



NORGES BANK

3|20

SEPTEMBER

**PENGEPOLITISK
RAPPORT**
MED VURDERING AV FINANSIELL STABILITET

Innhold

PENGEPOLITISKE VURDERINGER	5
<i>Koronapandemien skaper betydelig usikkerhet</i>	10
DEL 1: PENGEPOLITIKKEN	
1 INTERNASJONAL ØKONOMI	11
2 FINANSIELLE FORHOLD	15
2.1 Rentene	15
2.2 Kronekursen	17
3 NORSK ØKONOMI	18
3.1 Den økonomiske utviklingen	18
3.2 Kostnader og priser	27
<i>Husholdningenes konsum under korona</i>	31
4 PENGEPOLITISK ANALYSE	34
4.1 Mål og tilbakeblikk	34
4.2 Ny informasjon og nye analyser	35
<i>Anslag på den nøytrale realrenten</i>	39
DEL 2: FINANSIELL STABILITET	
5 FINANSIELL STABILITET	
- BESLUTNINGSGRUNNLAG FOR MOTSYKLISK KAPITALBUFFER	43
5.1 Husholdninger og foretak har god tilgang på kreditt	43
5.2 Finansielle ubalanser om lag uendret	44
5.3 Bankene er solide og kan tåle økte tap	49
<i>Lavere kapitalkrav til bankene demper trolig tilbakeslaget</i>	52
<i>Boliglånsforskriften har begrenset lån til utsatte husholdninger</i>	54
VEDLEGG	56
Anslagstabeller	57

Pengepolitikken i Norge

MÅL

Pengepolitikken skal opprettholde en stabil pengeverdi gjennom lav og stabil inflasjon. Det operative målet for pengepolitikken skal være en årsvekst i konsumprisene som over tid er nær 2 prosent. Inflasjonsstyringen skal være fremoverskuende og fleksibel, slik at den kan bidra til høy og stabil produksjon og sysselsetting samt til å motvirke oppbygging av finansielle ubalanser. Mål og avveieringer i pengepolitikken er omtalt i en ramme på side 42.

GJENNOMFØRING

Norges Bank setter renten med sikte på å stabilisere inflasjonen rundt målet på mellomlang sikt. Den aktuelle horisonten vil avhenge av forstyrrelsene økonomien er utsatt for og hvordan de påvirker utsiktene for inflasjonen og realøkonomien. I gjennomføringen av pengepolitikken vil Norges Bank se hen til indikatorer for den underliggende konsumprisveksten.

BESLUTNINGSPROSESS

Styringsrenten fastsettes av Norges Banks komité for pengepolitikk og finansiell stabilitet. Vedtak om renten vil normalt bli truffet i komiteens rentemøter. Komiteen har åtte rentemøter i året. I forbindelse med fire av rentemøtene publiseres også Pengepolitisk rapport. I forkant av publiseringen avholdes flere seminarer og møter der komiteen blir forelagt analyser og drøfter utviklingstrekk, risikobilde og innretning av pengepolitikken. På bakgrunn av analysene og diskusjonen vurderer komiteen den fremtidige renteutviklingen. Endelig vedtak om styringsrenten fattes dagen før rapporten offentliggjøres. Komiteens vurdering av de økonomiske utsiktene og pengepolitikken er gjengitt i «Pengepolitiske vurderinger» i Pengepolitisk rapport.

RAPPORTERING

Norges Bank legger vekt på åpenhet i kommunikasjonen av pengepolitikken. Banken rapporterer om gjennomføringen av pengepolitikken i årsberetningen. Avveieringene som ligger til grunn for rentesettingen, vil offentliggjøres regelmessig, blant annet i de pengepolitiske rapportene.

