til markedene. Paradokset er at i Norge får offentlig eide strømprodusenter lov å prise strøm til kunder ut fra markedspris i utlandet. Strøm står for om lag 65% av energiforbruket i Norge, mot 20-25% i andre europeiske land. Prishopp på strøm rammer derfor norske forbrukere svært hardt. I tillegg planlegges det for økt nettleie. At ikke forbrukerombudet er på banen er helt utrolig. Ler mer i en informativ kronikk av professor Øystein Noreng i Teknisk Ukeblad: https://www.tu.no/artikler/energilpolitik-er-vanskelig/515507?fbclid=IwAR1LVxKm1g9hawjkc_qT5-5Z7mviWF4U0scptxIGOOyQOqwNTM5Y_K_hsdQ

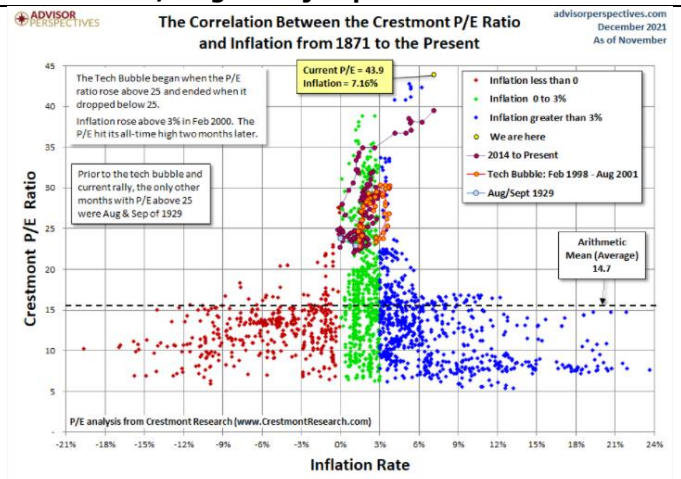
I Tyskland har politikerne valgt å avvikle både kjernekraft og kullkraft uten å sikre gassforsyninger eller annen stabil balansekraft i tillegg til fornybar. Dermed er de avhengig av gass fra Russland og Norge og kjernekraft fra Frankrike. Frankrike har som ett av få land i Europa økt utbyggingen av kjernekraft. Den nye teknologi for kjernekraft, bygd på Molton Salt Reaktorer er en ny generasjon av kjernekraft, mye tryggere og med mye mindre avfall enn den gamle teknologien.

Som følge av den kraftige stimulering fra både regjeringer og sentralbanker rundt om i verden er aksjemarkedet nå priset svært høyt. Rekordlave renter har ført til en rekordtilstrømming til aksjemarkedet etter 2020. Aksjemarkedet har ikke vært så høyt priset siden 1870, og dagens nivå er nesten 200% høyere enn den gjennomsnittlige prisingen av aksjene målt mot deres earnings pr share (EPS). Et selskaps earnings pr share er beregnet som selskapets profitt delt på antall utestående aksjer, og mål på selskapets lønnsomhet.

USA: P/E for S&P



USA: både P/E og inflasjon på ekstremt nivå



Kilde: SpareBank1, Advisor Perspectives, Crestmont Research

SSB varsler svakere vekst i norsk økonomi grunnet Omikron-virus

Fredag la SSB frem nye prognoser for norsk økonomi, noe som vil være en viktig input før Norges Banks rentemøte den 16. desember. SSB peker på at Europa er blitt et episenter for en ny bølge med koronasmitte. Spesielt ille er det i en del øst-Europeiske land der lav vaksinasjonsgrad har ført til både høyt antall smittede og døde. Antall smittede i mange land i Vest-Europa er kraftig stigende, men her er vaksinasjonsgraden høy og antall døde lavere enn ved tidligere smitteutbrudd. Vi må forvente økte smitteverntiltak utover vinteren, og at det vil føre til en viss dempet aktivitet i økonomien. Vi vet foreløpig lite om det nye viruset, hverken om hvor godt vaksinene beskytter mot den, eller hvor syk en blir. WHO advarer om at risikoen for reinfeksjon av dette viruset er høyere enn tidligere mutasjoner. Det vil trolig føre til at myndighetene må gå varsomt frem. Fordelen med mRNA-vaksinene er at de relativt lett kan tilpasset nye virusvarianter. Moderna og Pfizer, har uttalt at nye vaksiner tilpasset den nye varianten tidligst kan være klart tidlig i 2022. En ny tilpasset vaccine vil derfor kunne gi beskyttelse utover i 2022 om eksisterende vaksiner ikke gir god nok beskyttelse. Faren er imidlertid at stadig nye muterte varianter kan oppstå når viruset spres i regioner med lave vaksinerater. Avhengig av hvor smittetrykket blir størst, og hvilke smitteverntiltak som iverksettes, kan det skape nye flaskehals og logistikkproblemer. Risikoen kan dermed bli høyere inflasjon til tross for økt smittevernrestriksjoner.

