

Hvordan blir norsk økonomi i 2024?

16.01.2024

Lars Andreas Løtvedt, Fixed Income Norway

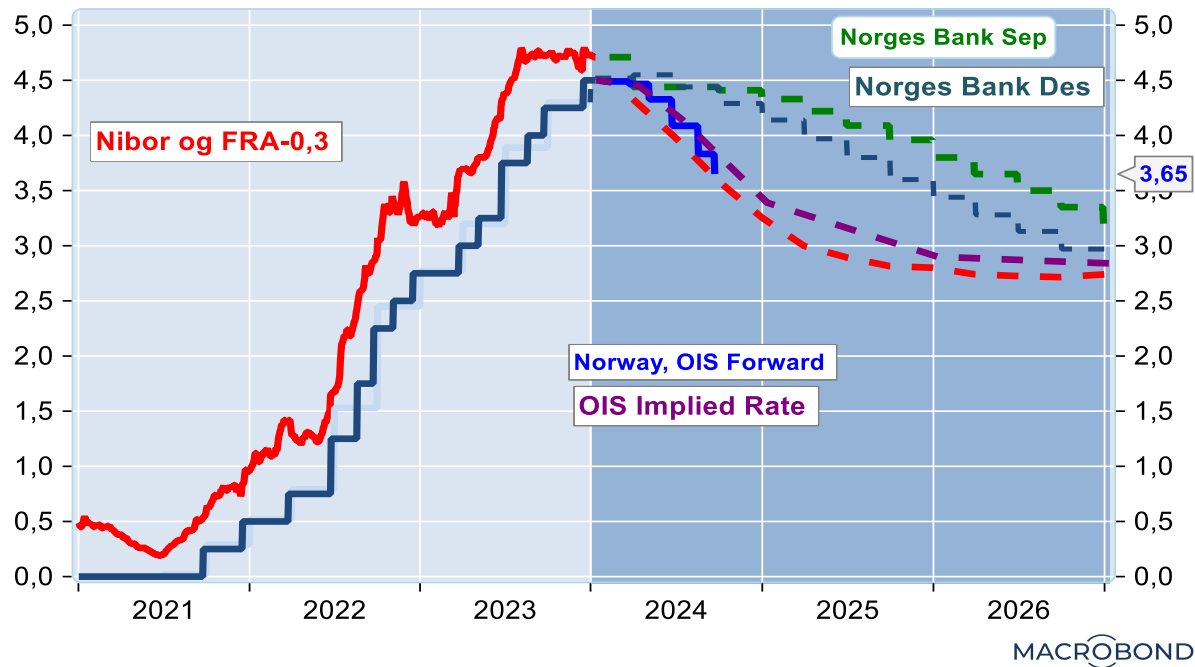
Nordea Asset Management



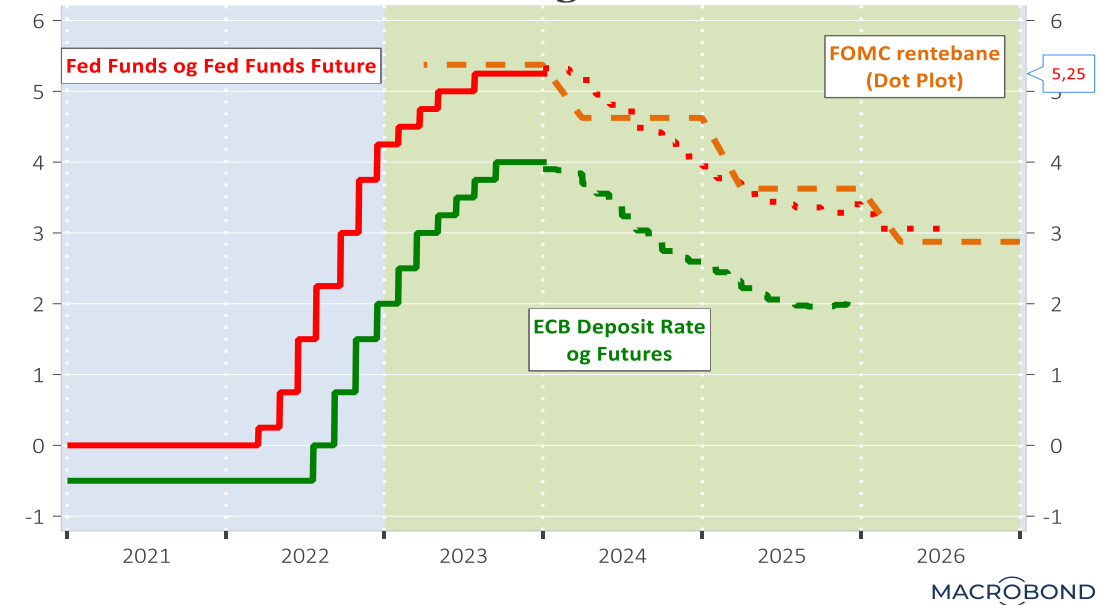
Norges Bank venter 1 kutt i styringsrenten i år

Markedet venter 4 til 5 rentekutt – men det betyr i så fall temmelig mye motvind for norsk økonomi

Norges Bank og renteforventninger

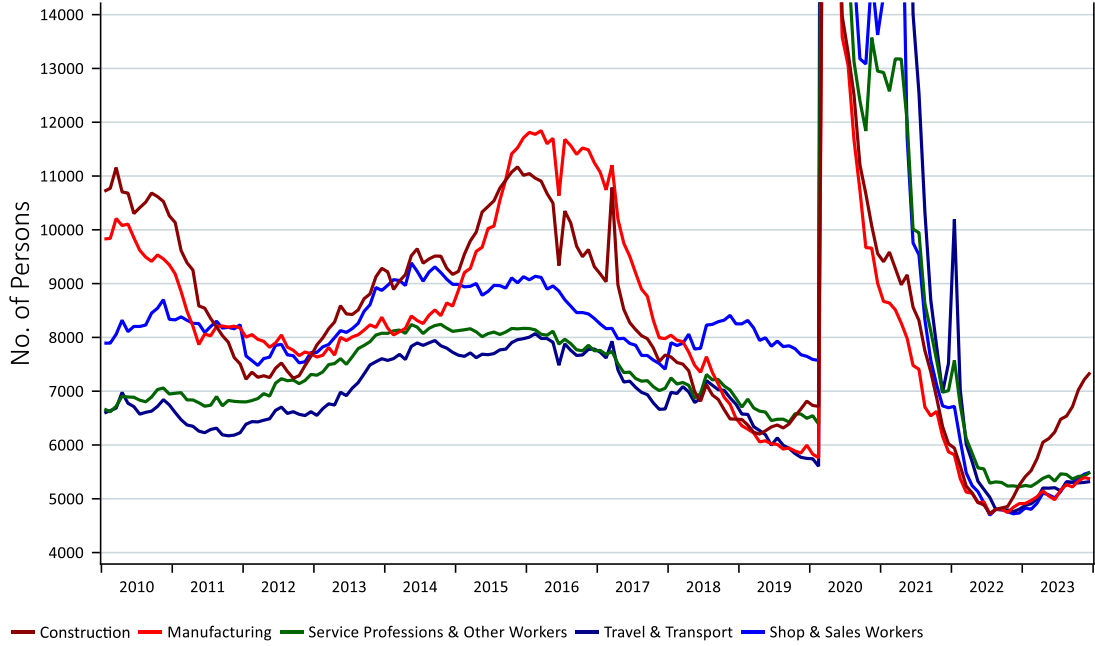


Fed og ECB

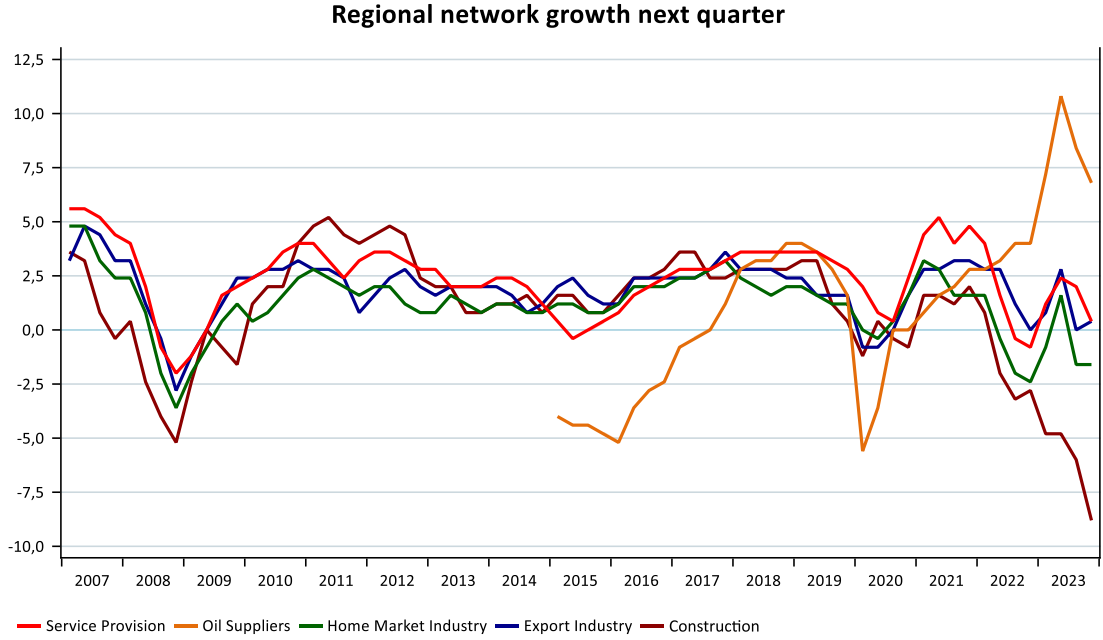


Markedet hadde 6 rentekutt som forventning ved årsskiftet.
Likevel er det ganske optimistisk å forvente 4 til 5 rentekutt i 2024

Ledigheten stiger i byggenæringen, men ikke så mye i andre sektorer

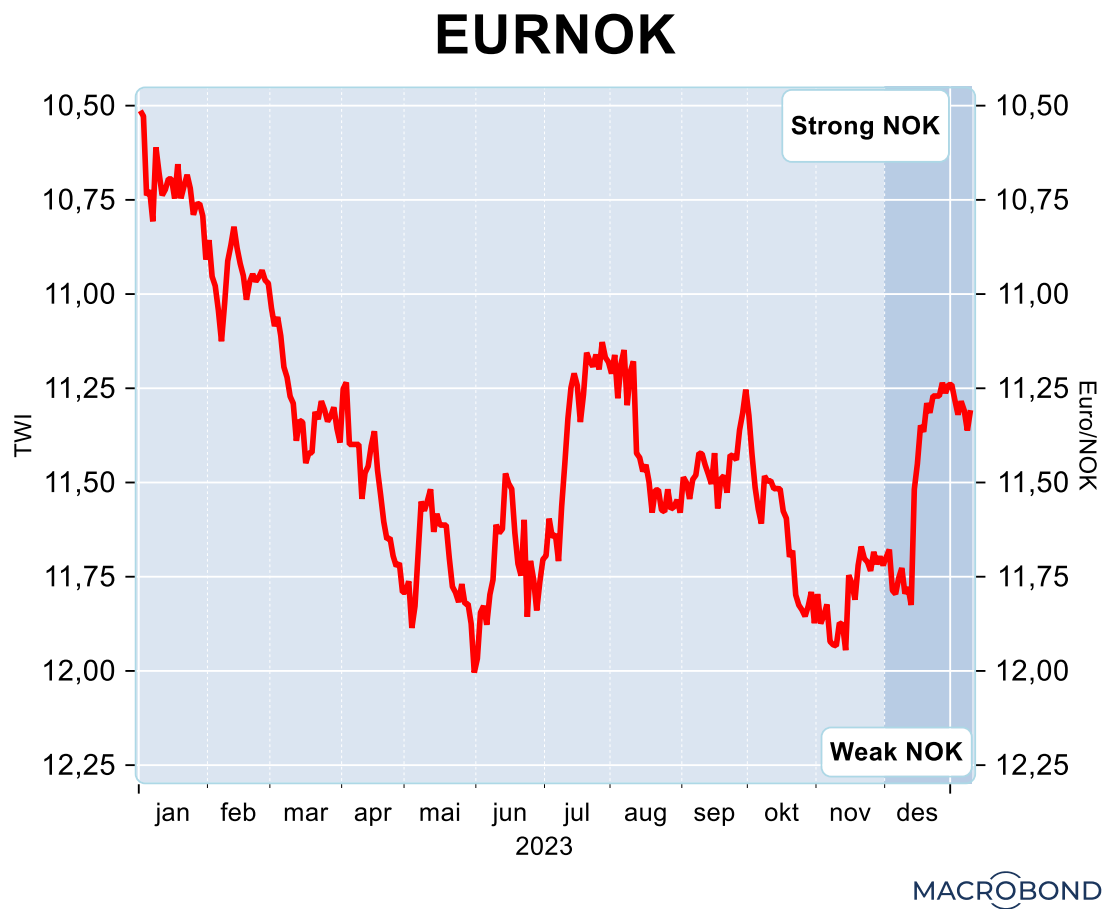


Kilde: Nordea Investment Management AB and Macrobond



Kilde: Nordea Investment Management AB and Macrobond

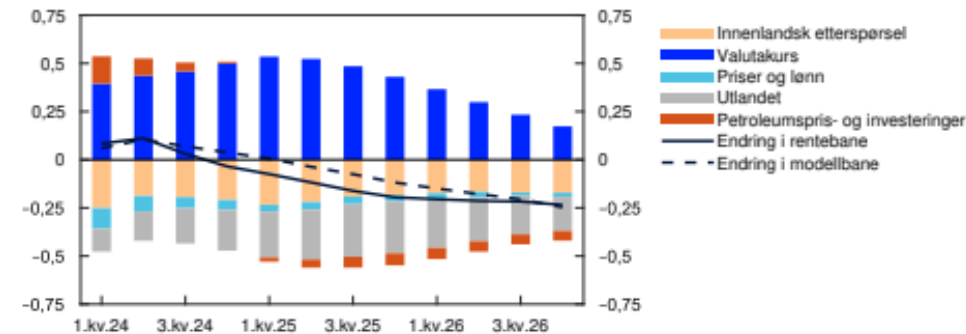
Norges Bank vil – om noe – endre fra 1 til 2 rentekutt i 2024 på møtet i mars



Kilde: Nordea Investment Management ABog MacroBond, Jan 24

Figur 4.6 Modellen tilsier en lavere bane for styringsrenten utover anslagsperioden

