

Tilbake mot normalen etter et tøft tiår

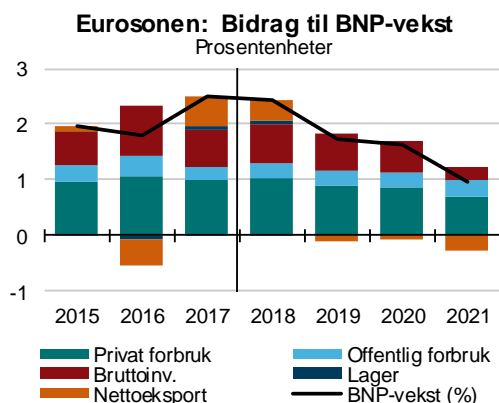
- Det kraftfulle oppsvinget mister litt fart fra neste år, men stoppes først av en amerikansk resesjon i 2021
- ESBs snuoperasjon er snart i gang, og innen høsten 2020 kan vi ha fått fem rentehevinger
- Risiko for at ESB har lite å stille opp med om USA-resesjonen kommer raskere enn anslått

Tre gode år til...

Etter alle solemerker avsluttet eurosonens økonomi fjoråret enda sterkere enn den begynte. BNP-veksten i 2017 kan ha nådd 2,5 prosent, det sterkeste nivået på ti år og halvannet prosentpoeng høyere enn det vi anser som normalen her og nå.

Veksten er bredt basert, på tvers av land og sektorer, og ligger an til å fortsette i samme tempo frem mot sommeren. Svært gunstige finansielle vilkår, økt framtidstro, og stigende inntektsvekst både blant husholdninger og bedrifter er sentrale, og gjensidig forsterkende, drivere. Bedriftene har dessuten fortsatt et oppdemmet behov for å skifte ut eller kjøpe mer utstyr, maskiner, transportmidler og eiendom. God global vekst løfter eksporten. Kina og Øst-Europa bidro med nesten halvparten av årsveksten på 7 prosent i oktober 2017.

For 2018 som helhet anslår vi en økonomisk vekst på sterke 2,4 prosent. Når året er omme kan vi ha nådd en viktig milepæl: Normal kapasitetsutnyttelse, som tilsier en situasjon der økonomien ikke lenger er preget av ledige ressurser. Tyskland, valutaunionens største økonomi, passerte denne milepælen allerede for tre år siden, men nå er den innen rekkevidde også for blant annet Frankrike, Italia og Spania.



Kilde: Thomson Datastream/DNB Markets

Fra andre halvdel av 2018 venter vi at veksten avtar. I første omgang vil den myndighetskontrollerte nedkjølingen av

kinesisk økonomi dempe eksporten. Fra neste år vil også veksten i privat forbruk, som har vært den største bidragsyteren i årene som har gått, dempe seg. Kjøpekraften vil ikke vokse like sterkt når sysselsettingsveksten avtar og inflasjon og renter stiger. Økende renter kan også føre til at spareraten, som er på et lavt nivå, tar seg litt opp.

Investeringsoppsvinget har derimot potensiale til å holde seg sterkt i flere år til, så lenge kapasitetsutnyttelsen øker og tilgangen til kreditt er god. Det er ennå et godt stykke igjen til investeringer som andel av samlet verdiskaping er tilbake på førkrisenivåer.

..før oppsvinget tar slutt

Vi anslår at ringvirkningene av en amerikansk resesjon bidrar til at veksten i eurosonen faller med seks tideler fra året før, til 1 prosent i 2021.

Eksportveksten kan avta med nesten to prosentpoeng fra året før, til rundt 1 prosent i 2021. USAs import, som står for 13 prosent av eurosonens eksport ut av valutaunionen, blir svakere. Etter hvert blir også andre handelspartnere, inkludert Kina, negativt påvirket av sviktende etterspørsel fra USA, slik at eksporten dempes ytterligere.

Bremsen i investeringsveksten kan komme til å bli tilsvarende sterk. Vår anslåtte vekst på 1 prosent i 2021 vil være den svakeste som er målt siden 2013, på tampen av den lengste resesjonen i eurosonens historie. Det skjer fordi mange bedrifter setter planer om ekspansjon på vent, dels som følge av usikkerhet rundt framtidsutsiktene, men også fordi det blir vanskeligere og dyrere å låne i obligasjonsmarkedene. Sistnevnte er blitt en mye viktigere finansieringskilde etter finanskrisen. Mot slutten av fjoråret utgjorde obligasjonsgjeld 19 prosent av total utestående gjeld for eurosonens bedrifter, nær det dobbelte av nivået for ni år siden.