Utsikter for norsk økonomi er gode. SSB ser for seg en vekst i BNP for fastlandsøkonomien på 4,1% i år og neste år, og 2,4% i 2023 og 1,9% i 2024. Som figuren under til venstre viser så er veksten fortsatt godt under trend, men forventes å stige over trend innen 2023.

Konsumdrevet vekst. SSB venter en vekst i privat konsum på nesten 9% neste år, drevet opp av fortsatt lave realrenter og ekstra sparebuffer etter nedstengingen i fjor. Gjennom pandemien økte konsum av varer på bekostning av tjenester. Dette vil trolig endre seg neste år, når økonomien normaliseres. Til tross for økt realinntekt, vil høyere renter, høyere strømpriser og en mer beskjeden vekst i boligpriser bidra til å dempe privatkonsumet de påfølgende årene.

Høye boligpriser øker boligbyggingen. Boligprisene i Q3 i år var vel 10% høyere enn samme kvartal i fjor. Den høye prisveksten har fått fart på nyboligbyggingen, etter et fall i 2020 på 0,2%. SSB venter at boliginvesteringene vil øke med 3,6% i år og 5,7% neste år. Betydelig høyere byggekostnader som følge av prisstigning på det meste av råvarer mm vil imidlertid legge en demper på nybygging. Høyere renter og dempet befolkningsvekst vil trolig dempe boligprisveksten fremover. I november falt boligprisene med 0,6%, og sammenlignet med november 2020 er boligprisene nå 6,6% høyere. I Oslo er boligprisene i november 4% høyere enn for ett år siden. I Oslo falt OBOS prisene for brukte boliger med 1,7% i november, noe som gir en årsvekst i november på 5,3%. Det var ekstra mange boliger til salgs i november, og enkelte trekker frem den nye avhendingsloven som vil trå i kraft 1.1.2022 som en utløsende faktor for enkelte til å legge ut boligen for salg før nyttår. Den nye loven vil gjøre at selger sitter mer med ansvar og dermed større risiko enn tidligere.

Oljeinvesteringer opp etter skatteordningen. Etter et fall i oljeinvesteringene i 2020 og et videre fall inn i starten av 2021, har investeringene tatt seg opp. Nye planer vil trolig øke oljeinvesteringene i 2023 med 10% og 6% i 2024. Selv om investeringene tar seg opp de neste par årene, vil allikevel petroleumsvirksomhetens betydning for norsk økonomi bli gradvis mindre. Regnet som andel av BNP for Fastlands-Norge anslås petroleumsinvesteringene å være rundt 5% i 2024, mot 9% i 2013.

Økte næringslivsinvesteringer på grønn bølge. Både innen tjenester og industri planlegges det for økte investeringer neste år. Investeringer i det grønne skiftet skyter fart, med store prosjekter som batterifabrikker og hydrogenanlegg under planlegging. Innen kraftforsyning er imidlertid investeringene på vei ned etter at flere store vindkraftutbygginger er ferdigstilt i år. Samlet ventes næringsinvesteringer å øke med rundt 6% neste år og 4% i 2023.

Norges Bank vil trolig utsette renteøkning til etter jul

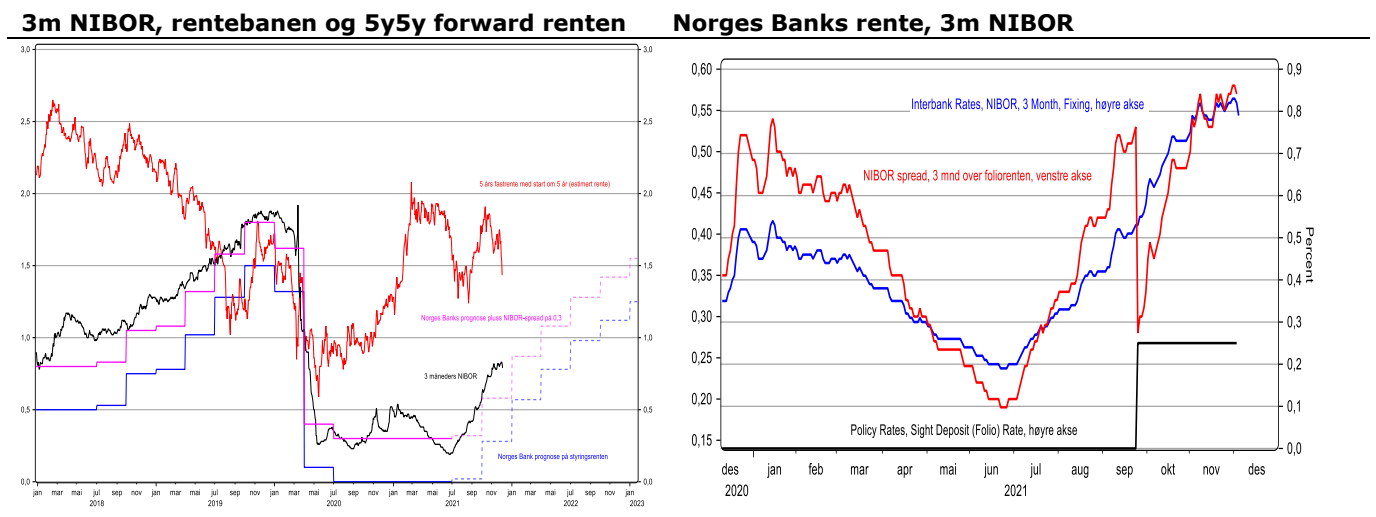
Vi ser 5 grunner til at Norges Bank mest sannsynlig vil velge å utsette den varslede renteøkningen den 16. desember til etter nyttår:

- Mutert virus svært smittsom og vil gi nye begrensinger til økonomien
- Rekordhøye strømpriser allerede nå, folk frykter enda høyere strømpriser gjennom vinteren
- Høyere skatt for mange
- Inflasjon spiser opp kjøpekraft – cash is trash
- Boligmarkedet er i ferd med å kjøles ned av seg selv

Utfordringene for politikerne er at de ekstraordinære inntektene fra høye strømpriser tilfaller i hovedsak stat og kommune. Energi Norge har ifølge DN beregnet at staten vil få 30 milliarder i økte inntekter bare i år. Siden Europa har en energikrise, med mangel på energi, og Norge allerede har lave magasiner av vann og stor eksportmulighet som følge av de nye eksportkablene, må vi forvente nye prisrekorder på strøm i vinter. Spørsmålet er om regjeringen egentlig ønsker å gjøre noe med de høye strømprisene. Til nå har de kun lovet å hjelpe de som sliter mest. Men for økonomien vil det få stor innstrammende effekt om folk og næringsliv begynner å planlegge for i snitt en økt strømregning på 30 000 pr husstand pr år. Det tilsvarer flere renteøkninger. De som sliter mest med strømregninger vil typisk leie bolig, og dermed ikke være berørt av endret boligrente. De som trolig vil bli mest berørt er nyetablerte og de som har kjøpt eller leier eldre boliger som krever mye oppvarming. Dette er en gruppe som har stor konsumtilbøyelighet, og dermed vil redusere konsumet mye om de blir rammet av høyere utgifter.

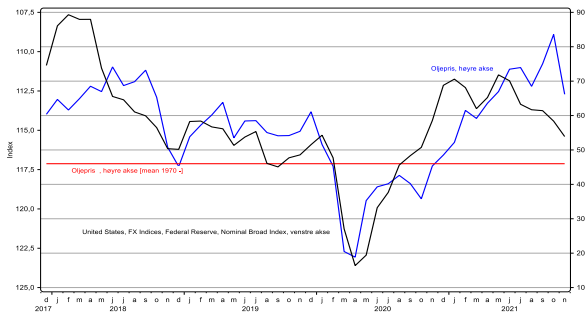
Norges Bank må i sin analyse i forbindelse med rentemøtet den 16. desember komme med en detaljert vurdering av hvordan et scenario med svært høye strømpriser gjennom vinteren vil påvirke norsk økonomi, både når det gjelder hvordan det vil påvirke husholdningenes forbruk, boligmarkedet, næringslivets utgifter, investeringsviljen til næringsliv. Usikkerheten om fremtidig strømpriser kommer på toppen av varslede økte skatter til både husholdninger og næringsliv. Særlig økt formueskatt på eierskap av bedrifter vil kunne bidra til å dempe viljen og evnen til familieeide bedrifter til å investere.

3m NIBOR har steget til 0,8. Normalt stiger NIBOR noe før nyttår, så det er ikke fullt ut priset inn en renteøkning den 16. desember. Vi tror Norges Bank vil velge å avvente renteøkningen til etter nyttår, for å gi regjeringen tid til å komme opp med en mer varig løsning på hvordan skape mer forutsigbarhet for strømpriser for vanlige folk.