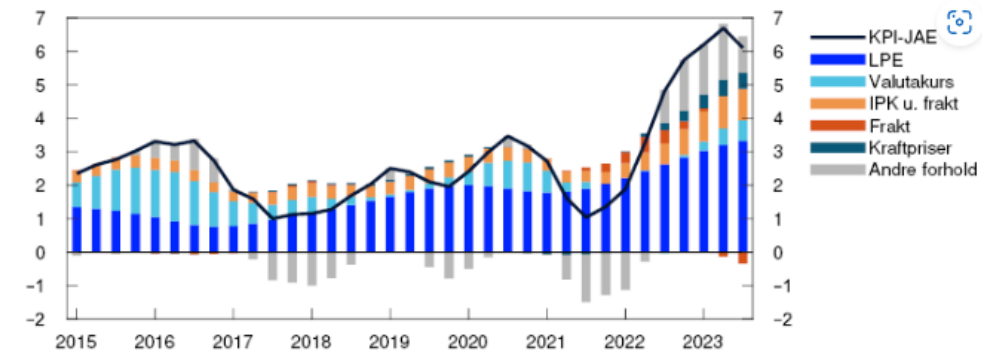
Akkumulerte bidrag. Prosentenheter



Kilde: Norges Bank

Figur 3.H Estimert bidrag til inflasjonsutviklingen ²

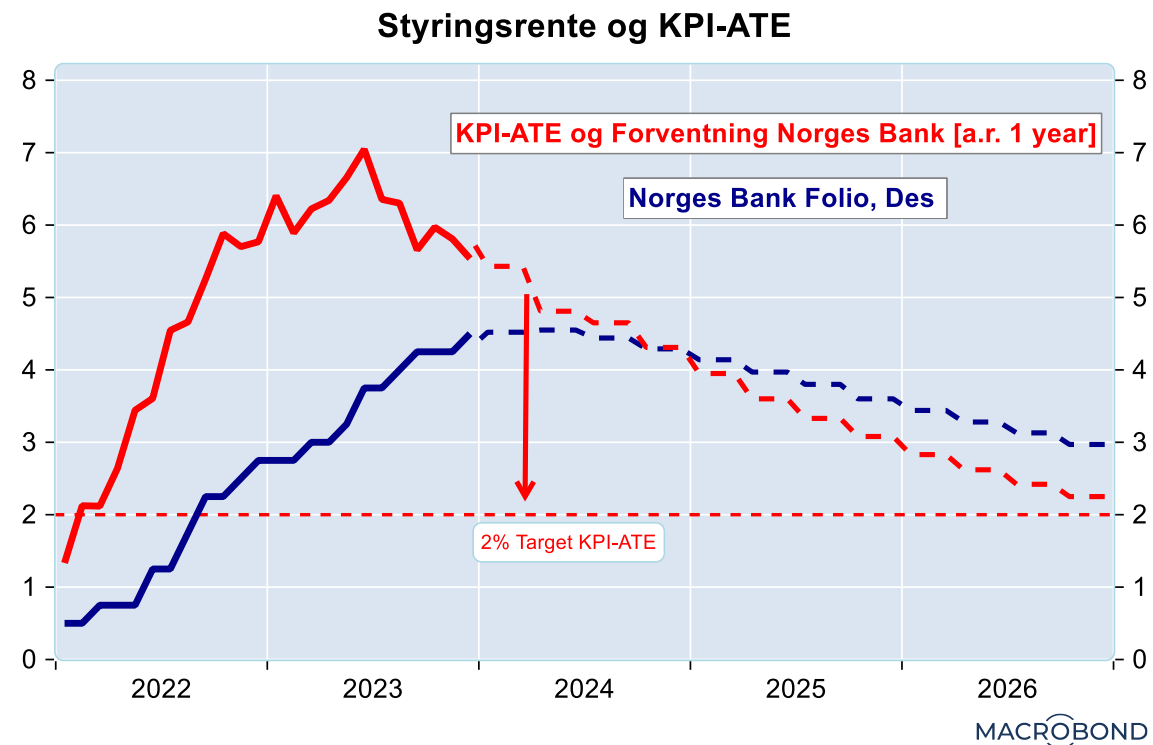
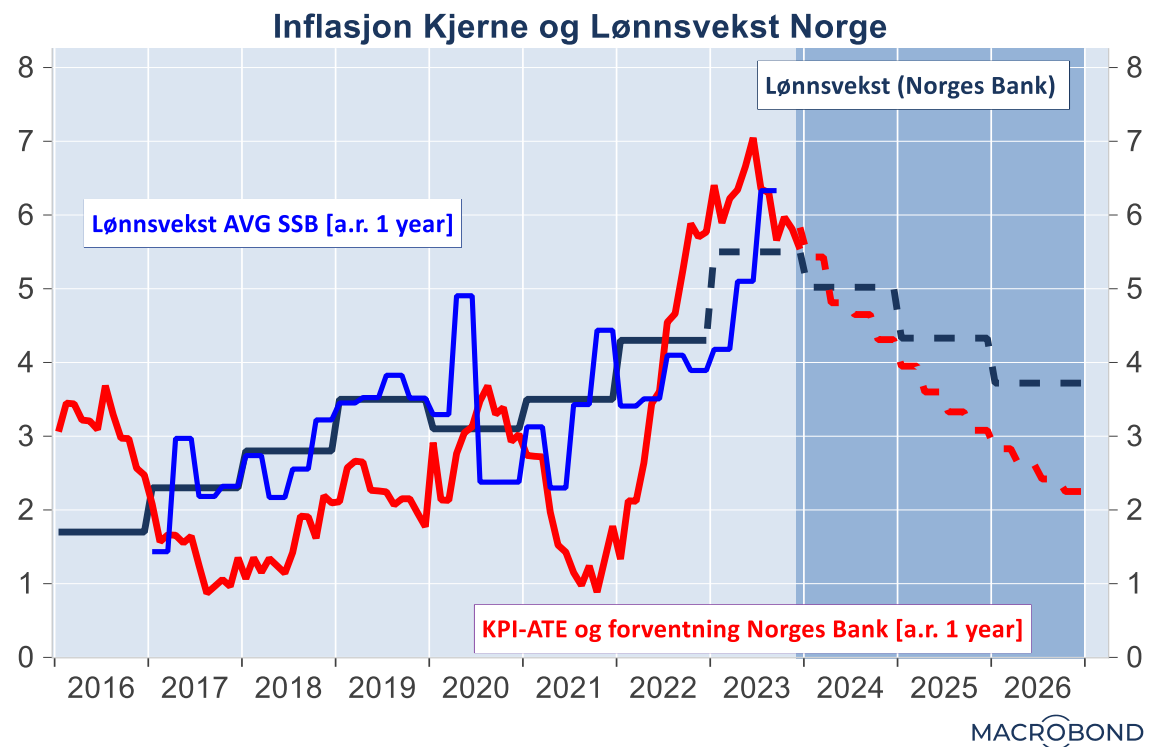
Bidrag til firekvartalersvekst i KPI-JAE. Prosentenheter



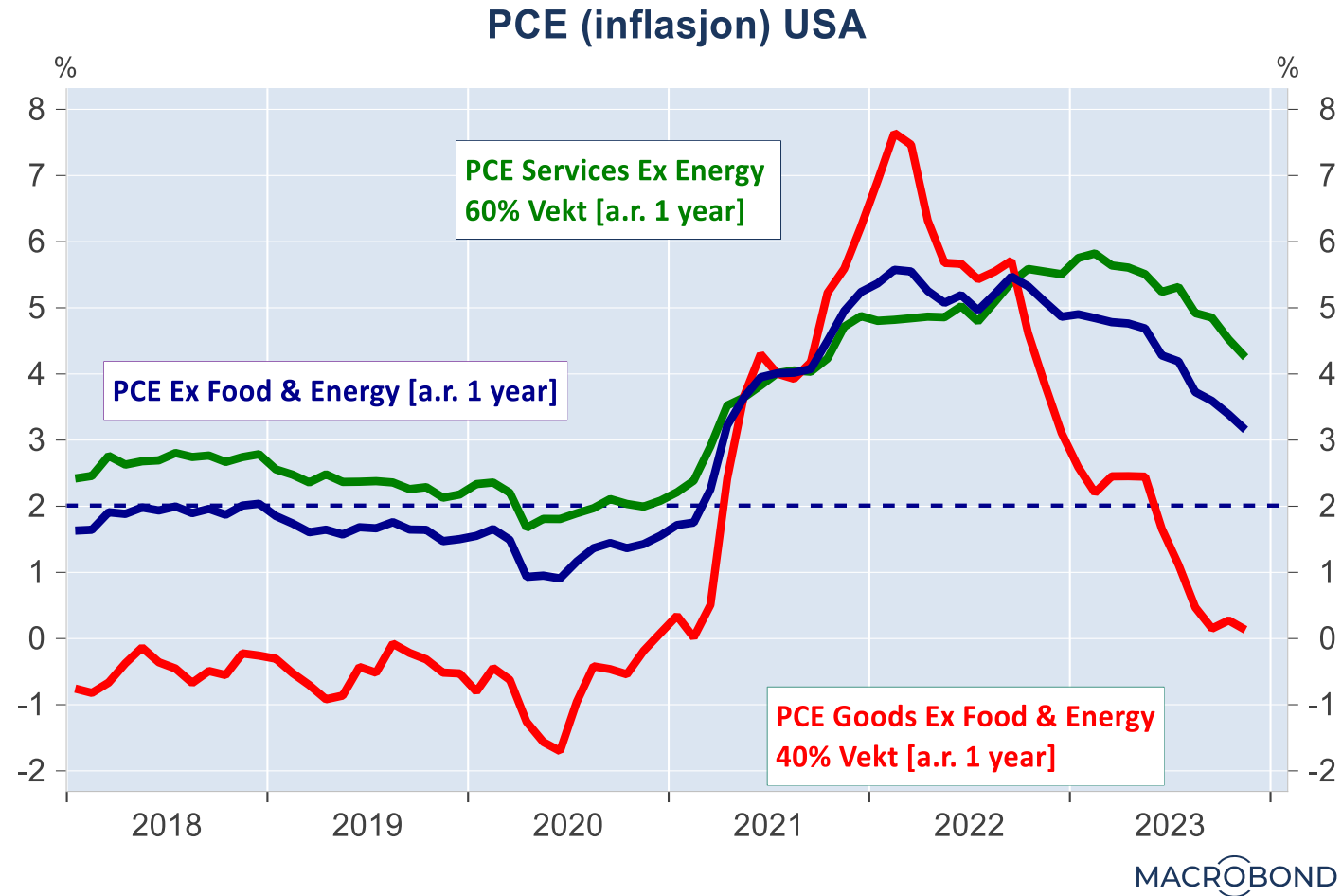
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Men seriøst.....rentekutt allerede i mars?