Veksttaket i privat forbruk vil også dempes av økt usikkerheten om fremtiden. En mer ekspansiv finanspolitikk vil kunne kompensere

noe, men fortsatt høy statsgjeld vil begrense handlingsrommet i mange land.

Inflasjon glir sakte, men sikkert mot målet

I november 2017 var arbeidsledigheten nede i 8,7 prosent, det laveste nivået siden januar 2009 og 3,4 prosentpoeng lavere enn toppen i 2013.



Lønnsveksten øker, men er ennå lav i historisk målestokk. Produktivitetsveksten, som over tid legger sterke føringer for reallønnsveksten, er lav. I tillegg tynges lønnsveksten av strukturelle faktorer. Reformen i arbeidslivet har ført til en høyere andel deltidsansatte, til høyere kostnader ved arbeidsledighet og til større anledning for bedrifter til både å fryse og redusere lønninger. Den stadig mer globale verdikjeden skaper mer konkurranse på tvers av land både i arbeids- og produktmarkeder. Sammen med digitalisering og robotisering av arbeidsprosesser bidrar det til at lønnsoppgjørene i mindre grad enn tidligere preges av den innenlandske konjunktursituasjonen. Industrien er mest utsatt, noe som forklarer hvorfor industrien henger etter, mens vi ser en positiv trend for arbeidskraftkostnadene i tjenesteytende sektor og i bygg og anlegg.

En videre styrking av euroen i årene som kommer vil bidra til å dempe prisveksten, men effekten blir neppe betydelig. Det er mindre sannsynlig at en eurostyrkelse som skyldes god vekst i økonomien vil dempe inflasjonen like mye som den ville gjort i en situasjon der euroen styrket seg tross svake konjunkturer. Gjennomslaget fra valutakursen til prisveksten har dessuten blitt stadig mindre de siste årene, blant annet fordi stadig mer av importen prises direkte i euro.

Med en veksttakt over normalen de neste tre årene vil arbeidsledigheten falle videre, mot 7,5 prosent i 2020. Det er det samme lave

nivået som vi så før finanskrisen slo til for fullt i 2008. Med mer konkurranse om arbeidskraften, samt et visst oppsving i produktivitetsveksten, venter vi stigende lønnsvekst. De tidligere nevnte strukturelle faktorene vil imidlertid bidra til at lønnsveksten ikke vil følge nedgangen i ledigheten så tett som den har gjort tidligere.

Vi tror lønnsveksten når en topp på tre prosent i 2021, et nivå på linje med gjennomsnittsveksten i årene 2000-2007. Med et økonomisk tilbakeslag på gang er arbeidsledigheten da på vei oppover, men erfaringsmessig reagerer lønnsveksten med et tidsetterslep.

Fem rentehopp frem til høsten 2020

Styrken i oppsvinget taler for at ESBs utvidelse av verdipapirkjøpsprogrammet (APP) i desember, blir den siste. For at avslutningen ikke skal komme for brått på vil sentralbanken være tidlig ute med å forberede markedet. Allerede i mars kan vi vente oss signaler på muligheten for en avslutning i september, og i juni er tiden inne for en klar beskjed om at de månedlige kjøpene på 30 milliarder euro mest sannsynlig opphører fra og med oktober.

Med forventning om at APP nærmer seg slutten, er markedets oppmerksomhet allerede i ferd med å rettes mot tidspunktet for første renteheving, og mot tempoet i rentehevingene deretter. ESBs balanse, som vil komme opp til nesten 4 800 milliarder euro, vil trolig holde seg oppe de neste årene, med reinvesteringer av verdipapirer som kommer til forfall. Med fortsatt svært høy overskuddslikviditet i systemet, er det innskuddsrenten som vil være styrende for nivået på pengemarkedsrenten også i årene som kommer