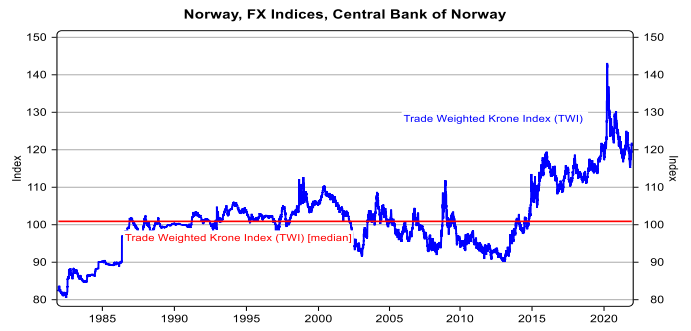


Kilde: SpareBank1 og Macrobonds

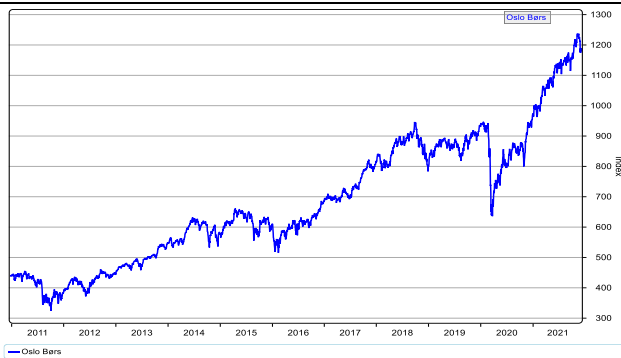
USD (invers skala) og oljepris



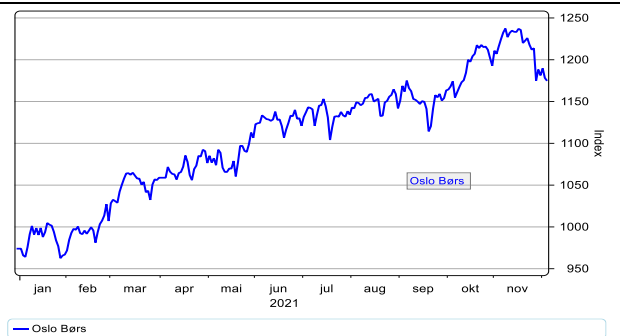
NOK, handelsvektet kurv



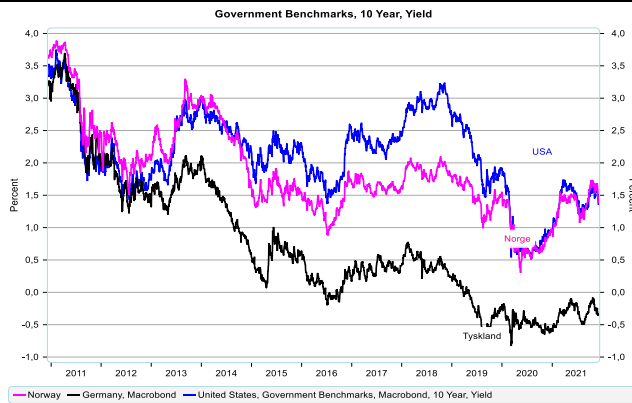
Norge – Oslo børs siden 2011



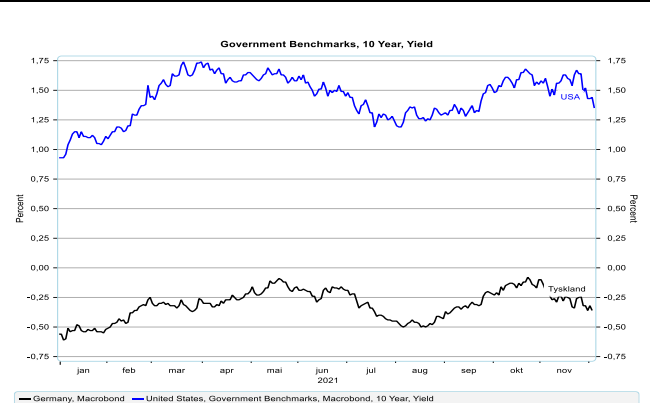
Norge – Oslo børs siden årsskifte



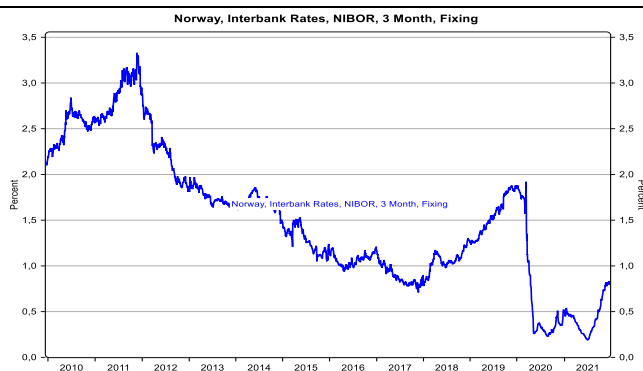
10 års statsrente – Norge, Euro, USA



10 års statsrente siden årsskifte



3 måneders interbankrente (NIBOR)



3 m NIBOR siden årsskifte