Det er mer oppsidepotensiale i renter

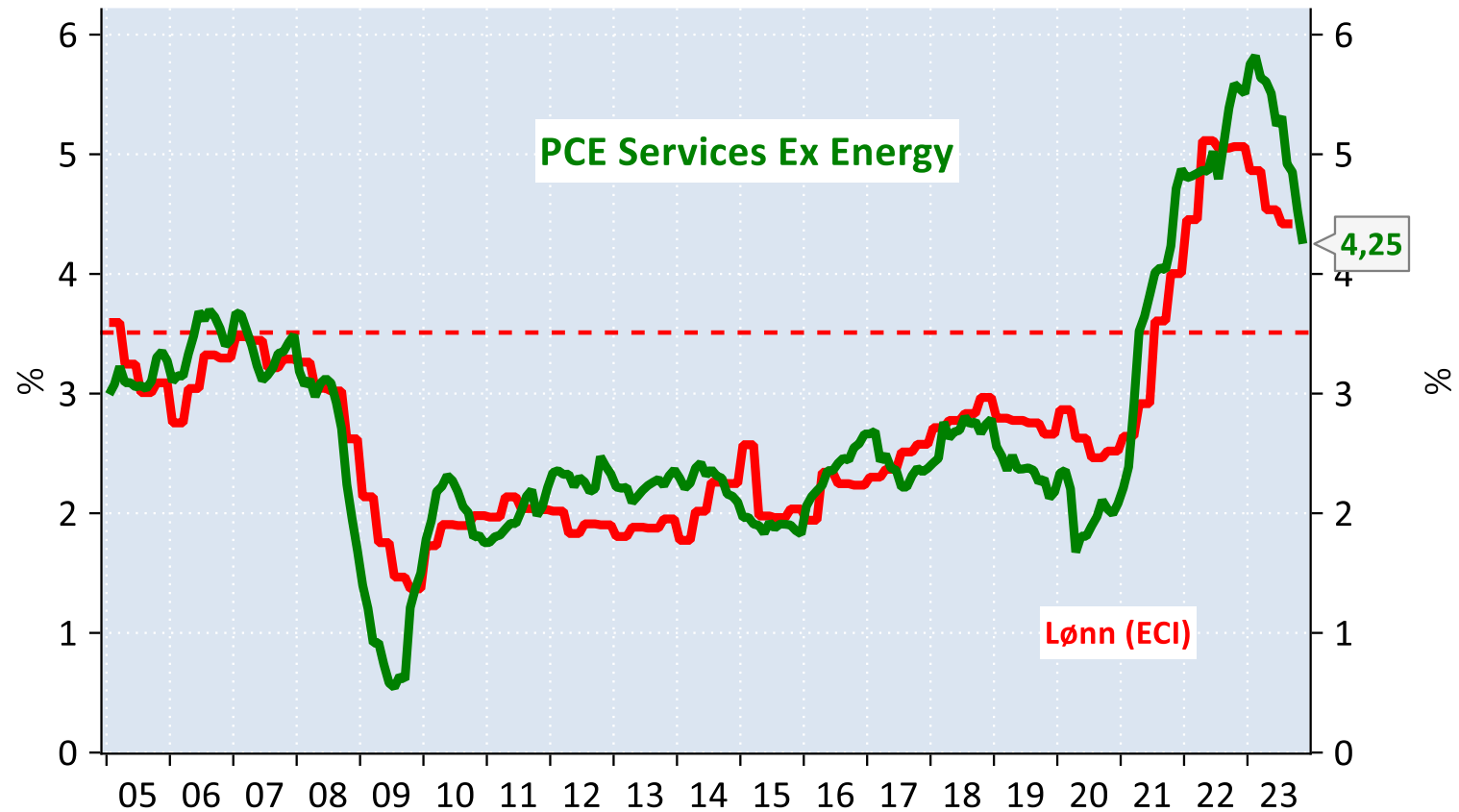


Inflasjon er ikke bare inflasjon → Service viktigere for totalen enn varer



Lønn er viktig for serviceinflasjon

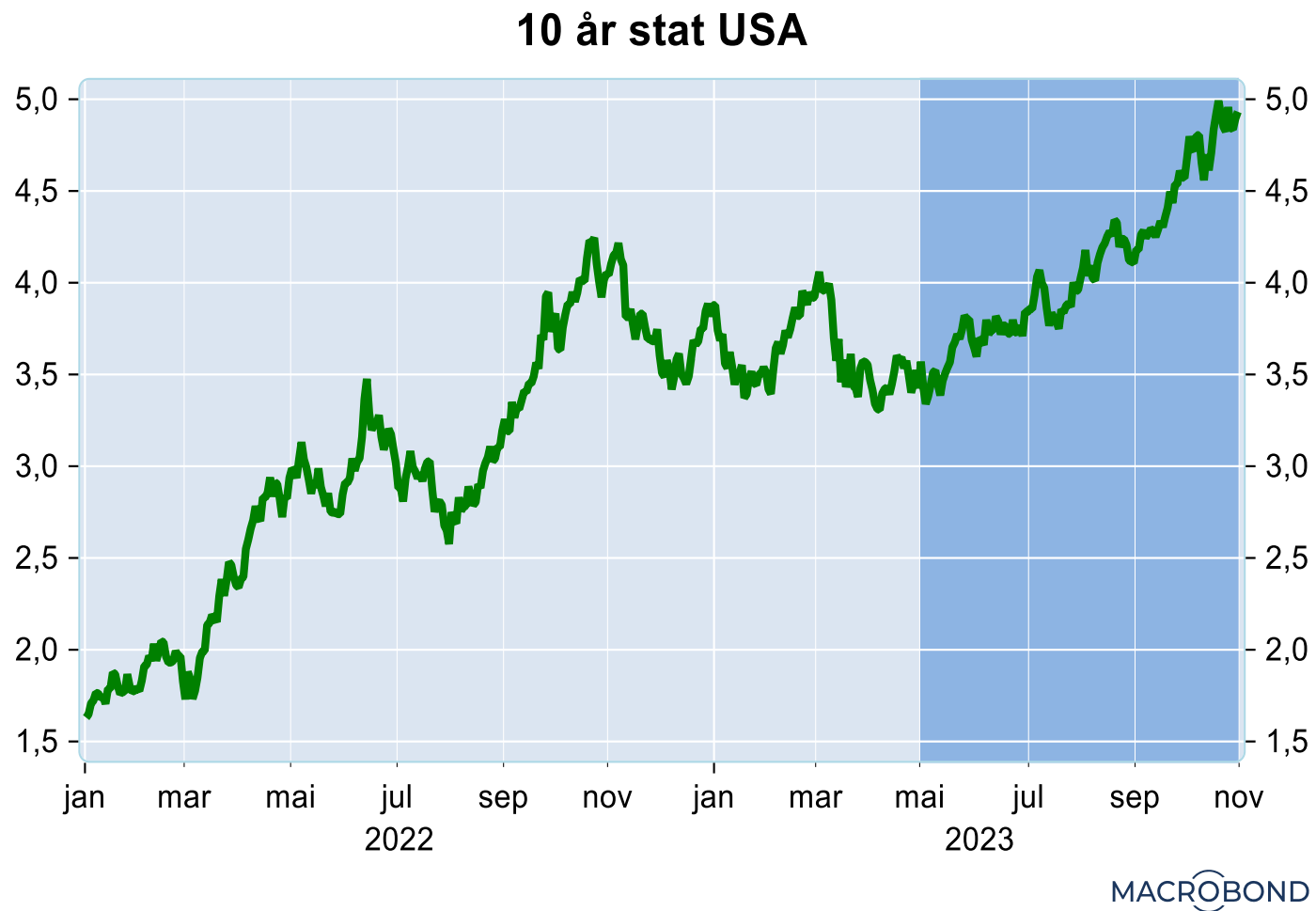
USA: Lønn (ECI) og PCE Inflasjon



Kilde: Nordea Investment Management and Macrobond

Når 10-års renten i november var på det høyeste var det:

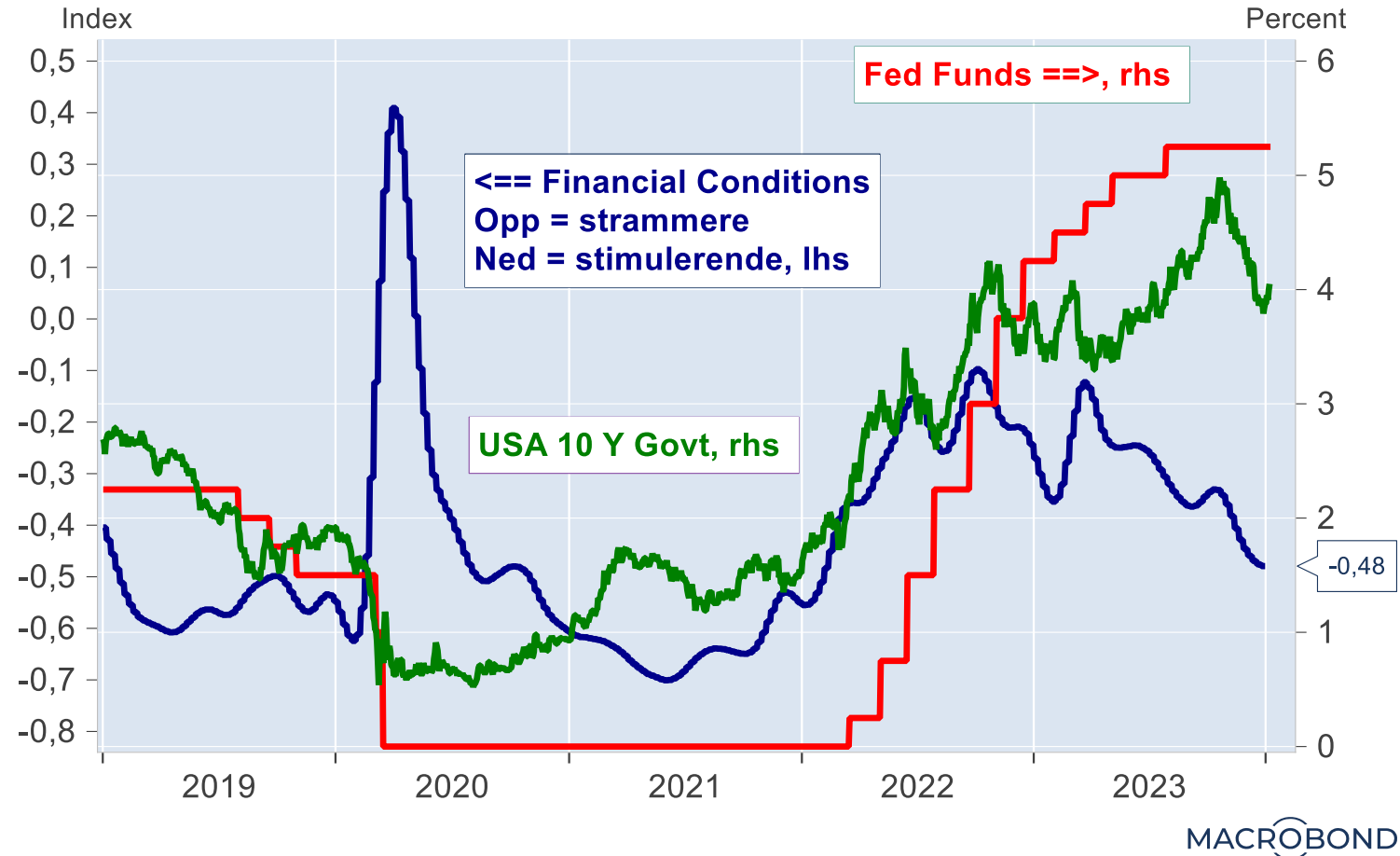
(1) Negativt for vekst, og gav (2) mindre behov for å heve Fed Funds



Nå er 10 år stat kommet kraftig ned, og gjør jobben for Fed:

- Vil det være (1) *Positivt* for vekst, og gi (2) *Mindre* behov for å senke Fed Funds?

Chicago FED, Financial Conditions og Fed Funds rente



Det har tatt tid for renten å virke her på berget. Nå biter det mer

	Jan 2020	Jan 2021	Jan 2022	Jan 2023	Jan 2024	
Eksempel- familie, januar 2020:	Styringsrente	1.5%	0.0%	0.5%	2.75%	4.5%
	Lånerente	3.0%	1.5%	2.0%	4.25%	6.0%
	Prisvekst (KPI) L12M		1.3%	3.5%	5.8%	5.5%
	Lønnsvekst L12M		2.2%	3.5%	4.3%	5.6%
	Inntekt etter skatt	65.485	65.275	67.624	72.667	77.859
	Terminbeløp lån	23.768	20.078	21.180	26.383	30.608
	Disponibel inntekt	41.717	45.197	46.444	46.284	47.251
	I 2020-kroner	41.717	44.617	44.297	41.725	40.376
	Endring i kjøpekraft i % (fra jan 2020)		7,0%	6,2%	0,0%	-3,2%
Boliglån: 5 000 000	Endring i kjøpekraft i kr/år (fra jan 2020)		34.806	30.971	99	-16.088
	Endring i kjøpekraft i kr/mnd (fra jan 2020)		2.901	2.581	8	-1.341

Bedring i kjøpekraft så fort renta stabiliseres

	Jan 2020	Jan 2021	Jan 2022	Jan 2023	Jan 2024	Jan 2025	
Eksempel-familie, januar 2020:	Styringsrente	1.5%	0.0%	0.5%	2.75%	4.5%	4.5%
	Lånerente	3.0%	1.5%	2.0%	4.25%	6,0%	6,0%
	Prisvekst (KPI)		1.3%	3.5%	5.8%	5.5%	4%
	Lønnsvekst		2.2%	3.5%	4.3%	5.6%	4%
Brutto-inntekt: 1 000 000	Inntekt etter skatt	65.485	65.275	67.624	72.667	77.859	80.430
	Terminbeløp lån	23.768	20.078	21.180	26.383	30.608	30.608
	Disponibel inntekt	41.717	45.197	46.444	46.284	47.251	49.822
	I 2020-kroner	41.717	44.617	44.297	41.725	40.376	40.935
	Endring i kjøpekraft i % (fra jan 2020)		7.0%	6.2%	0.0%	-3.2%	-1.9%
Boliglån: 5 000 000	Endring i kjøpekraft i kr/år (fra jan 2020)		34.806	30.971	99	-16.088	-9.374
	Endring i kjøpekraft i kr/mnd (fra jan 2020)		2.901	2.581	8	-1.341	-781

+1,3%

Med reallønnsvekst ser det ganske greit ut selv om renta blir uendret

	Jan 2020	Jan 2021	Jan 2022	Jan 2023	Jan 2024	Jan 2025	
Eksempel-familie, januar 2020:	Styringsrente	1.5%	0.0%	0.5%	2.75%	4.5%	4.5%
	Lånerente	3.0%	1.5%	2.0%	4.25%	6.0%	6.0%
	Prisvekst (KPI)		1.3%	3.5%	5.8%	5.5%	4.0%
	Lønnsvekst		2.2%	3.5%	4.3%	5.6%	5.0%
Brutto-inntekt: 1 000 000	Inntekt etter skatt	65.485	65.275	67.624	72.667	77.859	81.072
	Terminbeløp lån	23.768	20.078	21.180	26.383	30.608	30.608
	Disponibel inntekt	41.717	45.197	46.444	46.284	47.251	50.464
	I 2020-kroner	41.717	44.617	44.297	41.725	40.376	41.463
	Endring i kjøpekraft i % (fra jan 2020)		7.0%	6.2%	0.0%	-3.2%	-0.6%
	Endring i kjøpekraft i kr/år (fra jan 2020)		34.806	30.971	99	-16.088	-3.039
Boliglån: 5 000 000	Endring i kjøpekraft i kr/mnd (fra jan 2020)		2.901	2.581	8	-1.341	-253