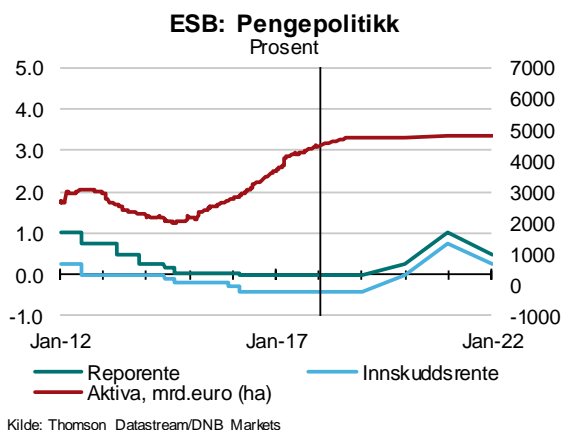
Ifølge ESB skal rentene holdes uendret en god stund («well beyond») etter at verdipapirkjøpene er avsluttet. Vi anslår et slikt tidsrom til omtrent et halvt år. Da har sentralbanken fått tilstrekkelig tid til å vurdere virkningene av avslutningen av APP, og til å forberede markedet på at rentene skal opp. I mars 2019 tror vi tiden er inne for at ESB øker innskuddsrenten med 15 basispunkter til -0,25 prosent. I september venter vi at både innskudds- og refirenten økes parallelt med 0,25 prosentpoeng, til henholdsvis 0 og 0,25 prosent.

ESB, som for øvrig vil ha ny sjef på plass fra 1. november 2019, vil ikke vente lenger enn nødvendig på å få rentene videre opp fra det ekstremt lave nivået. Det skyldes delvis den

velkjente bekymringen for at den lave renten kan ha uheldige konsekvenser for økonomien på sikt, i form av høy gjeld og kunstig lang levetid for ulønnsomme bedrifter. Det skyldes også vissheten om at man har lite å stille opp med av pengepolitiske stimulanser om negative forstyrrelser, som for eksempel en amerikansk resesjon, skulle treffe økonomien.

Om våre forventninger til økonomisk vekst og kjerneinflasjon slår til, tror vi derfor ESB vil benytte anledningen til å øke rentene tre ganger i løpet av 2020. I september kan innskudds- og refirente da være oppe i 0,75 og 1,0 prosent.

Når konjunktorene snur i kjølvannet av den ventede amerikanske resesjonen, vil det igjen være duket for rentekutt. Utsikter til høyere arbeidsledighet og nedadgående inflasjon vil trolig føre innskudds- og refirenten ned med et halvt prosentpoeng innen årsslutt 2021.

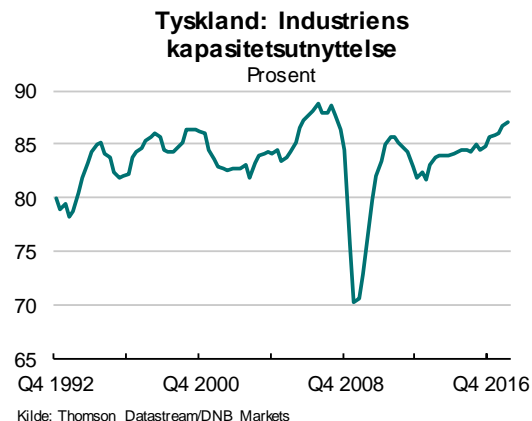


Viktigste risikofaktorer

Tidligere nedtur: Selv om tidspunktet for en avvikling av den ukonvensjonelle pengepolitikken har rykket nærmere, vil det ta tid før rentene kommer opp. Mangel på pengepolitisk krutt gjør at eurosonen er ekstra sårbar ved negative hendelser. Skulle en amerikansk resesjon inntreffe tidligere enn det vi anslår i denne rapporten, vil konsekvensene for eurosonens økonomi bli større enn det vi skisserer for 2021, fordi det da ikke vil være rom for å stimulere økonomien med rentekutt.

Balansert inflasjonsrisiko: Utviklingen i lønns- og prisvekst vil være avgjørende for ESBs handlinger. I våre anslag legger vi til grunn at lønns- og prisvekst øker moderat til

henholdsvis 3 og 2 prosent, og vi ser en balansert risiko rundt dette anslaget.



Lønnsveksten kan øke mer enn vi anslår. I Tyskland er industriens kapasitetsutnyttelse på 87 prosent, det høyeste nivået siden starten av 2008. Om historiske sammenhenger mellom arbeidsledighet og lønnsvekst kommer tilbake, gjør lønnsveksten et byks. Da vil også rentehevingene komme både tidligere og hyppigere.