+2,6%

+13 049

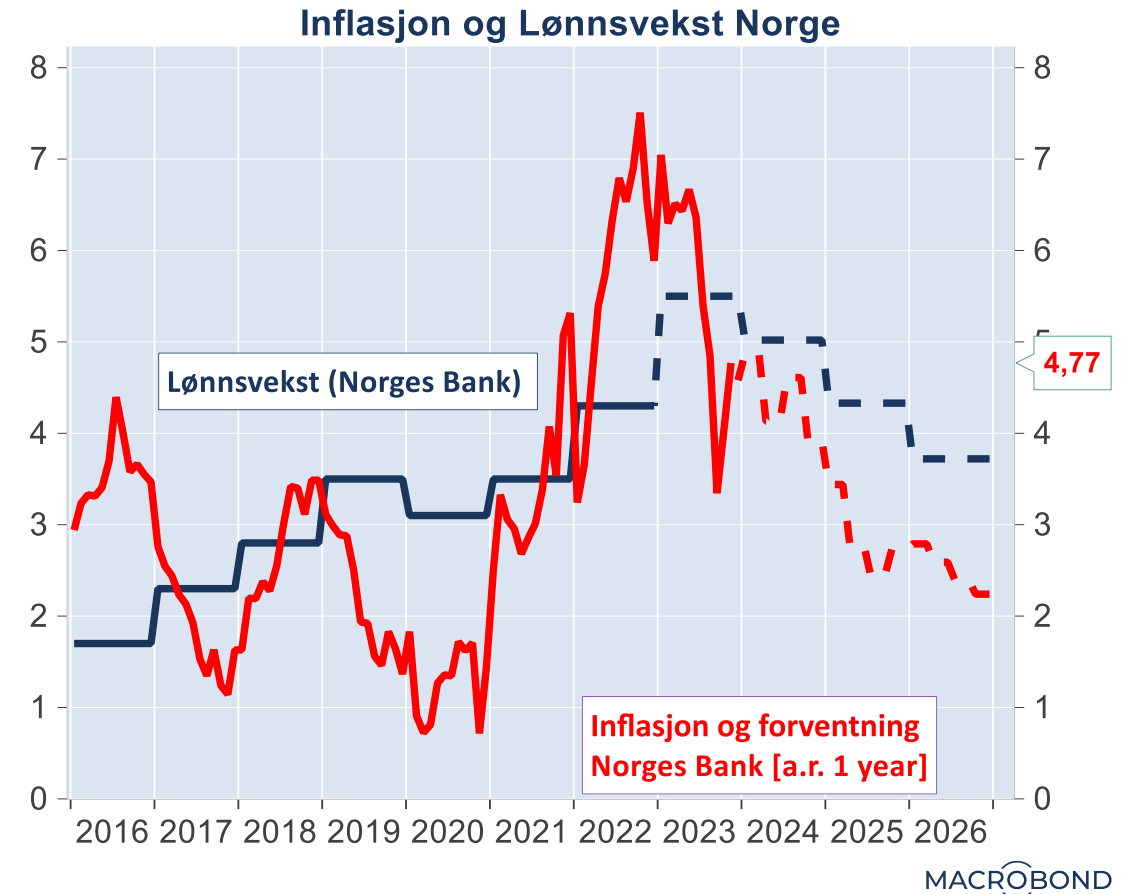
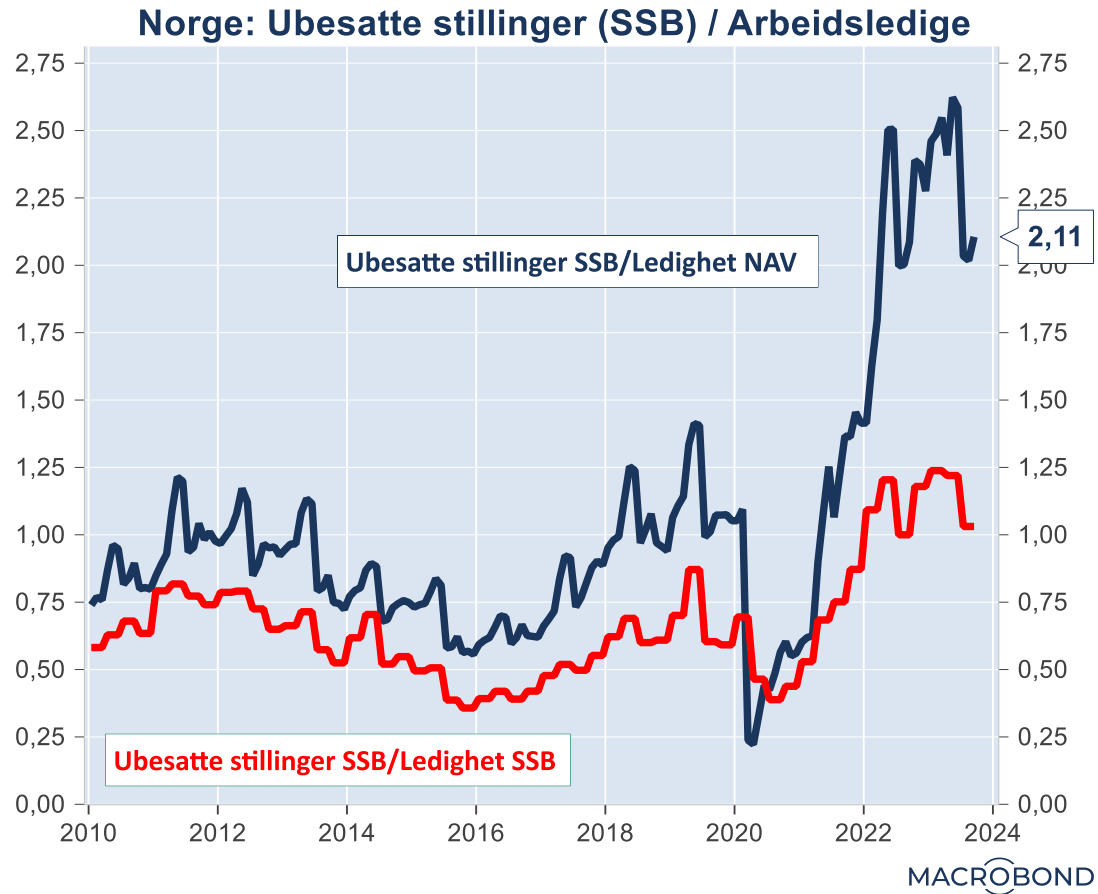
Trenger norsk økonomi virkelig 6 kutt som markedet priser?

	Jan 2020	Jan 2021	Jan 2022	Jan 2023	Jan 2024	Jan 2025	
Eksempel-familie, januar 2020:	Styringsrente	1.5%	0.0%	0.5%	2.75%	4.5%	3.00%
	Lånerente	3.0%	1.5%	2.0%	4.25%	6.0%	4.5%
	Prisvekst (KPI)		1.3%	3.5%	5.8%	5.5%	4.0%
	Lønnsvekst		2.2%	3.5%	4.3%	5.6%	5.0%
Brutto-inntekt: 1 000 000	Inntekt etter skatt	65.485	65.275	67.624	72.667	77.859	79.778
	Terminbeløp lån	23.768	20.078	21.180	26.383	30.608	27.010
	Disponibel inntekt	41.717	45.197	46.444	46.284	47.251	52.768
	I 2020-kroner	41.717	44.617	44.297	41.725	40.376	43.356
	Endring i kjøpekraft i % (fra jan 2020)		7.0%	6.2%	0.0%	-3.2%	3.9%
	Endring i kjøpekraft i kr/år (fra jan 2020)		34.806	30.971	99	-16.088	19.677
Boliglån: 5 000 000	Endring i kjøpekraft i kr/mnd (fra jan 2020)		2.901	2.581	8	-1.341	1.640

+7,1%

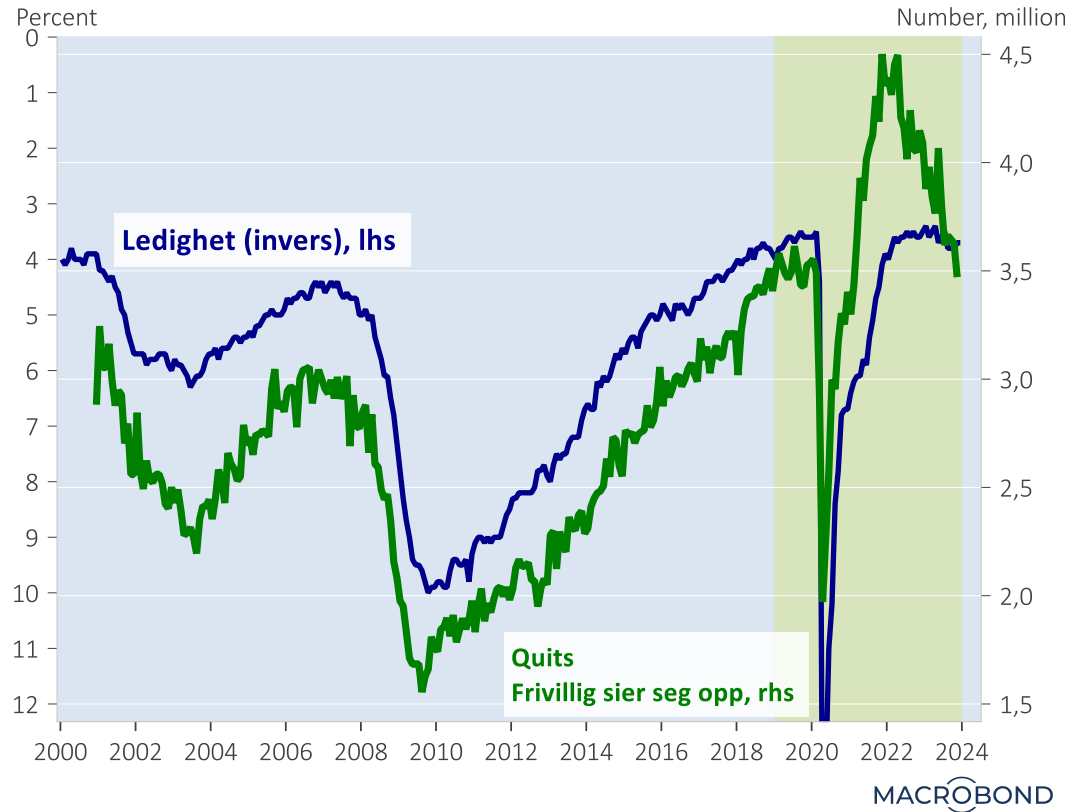
+35 765

Norge: Må arbeidsmarkedet bli mindre stramt for å redusere lønnsvekst?

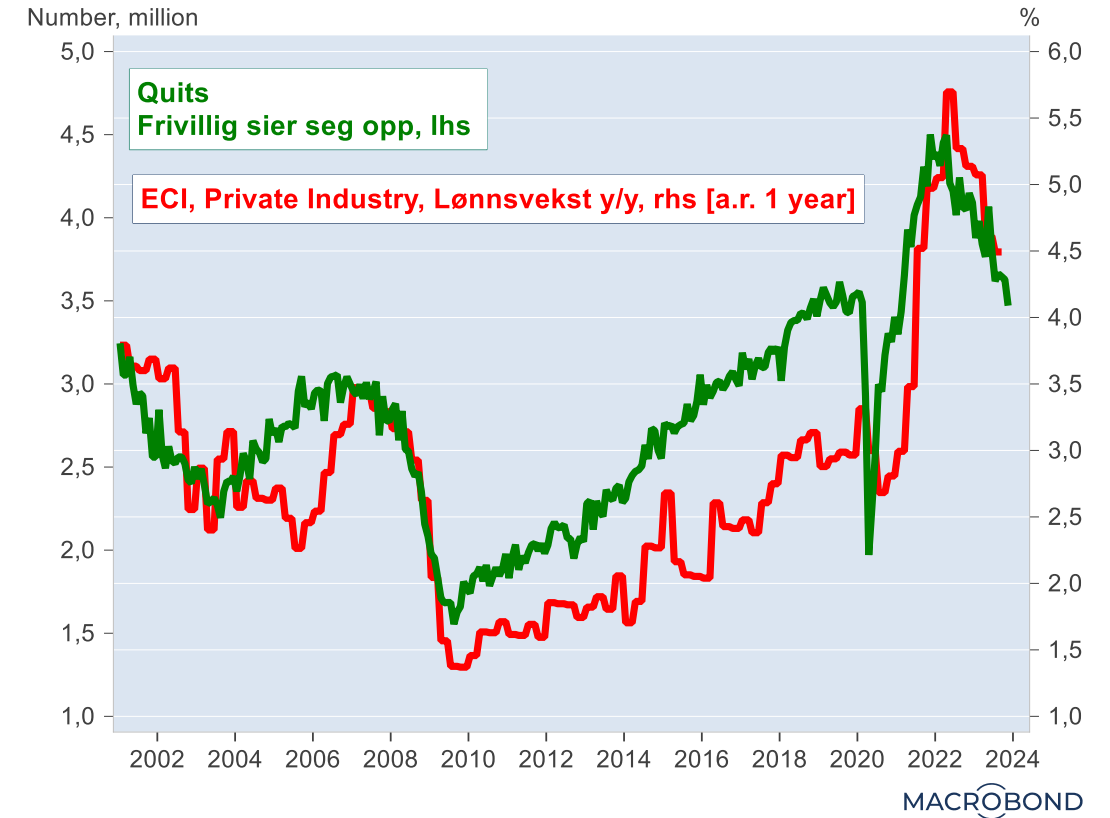


USA: Må arbeidsmarkedet bli mindre stramt for å redusere lønnsvekst?

USA; Quits og ledighet

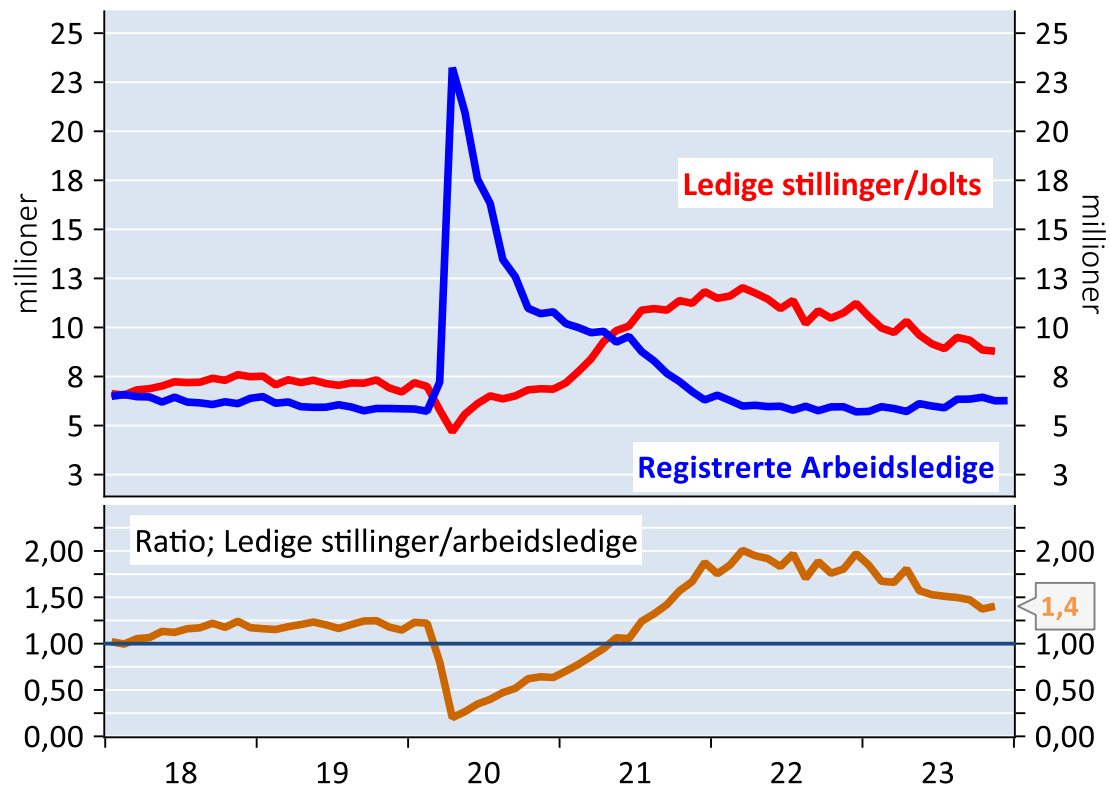


USA; Lønnsvekst og Quits



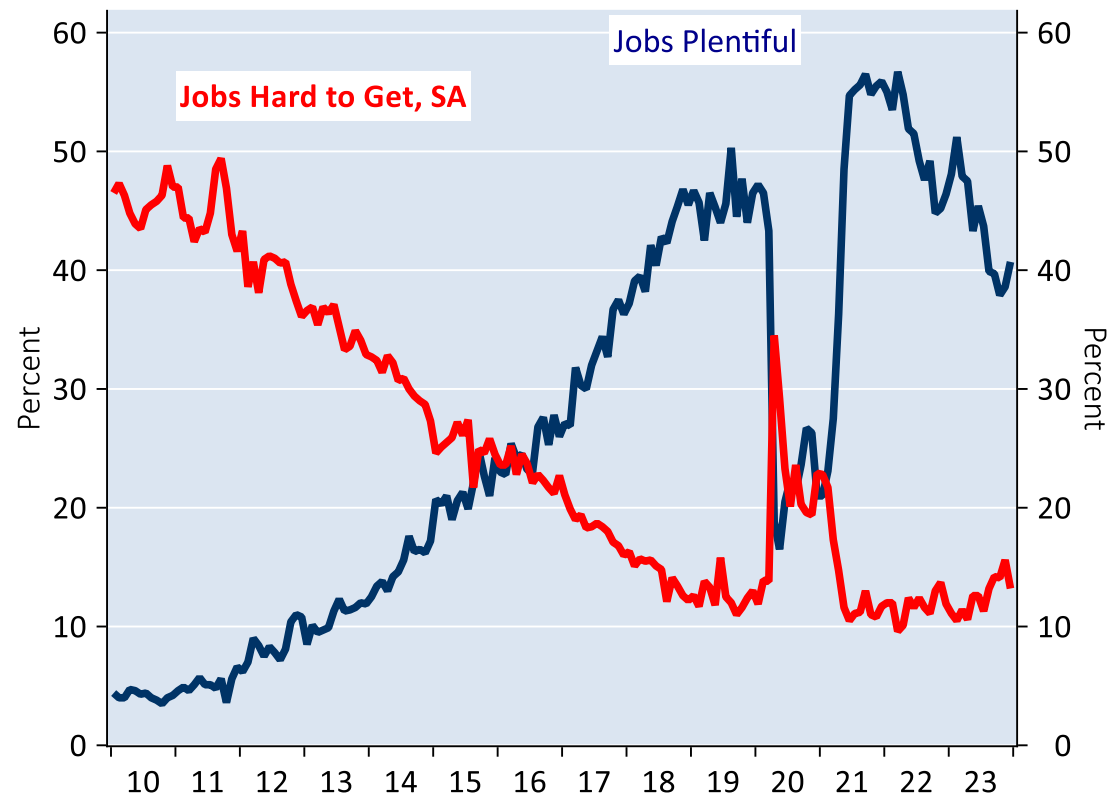
USA: Hvor sterkt er egentlig arbeidsmarkedet?