På den annen side er det en risiko for at inflasjonen utvikler seg svakere enn vi legger til grunn. En sterk euro kan begrense både eksport og inflasjon mer enn vi nå ser for oss. Vi kan ha undervurdert styrken på de strukturelle kreftene som tynger lønnsveksten. Uten en overbevisende trend oppover i inflasjonen vil ESB neppe ta sjansen på å øke rentene så mye som vi nå legger til grunn.

Makroøkonomiske nøkkeltall. Eurosonen

	2017	2018	2019	2020	2021
Privat forbruk	1.9	1.9	1.6	1.6	1.3
Offentlig forbruk	1.1	1.4	1.4	1.3	1.6
Bto. investeringer	3.2	3.4	3.3	2.7	1.0
Eksport	5.1	4.7	3.1	3.1	1.3
Import	4.4	4.4	3.6	3.5	2.0
BNP	2.5	2.4	1.7	1.6	1.0
Arbeidsledighet	9.2	8.4	8.0	7.6	7.6
KPI	1.5	1.2	1.6	2.0	1.9
Kjerne-KPI	1.1	1.3	1.5	1.8	2.0
Lønn	1.9	2.3	2.5	2.8	3.0
3m pengemarked	-0.25	-0.28	-0.06	0.44	0.62
10 år swap	0.80	1.20	1.61	1.64	1.39
EUR/USD	1.13	1.22	1.26	1.28	1.30

Kilde: DNB Markets

Kjersti Haugland

DNB Markets Macro Analysis**Kjersti Haugland**

Chief Economist, Euro area
+47 24 16 90 01 / +47 917 23 756
kjersti.haugland@dnb.no

Jeanette Strøm Fjære

Economist, Norway and Sweden
+47 24 16 90 03 / +47 920 37 011
jeanette.strom.fjare@dnb.no

Ole A. Kjennerud

Economist, China and Japan
+47 24 16 90 07 / +47 477 57 482
ole.kjennerud@dnb.no

Knut A. Magnussen

Senior Economist, USA, UK and Brazil
+47 24 16 90 04 / +47 476 04 046
knut.magnussen@dnb.no

Magne Østnor

FX Strategist
+47 24 16 90 06 / +47 907 47 902
magne.ostnor@dnb.no

Marit Øvre-Johnsen

FX Analyst
+47 24 16 90 08 / +47 970 42 190
marit.owre-johnsen@dnb.no

Kyrre Aamdal

Senior Economist, Norway, Sweden, interest rates
+47 24 16 90 02 / +47 906 61 112
kyrre.aamdal@dnb.no

**IMPORTANT/DISCLAIMER**

This note (the "Note") must be seen as marketing material and not as an investment recommendation within the meaning of the Norwegian Securities Trading Act of 2007 paragraph 3-10 and the Norwegian Securities Trading Regulation 2007/06/29 no. 876. The Note has been prepared by DNB Markets, a division of DNB Bank ASA, a Norwegian bank organized under the laws of the Kingdom of Norway (the "Bank"), for information purposes only. The Note shall not be used for any unlawful or unauthorized purposes. The Bank, its affiliates, and any third-party providers, as well as their directors, officers, shareholders, employees or agents (individually, each a "DNB Party"; collectively, "DNB Parties") do not guarantee the accuracy, completeness, timeliness or availability of the Note. DNB Parties are not responsible for any errors or omissions, regardless of the cause, nor for the results obtained from the use of the Note, nor for the security or maintenance of any data input by the user. The Note is provided on an "as is" basis. DNB PARTIES DISCLAIM ANY AND ALL EXPRESS OR IMPLIED WARRANTIES, INCLUDING, BUT NOT LIMITED TO, ANY WARRANTIES OF MERCHANTABILITY OR FITNESS FOR A PARTICULAR PURPOSE OR USE, FREEDOM FROM BUGS, SOFTWARE ERRORS OR DEFECTS, THAT THE NOTE'S FUNCTIONING WILL BE UNINTERRUPTED OR THAT THE NOTE WILL OPERATE WITH ANY SOFTWARE OR HARDWARE CONFIGURATION. In no event shall DNB Parties be liable to any party for any direct, indirect, incidental, exemplary, compensatory, punitive, special or consequential damages, costs, expenses, legal fees, or losses (including, without limitation, lost income or lost profits and opportunity costs) in connection with any use of the Note, even if advised of the possibility of such damages. Any opinions expressed herein reflect the Bank's judgment at the time the Note was prepared and DNB Parties assume no obligation to update the Note in any form or format. The Note should not be relied on and is not a substitute for the skill, judgment and experience of the user, its management, employees, advisors and/or clients when making investment and other business decisions. No DNB Party is acting as fiduciary or investment advisor in connection with the dissemination of the Note. While the Note is based on information obtained from public sources that the Bank believes to be reliable, no DNB Party has performed an audit of, nor accepts any duty of due diligence or independent verification of, any information it receives. Confidentiality rules and internal rules restrict the exchange of information between different parts of the Bank and this may prevent employees of DNB Markets who are preparing the Note from utilizing or being aware of information available in DNB Markets/the Bank that may be relevant to the recipients of the Note.