USA arbeidsmarkedet



Kilde: Nordea Investment Management and Macrobond

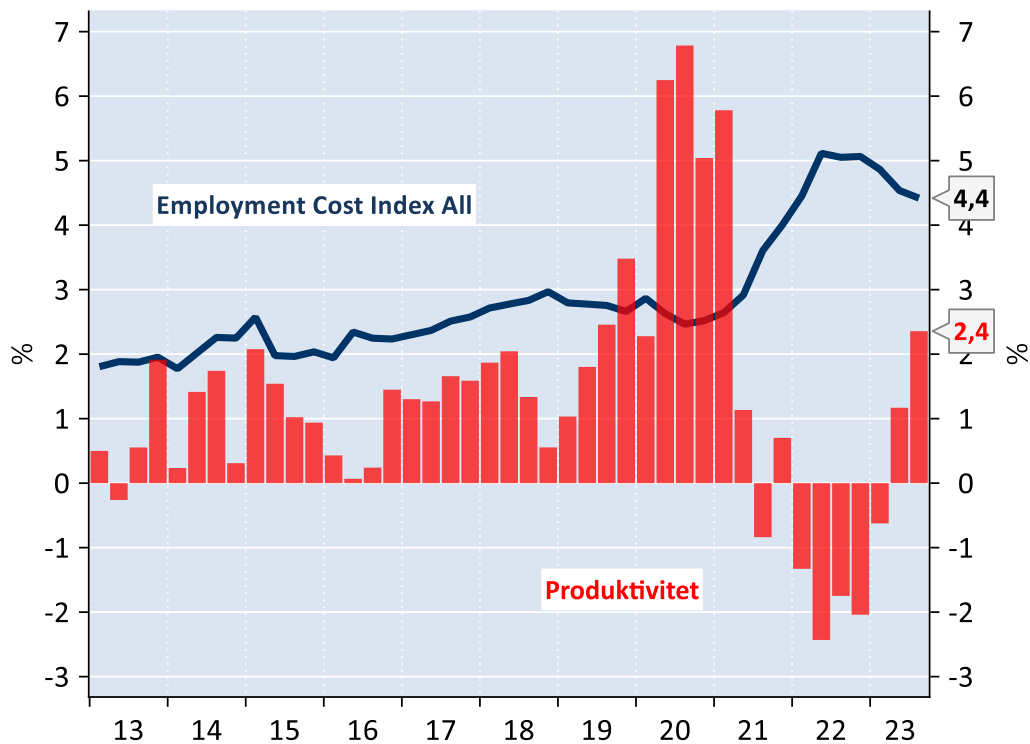
Conference Board; Jobs Hard/Easy to get



Kilde: Nordea Investment Management and Macrobond

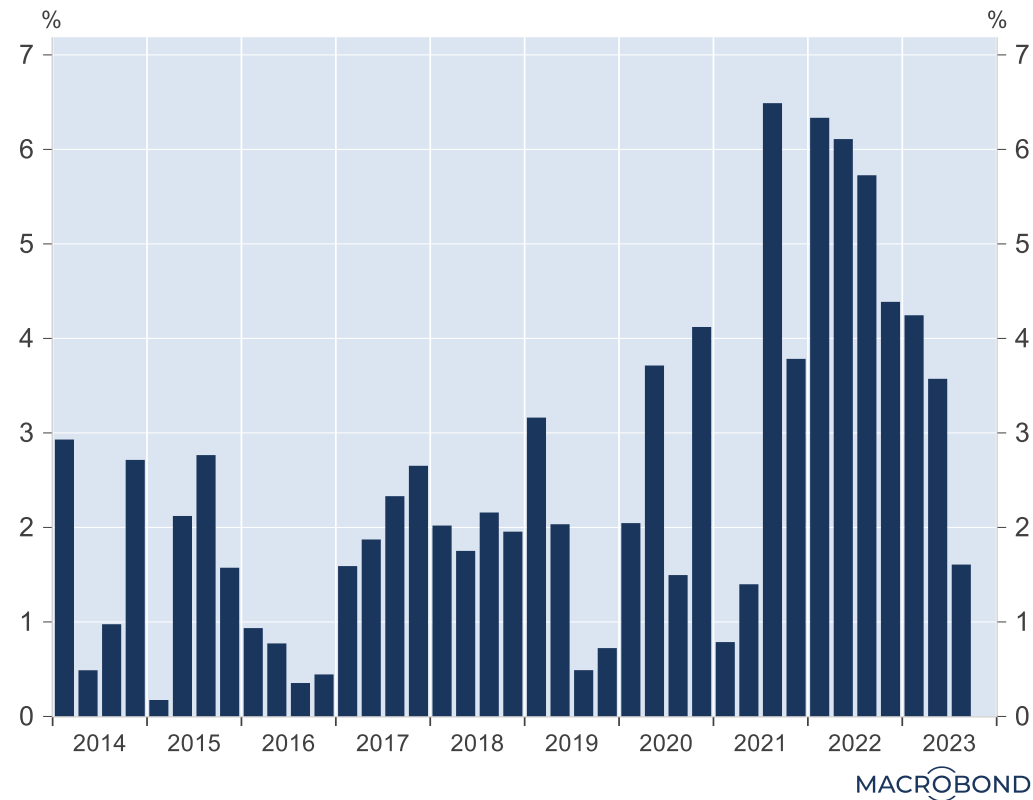
Det er ikke lett å bekjempe inflasjon → Men det er lyspunkter

USA: ECI og Produktivitet Y/Y



Kilde: Nordea Investment Management and Macrobond

USA: Unit Labor Cost

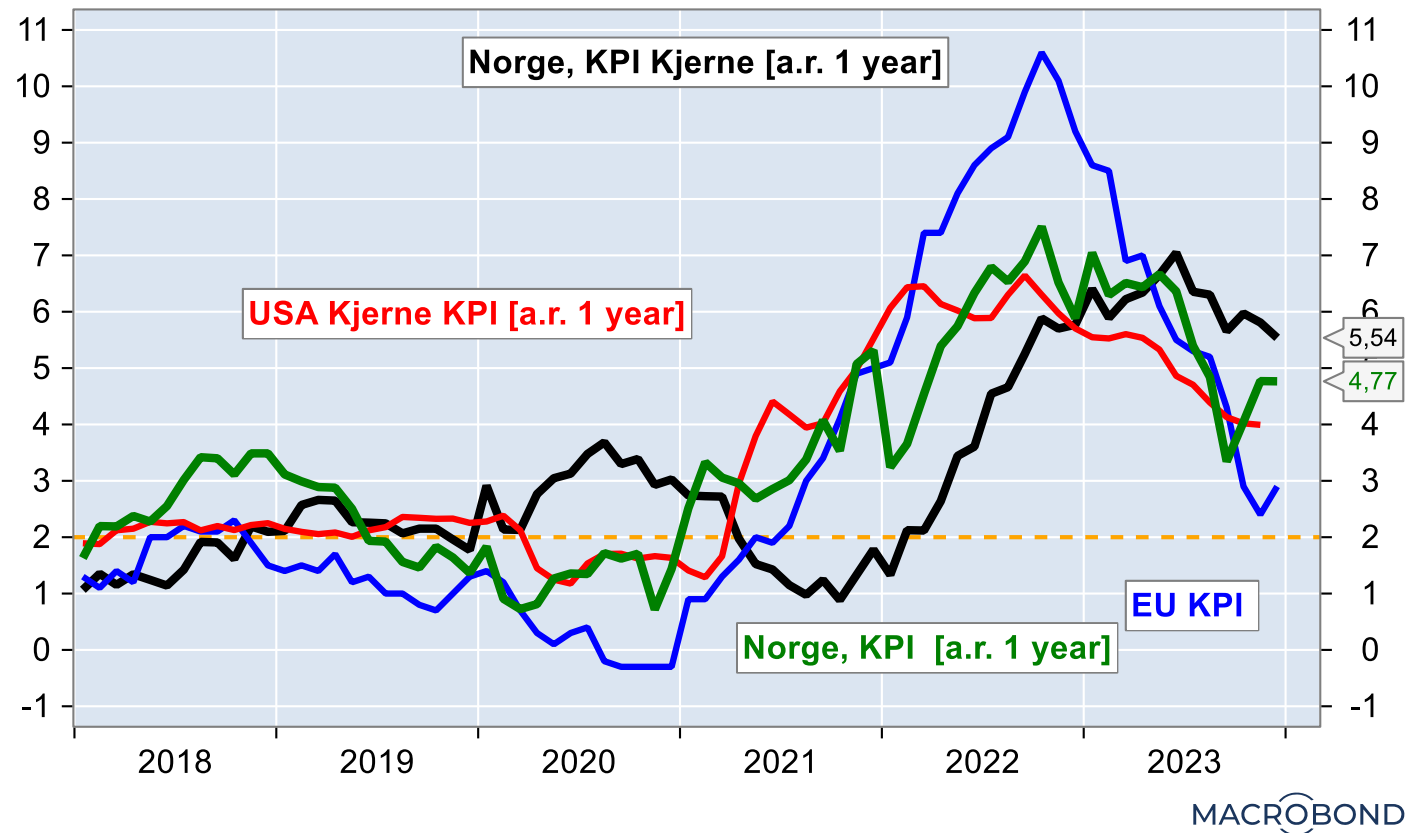


MACROBOND

Base-effekter fra sjokket i 2022 har vært viktig for lavere KPI, samt at råvarer er blitt billigere

Hva om det først er fra nå effekten av rentøkningene merkes på konsumenter?

KPI i USA, EU og Norge





Noen utfordringer de nærmeste årene!

1. Mindre globalisering, demografisk utvikling, og kampen om arbeiderne
2. Sentralbank- og finanspolitiske dilemma
3. Utfordringer med næringseiendom

Fra «Just in time» til «Just in Case».



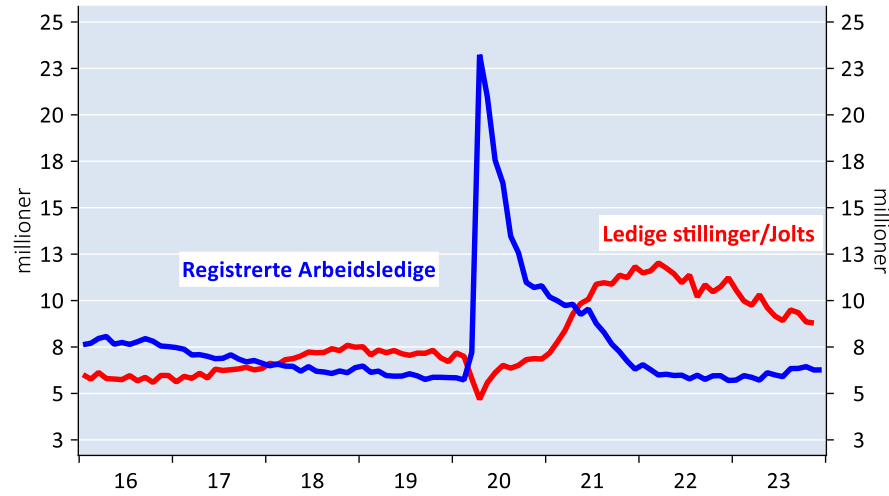
This Photo by Unknown Author is licensed under CC BY-NC-ND

1. Nasjonal sikkerhet vs økonomiske vurderinger
2. Økt fokus på Near/Home-shoring
3. Har vi tilstrekkelig med arbeidere, og har de nødvendig kompetanse?

1. Det blir ikke billig
2. Og vil kreve betydelige investeringer

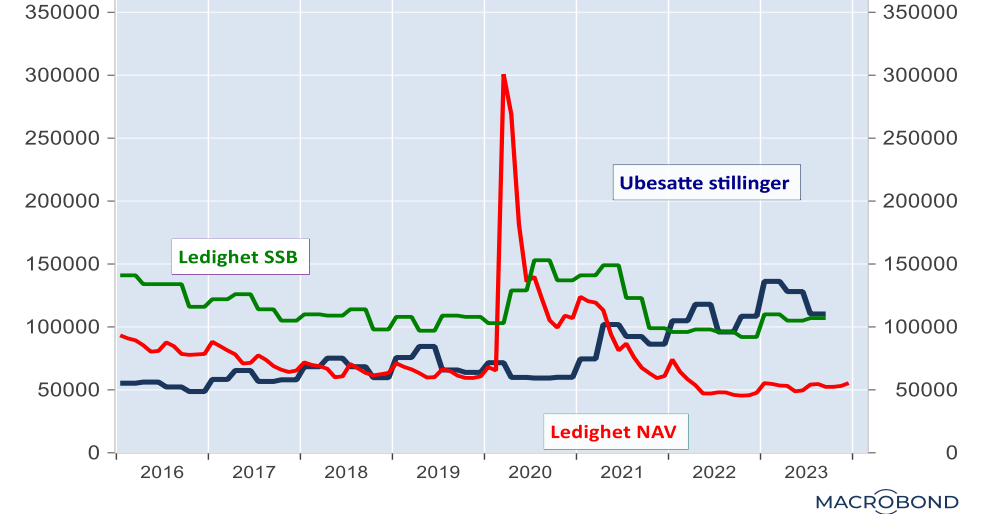
Kampen om arbeiderne vedvarer

USA mangler arbeidere



Kilde: Nordea Investment Management and Macrobond

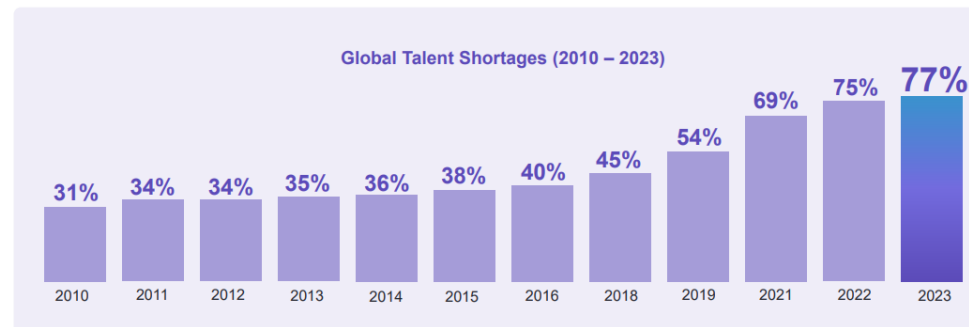
Norge: Ubesatte stillinger (SSB) / Arbeidsledige (NAV)



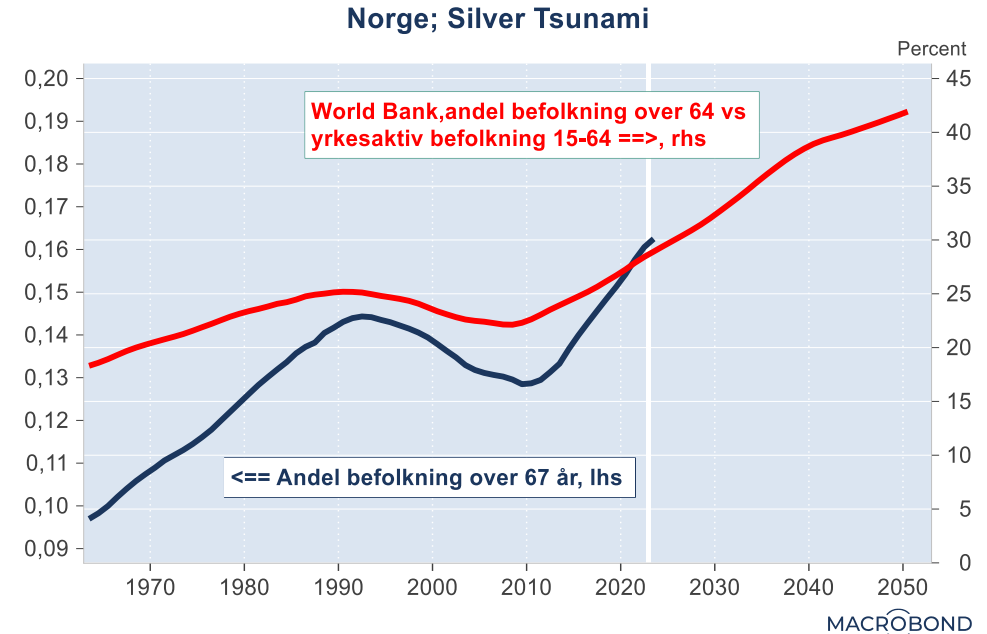
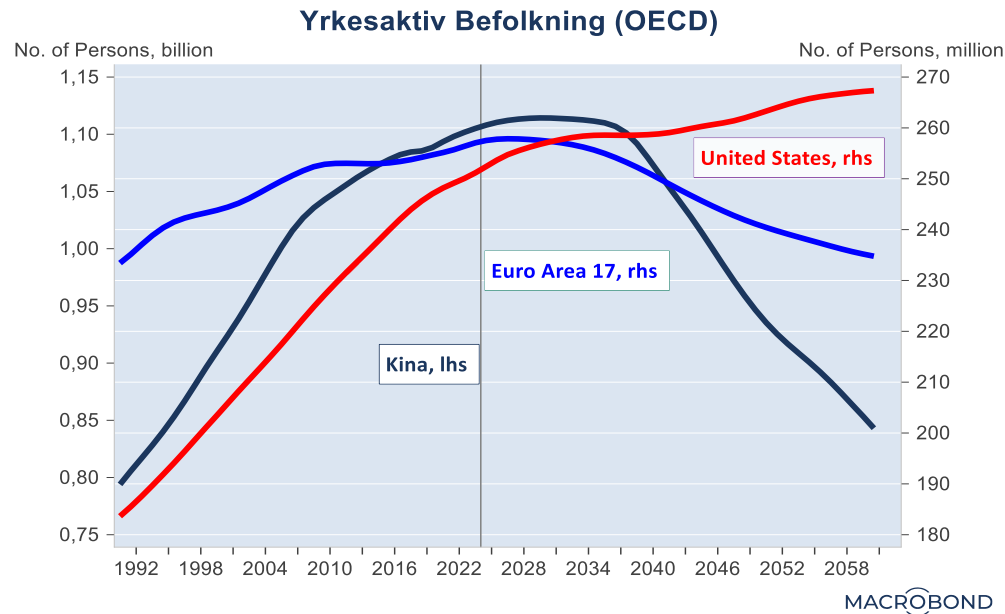
MACROBOND

Global Talent Shortages Reach 17-Year-High

Nearly 4 in 5 employers globally report difficulty finding the talent they need in 2023, strengthening +2 percentage points year-over-year and more than double the difficulty in 2010 (31%).



Silver Tsunami: Hvem skal jobbe?



Pantheon Macroeconomics om Non-Farm Payrolls i USA for Desember 2023

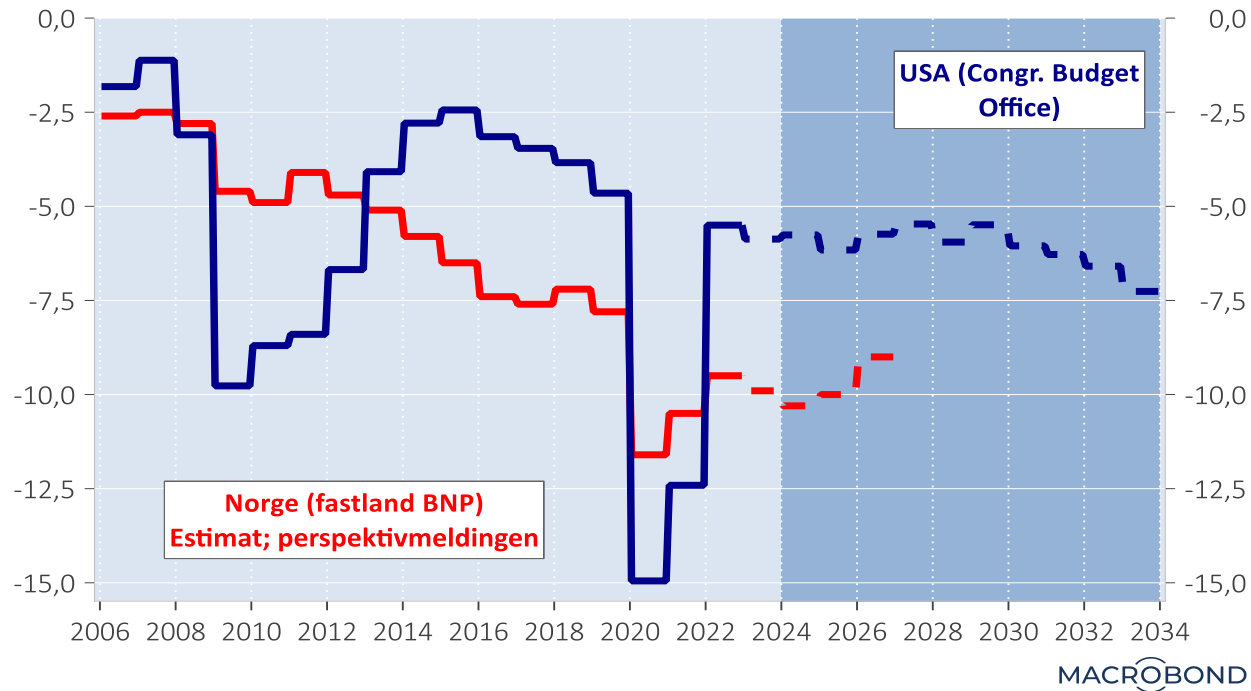
Kilde: Pantheon Macroeconomics 05.01.2024

Half of this job growth, or more, likely will be in healthcare and education, where labor demand is driven mostly by demographic factors, rather than the business cycle. Jobs in these sectors matter, because they boost households' income and spending, but they tell us little about how the economy is faring in the wake of the Fed's 525bp in rate hikes since last March.

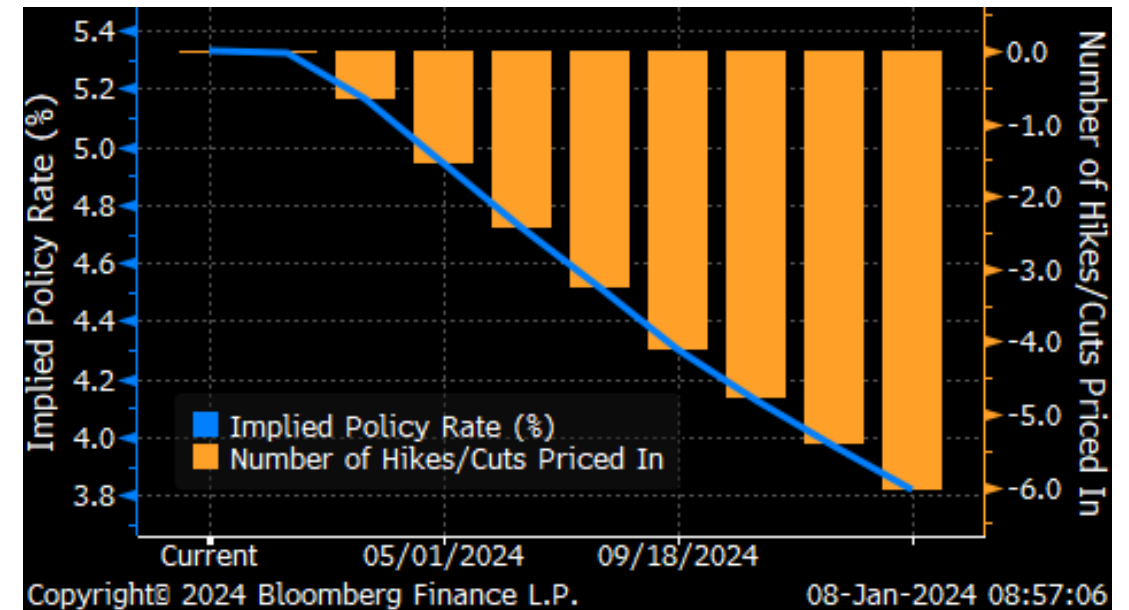
Høye og stimulerende budsjettunderskudd til evig tid?

Kan sentralbanker kutte renter når finanspolitikken konstant trekker motsatt vei?

Norge og USA: Underskudd statsbudsjett i % av BNP



USA: Antall forventede kutt neste 12 måneder

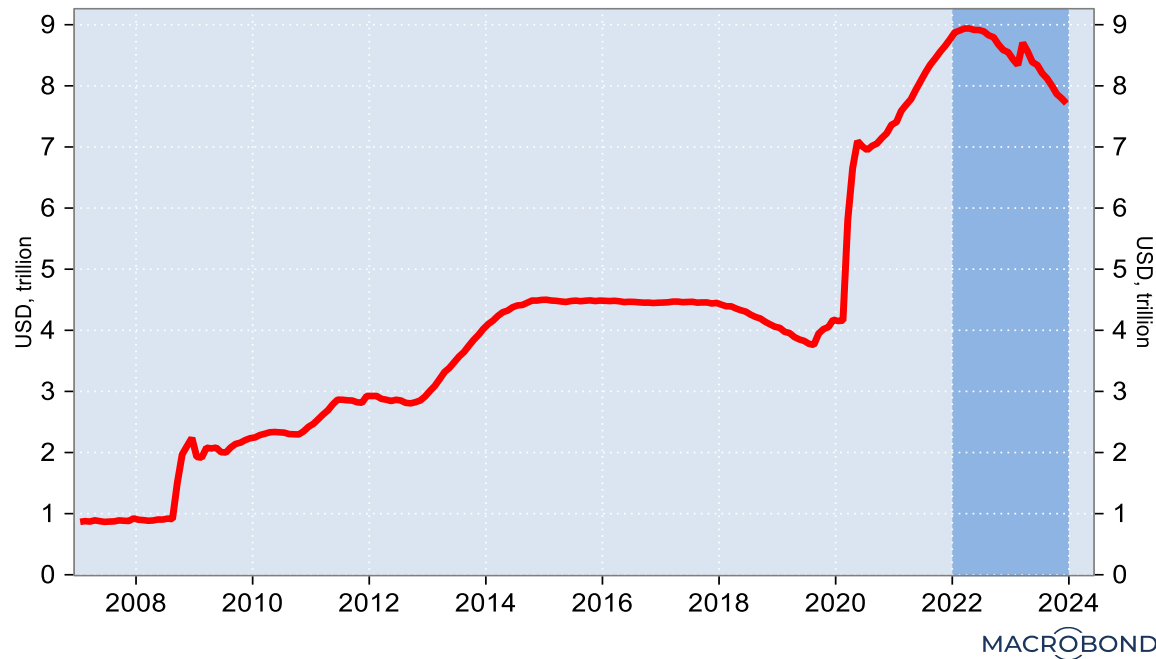


Kilde: Bloomberg, Jan 24

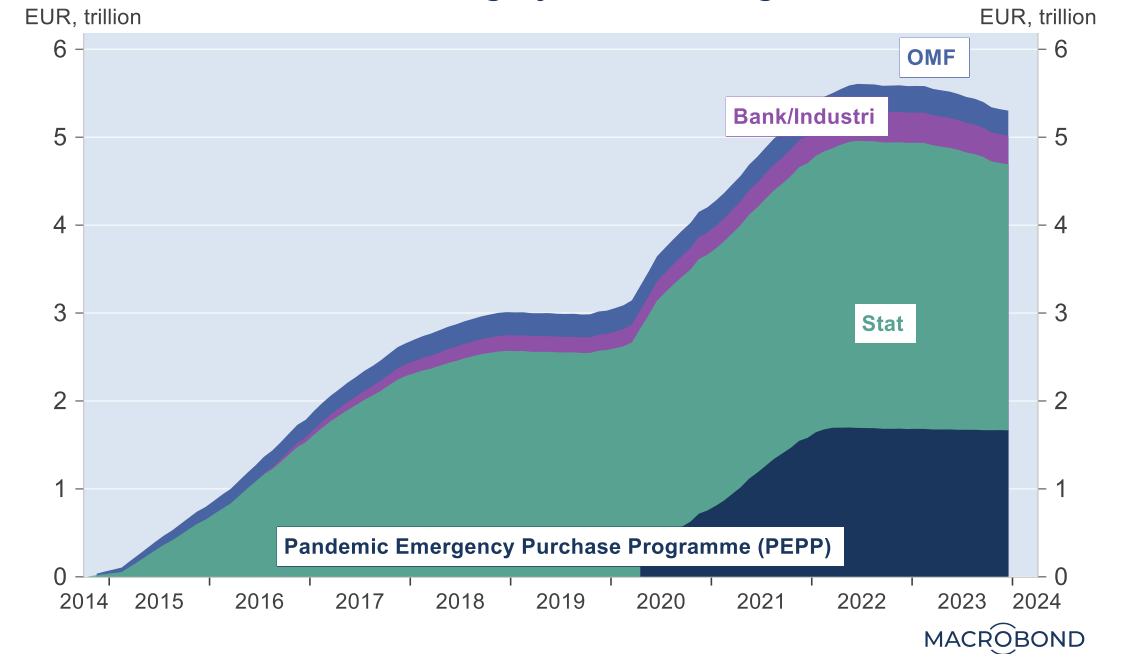
Sentralbankene skal bygge ned støttekjøpsporteføljene

En stor kjøper i markedet blir til selger.....