The Note is not an offer to buy or sell any security or other financial instrument or to participate in any investment strategy. Distribution of material like the Note is in certain jurisdictions restricted by law. Persons in possession of the Note should seek further guidance regarding such restrictions before distributing the Note.

The Note is for clients only, and not for publication, and has been prepared for information purposes only by DNB Markets - a division of DNB Bank ASA registered in Norway with registration number NO 984 851 006 (the Register of Business Enterprises) under supervision of the Financial Supervisory Authority of Norway (Finanstilsynet), the Monetary Authority of Singapore, and on a limited basis by the Financial Conduct Authority and the Prudential Regulation Authority of the UK, and the Financial Supervisory Authority of Sweden. Details about the extent of our regulation by local authorities outside Norway are available from us on request. Information about DNB Markets can be found at www.dnb.no/markets.

Additional information for clients in Singapore

The Note has been distributed by the Singapore Branch of DNB Bank ASA. It is intended for general circulation and does not take into account the specific investment objectives, financial situation or particular needs of any particular person. You should seek advice from a financial adviser regarding the suitability of any product referred to in the Note, taking into account your specific financial objectives, financial situation or particular needs before making a commitment to purchase any such product. You have received a copy of the Note because you have been classified either as an accredited investor, an expert investor or as an institutional investor, as these terms have been defined under Singapore's Financial Advisers Act (Cap. 110) ("FAA") and/or the Financial Advisers Regulations ("FAR"). The Singapore Branch of DNB Bank ASA is a financial adviser exempt from licensing under the FAA but is otherwise subject to the legal requirements of the FAA and of the FAR. By virtue of your status as an accredited investor or as an expert investor, the Singapore Branch of DNB Bank ASA is, in respect of certain of its dealings with you or services rendered to you, exempt from having to comply with certain regulatory requirements of the FAA and FAR, including without limitation, sections 25, 27 and 36 of the FAA. Section 25 of the FAA requires a financial adviser to disclose material information concerning designated investment products which are recommended by the financial adviser to you as the client. Section 27 of the FAA requires a financial adviser to have a reasonable basis for making investment recommendations to you as the client. Section 36 of the FAA requires a financial adviser to include, within any circular or written communications in which he makes recommendations concerning securities, a statement of the nature of any interest which the financial adviser (and any person connected or associated with the financial adviser) might have in the securities.

Please contact the Singapore Branch of DNB Bank ASA at +65 6212 6144 in respect of any matters arising from, or in connection with, the Note.

The Note is intended for and is to be circulated only to persons who are classified as an accredited investor, an expert investor or an institutional investor. If you are not an accredited investor, an expert investor or an institutional investor, please contact the Singapore Branch of DNB Bank ASA at +65 6212 6144.

We, the DNB group, our associates, officers and/or employees may have interests in any products referred to in the Note by acting in various roles including as distributor, holder of principal positions, adviser or lender. We, the DNB group, our associates, officers and/or employees may receive fees, brokerage or commissions for acting in those capacities. In addition, we, the DNB group, our associates, officers and/or employees may buy or sell products as principal or agent and may effect transactions which are not consistent with the information set out in the Note.

Additional Information, including for Recipients in the United States:

The Note does not constitute an offer to sell or buy a security and does not include information, opinions, or recommendations with respect to securities of an issuer or an analysis of a security or an issuer.