Fed obligasjonsbalanse



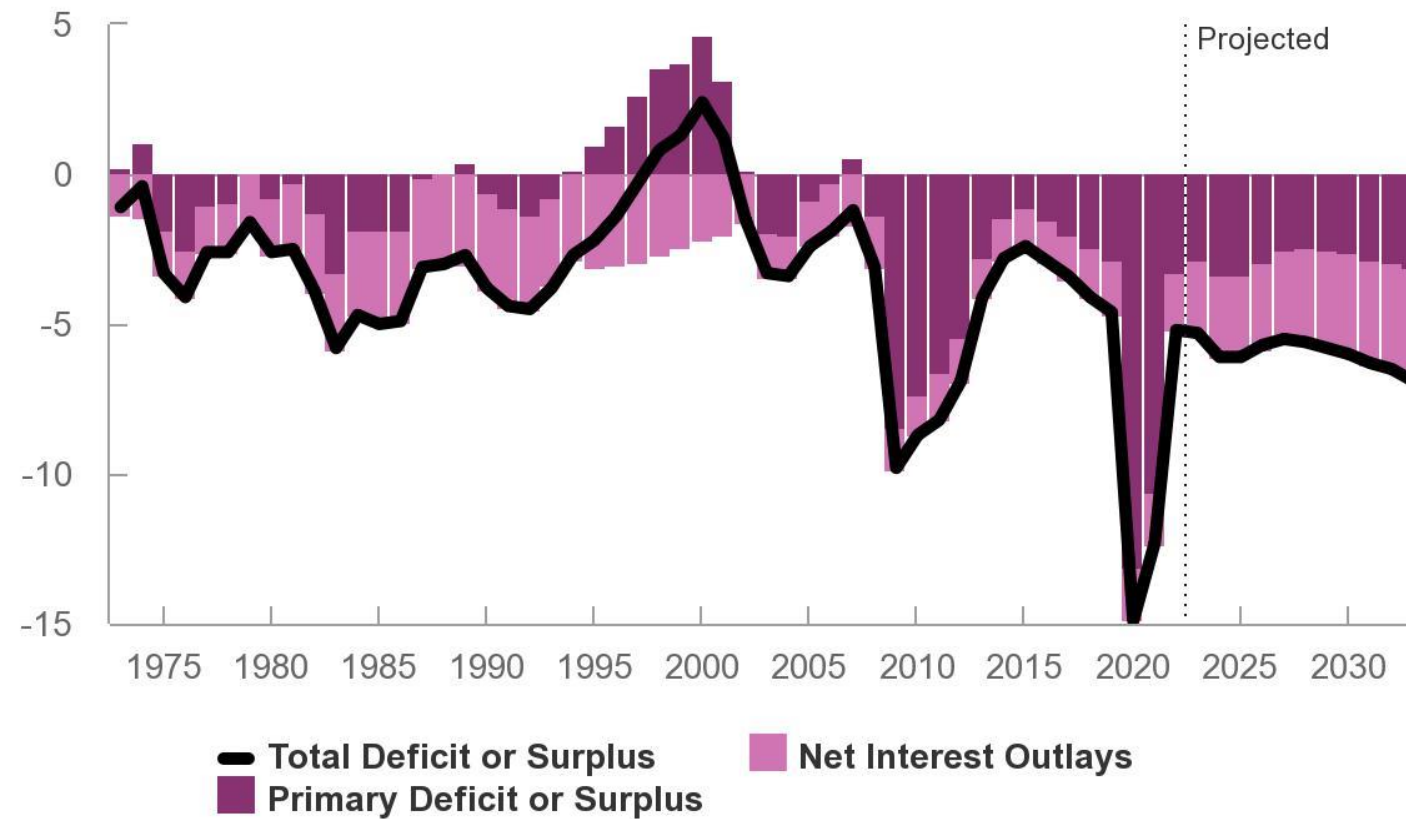
ECB Obligasjonsbeholdning



Økende andel fra gjeldsbetjening

Total Deficits, Primary Deficits, and Net Interest Outlays

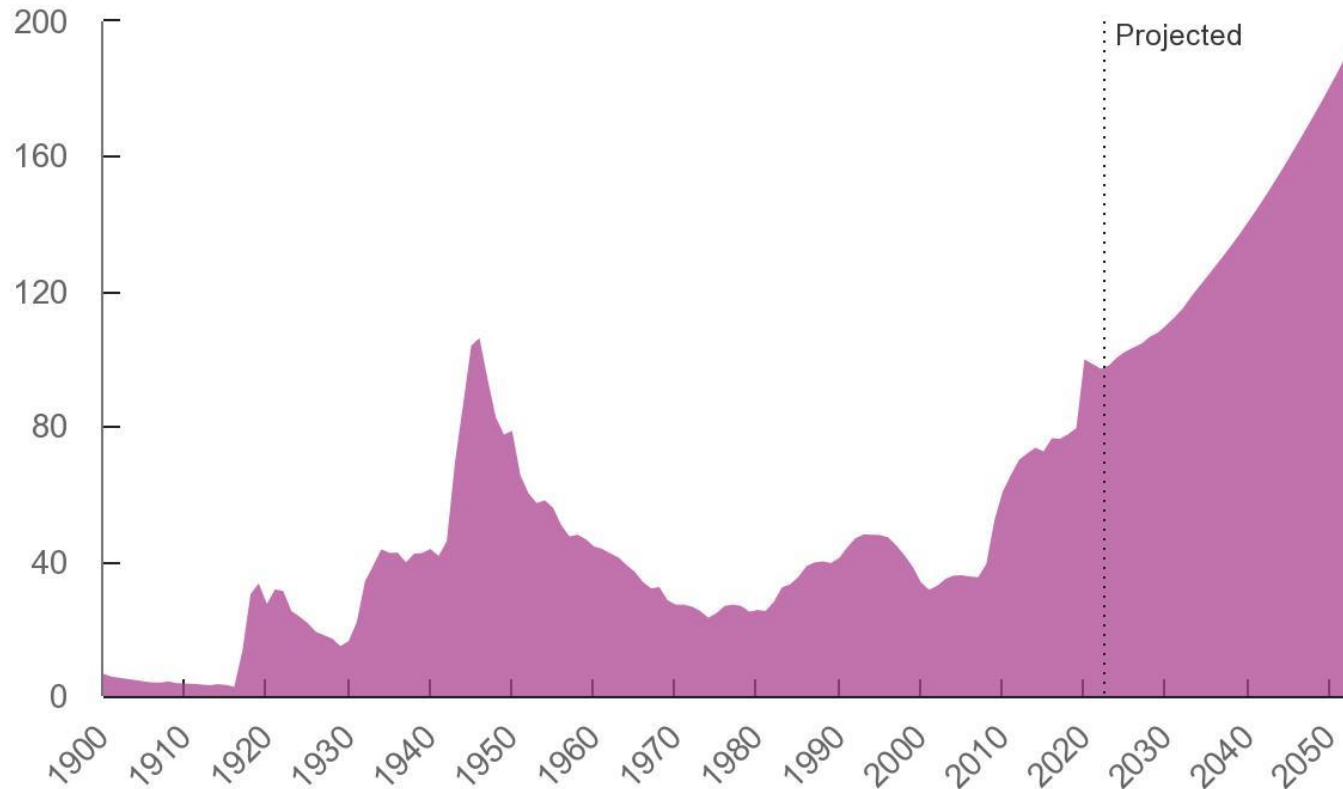
Percentage of GDP



Holder AAA eller AA+ ratingen hvis dette skjer?

Federal Debt Held by the Public, 1900 to 2053

Percentage of GDP



Næringseiendom: Verdsettelse av inflasjonsjusterte kontantstrømmer

- Inflasjonsjustering i både teller og nevner, det er **realrenter** som er relevant i det (mellom)lange bildet

$$Verdi = \frac{Net\ Cashflow \times (1 + Inflation)}{Real\ Yield \times (1 + Inflation)}$$

$$Verdi = \frac{Net\ Cashflow}{Real\ Yield}$$

Realrenten i Sverige har økt med ca 2,7% siden slutten av 2021



Sweden, "Government Benchmarks, Macrobond, 10 Year, Yield"-K...

Kilde: Nordea Investment Management AB and Macrobond

Fra -2,0% til +0,7% (endring på 2,7 prosentpoeng) siden starten av 2022

Durasjonsberegning

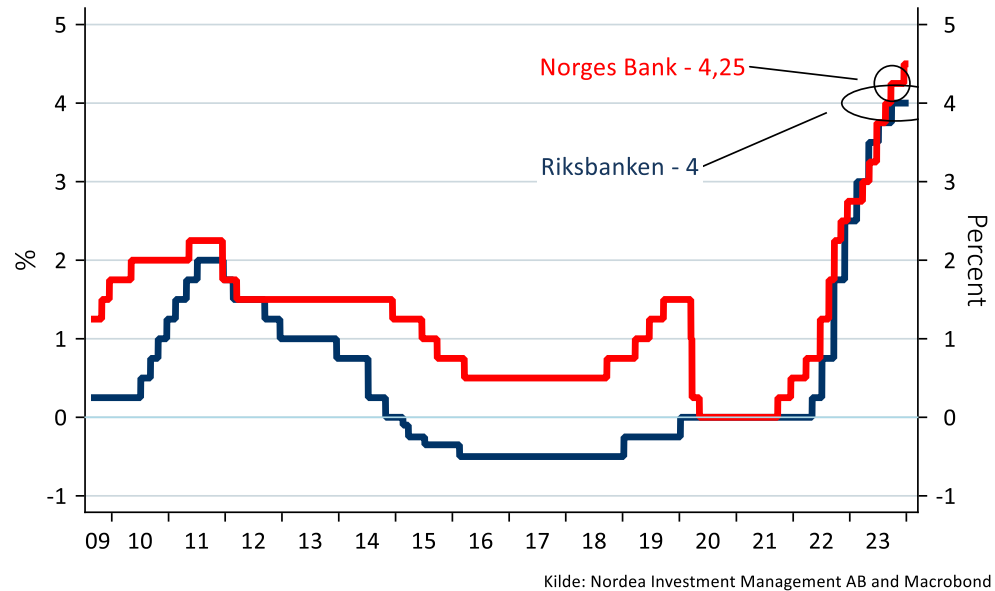
Yield	Durasjon
1 %	50,00
2 %	33,33
3 %	25,00
4 %	20,00
5 %	16,67
6 %	14,29
7 %	12,50

Verdien av ubelånt eiendom (!) faller ca. 25% dersom yelden øker fra 3% til 4%, men kun ca 17% dersom yelden øker fra 5% til 6%,

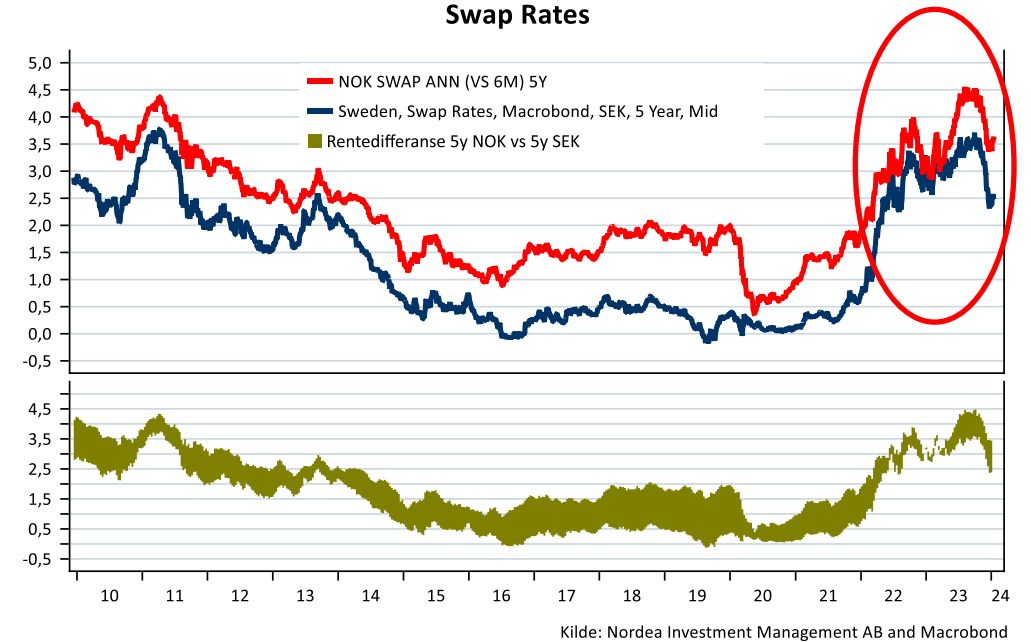
Svenske renter har økt mer enn norske renter

- Men de stiger neppe så mye mer
- Det nylige rentefallet gir et lite pusterom

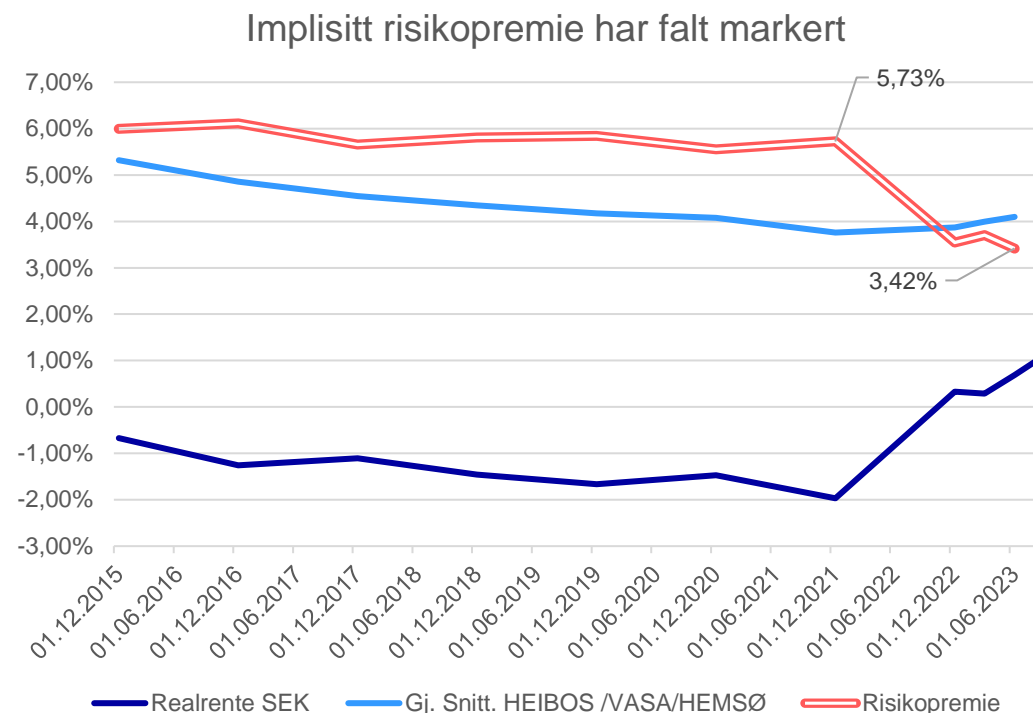
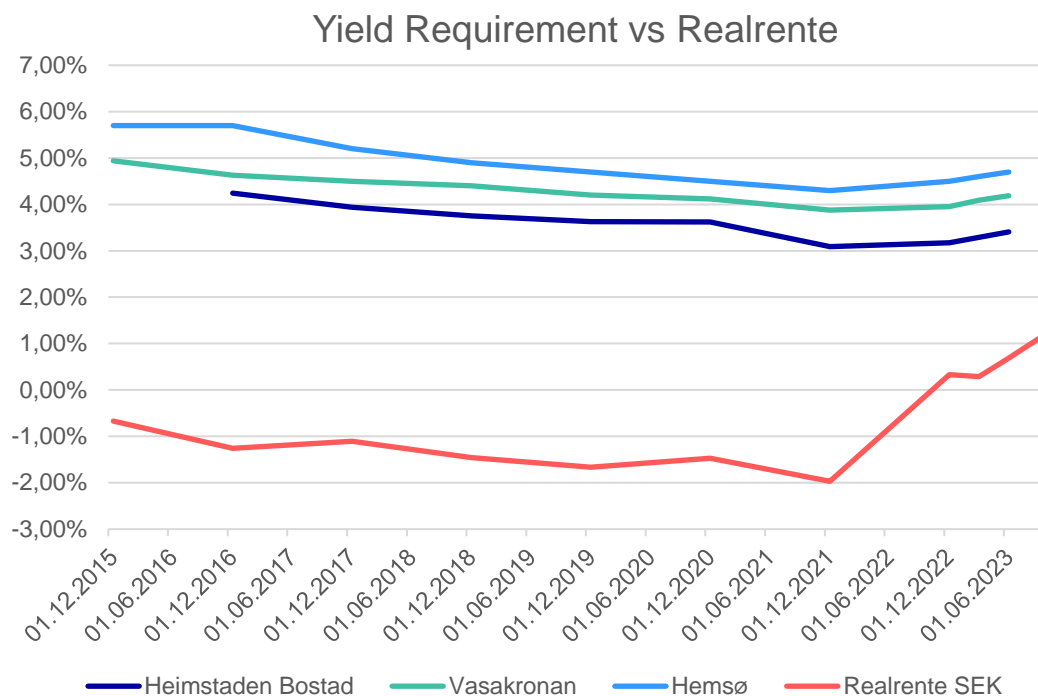
Styringsrente



Swap Rates



Hvordan slår det ut i verdiene?



Hvordan kan dette slå det ut i verdiene?

- Økning av realrenten er negativt
- Over mellomlang tid vaskes inflasjonseffekten ut, og man står igjen med et **avkastningskrav som er summen av risikopremie og realrente** – Husk →
- For norsk næringseiendom sin del var vi heldigvis ikke med på QE-ferden – og fallhøyden er ikke fullt så stor her – men...

$$\text{Verdi} = \frac{\text{Net Cashflow} \times (1 + \text{Inflation})}{\text{Real Yield} \times (1 + \text{Inflation})}$$

$$\text{Verdi} = \frac{\text{Net Cashflow}}{\text{Real Yield}}$$

	Heimstaden Bostad	Vasakronan	Hemsø
Rapportert eiendomsverdi 30.06.23, SEKm	339 736	181 926	85 071
Valuation yield	3,41 %	4,19 %	4,70 %
Implisitt netto driftsresultat, SEKm	11 585	7 623	3 998
Risikopremie Q2 2023	2,73 %	3,51 %	4,02 %
Gjennomsnittlig risikopremie 2015-2021	5,20 %	5,76 %	6,37 %
Differanse fra gjennomsnittlig risikopremie	-2,48 %	-2,25 %	-2,36 %

Hypotetisk revaluering tilbake til gjennomsnittlig risikopremie 2015-2021

Valuation yield Q3 2023	5,89 %	6,44 %	7,06 %
Eiendomsverdi Q3 2023 v gjennomsnittlig risikopremie	196 773	118 352	56 639
Verdiendring SEK m	-142 963	-63 574	-28 432
Verdiendring %	-42,1 %	-34,9 %	-33,4 %

Er problemene er over for de mest utsatt svenske eiendomselskapene?

Pensionärer valde låg risk –
hamnade i krisbolag



Uppmöt 400 000 pensionärer betaras då Pensionsmyndigheten placerat pengar i fastighetsbolaget Heimstaden.
Foto: Jeppe Gustafsson/TT



Eiendomskollapsen:
– «Masterclass» i
mislykket
selskapsstyring

Thor Chr. Jensen

Jøss! Et hav av gjeld,
massive renteøkninger
og eiendomsverdier som
kneler er lite populært



**Husleier på 3,17 prosent
- lånerenter til himmels**

Skapte inntil 3 mrd. ved å flytte internt

Papirverdiene kollapser for Ivar Tollefsen på rentefrykt. Nå skaper han inntil 3 milliarder i høyere egenkapital ved å flytte driftsselskapet ned til Heimstaden Bostad. Offisielt for å slippe moms.

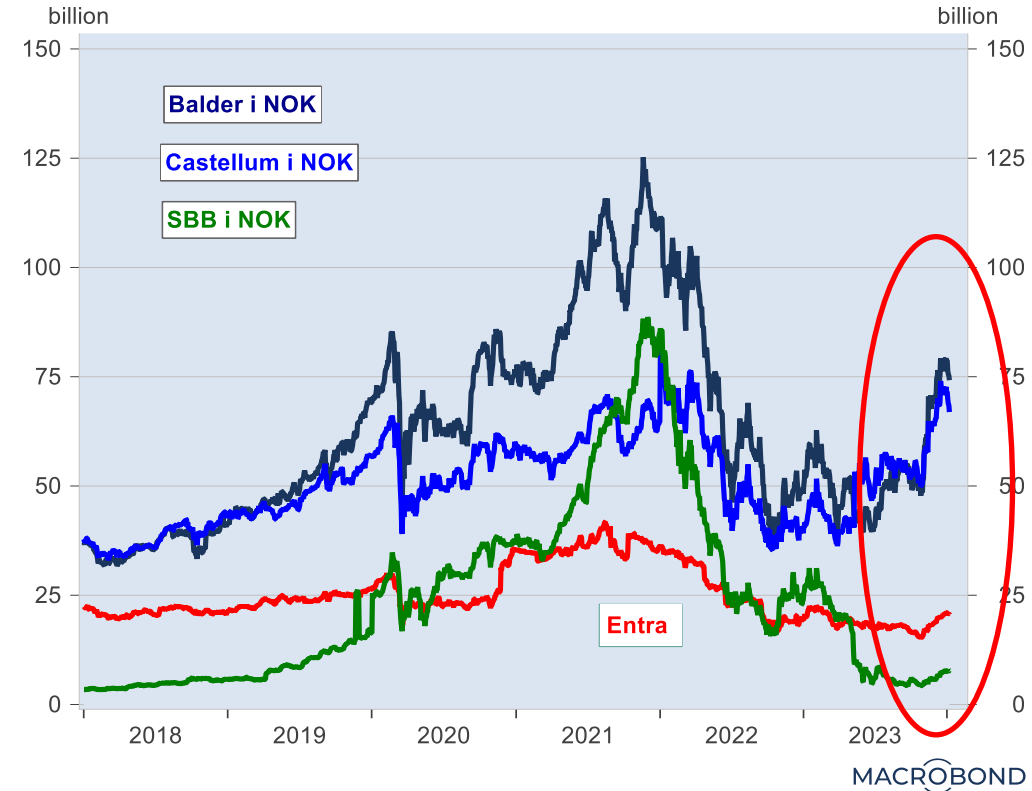


SBB-aksjen raser på børs etter
nedgradering fra kredittratingbyrå

**SBB-krisen skaper dominoeffekt
for Batljan**

Pengeproblemene i SBB har medført at Ilija Batljan har måttet skyve på rentebetalinger på sitt 750 millionerslån i sitt private investeringsselskap på ubestemt tid.

Market Cap utvalgte eiendomselskap



**SBB stanser utbytte og dropper
emisjon – aksjen stuper videre**

Hvor mye mer nedskriving må til?

- Des 2020 omsatt til 2,25 mrd
- Okt 2023 omsatt til 1,7mrd
 - Verdifall: -28%
 - Yield: 5,6%

Npro kjøper Telegrafan i Oslo

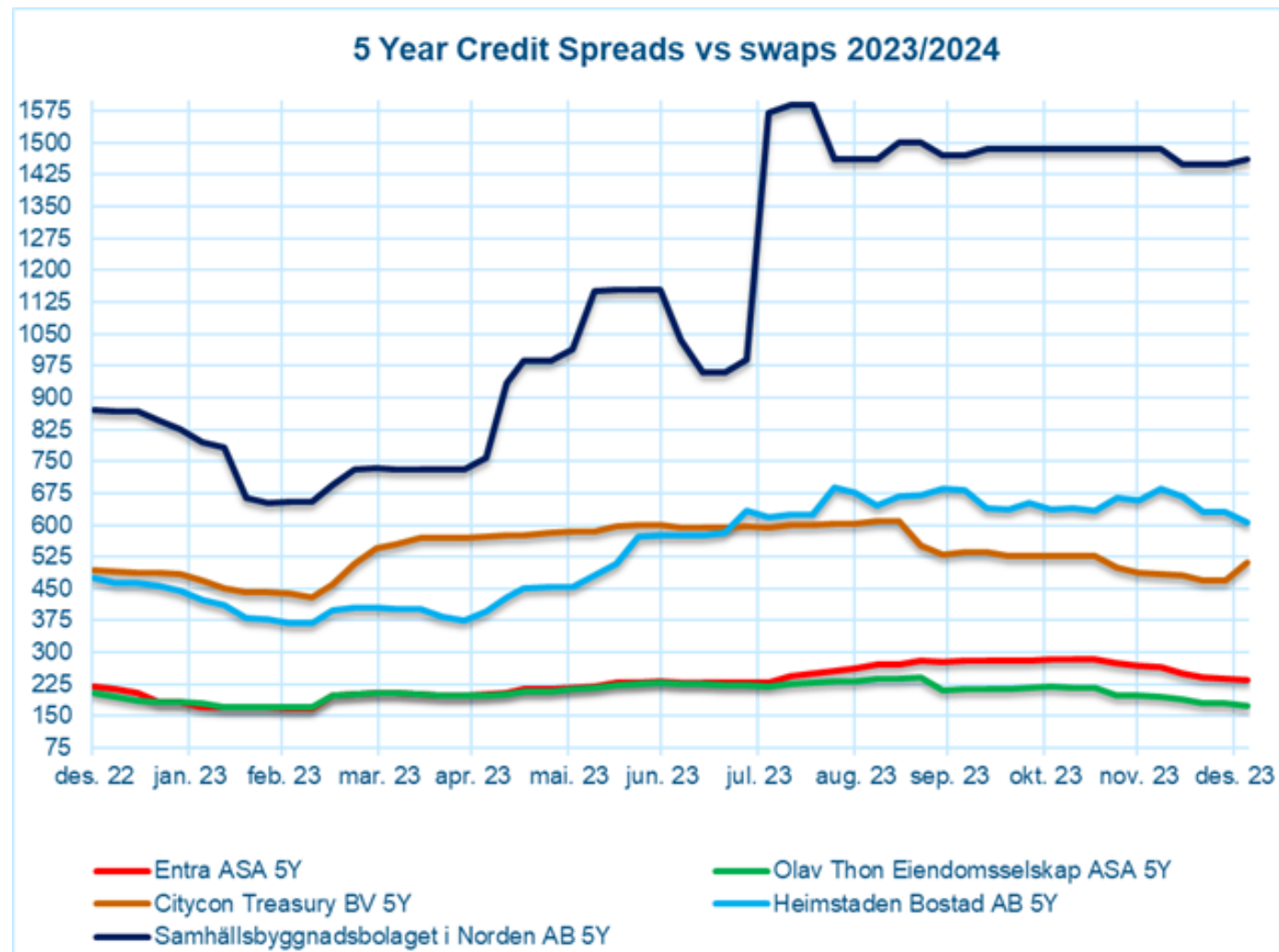
Arctic-prosjektet i Oslo sentrum, Telegrafan, kjøpes av John Fredriksens eiendomsselskap Npro.



Kilde: <https://www.dn.no/npro-kjoper-telegrafan-i-oslo/2-1-1537465>

- Så langt har eiendomsselskaper skrevet ned med ca. 10 – 15%
- Vil takst/verdivurdering ta hensyn til denne transaksjonen?
- Moody's basis scenario er 5 til 15 prosent ytterligere nedskrivninger i Sverige
- Må ny EK eller andre løsninger må på plass for BBB- selskaper?

Har de svenske fått nok juling?



Kilde (med mindre det fremgår på andre måter): Nordea Investment Management AB.
 Periode (med mindre det fremgår på andre måter): Jan 2023 – 04.01.24

I den turbulente perioden vi nå er inne i holder vi oss stort sett til de mest solide eiendomsutstederne i våre porteføljer



Kun ment som illustrasjon