Motsyklisk kapitalbuffer

Formålet med den motsykliske kapitalbufferen er å gjøre bankene mer solide og motvirke at bankenes kredittpraksis forsterker et tilbakeslag i økonomien. Finansdepartementet fastsetter bufferkravet fire ganger i året. Norges Bank lager et beslutningsgrunnlag og gir departementet råd om nivået. Rådet sendes Finansdepartementet i forbindelse med publisering av Pengepolitisk rapport. Rådet offentliggjøres når departementet har fattet sin beslutning. Norges Bank vil tilrå at bufferkravet økes når finansielle ubalanser bygger seg opp eller har bygd seg opp. Ved tilbakeslag i økonomien og store tap i bankene kan bufferkravet settes ned for å motvirke at en strammere utlånspraksis forsterker nedgangen. Bufferkravet skal som hovedregel være mellom 0 og 2,5 prosent av bankenes beregningsgrunnlag for kapitalkrav, men kan i særlige tilfeller settes høyere.

Beslutningsprosessen for Pengepolitisk rapport 3/20

På møtene 4. og 15. september drøftet komiteen de økonomiske utsiktene, innretningen av pengepolitikken og nivået på bufferkravet. På grunnlag av drøftingene og en anbefaling fra bankens administrasjon fattet komiteen på møtet 23. september vedtak om styringsrenten. Komiteen vedtok også rådet til Finansdepartementet om nivået på bufferkravet.

Pengepolitiske vurderinger

Koronapandemien har ført til et kraftig tilbakeslag i norsk økonomi. Lave renter bidrar til å dempe tilbakeslaget og reduserer faren for mer langvarige konsekvenser for produksjon og sysselsetting. Siden forrige pengepolitiske rapport har den økonomiske aktiviteten tatt seg opp om lag som ventet, men det er fortsatt stor usikkerhet om den videre utviklingen.

Norges Banks komité for pengepolitikk og finansiell stabilitet vedtok å holde styringsrenten uendret på null prosent på rentemøtet 23. september. Det er utsikter til at styringsrenten blir liggende på dagens nivå en god stund fremover.

Gjeninnhenting er i gang internasjonalt

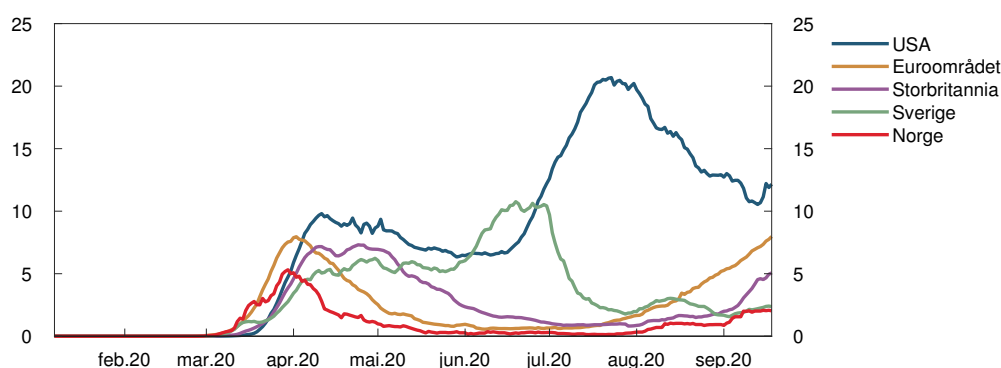
Koronapandemien har ført til et kraftig tilbakeslag i internasjonal økonomi. Aktiviteten hos Norges handelspartnere er på vei opp igjen og har så langt steget noe raskere enn lagt til grunn i forrige rapport. Lettelser i smitteverntiltakene gjennom sommeren har løftet den økonomiske aktiviteten, men har samtidig bidratt til økt spredning av koronaviruset. I enkelte land er de registrerte smittetallene nå høyere enn i vår. Fortsatt høy arbeidsledighet og utsikter til lav lønnsvekst vil bidra til at inflasjonen internasjonalt trolig holder seg lav i årene fremover. Markedsprisingen indikerer fortsatt forventninger om svært lave renter hos Norges handelspartnere i lang tid fremover.

Oljeprisen har steget siden forrige rapport og er nå over 40 dollar. Prisene på leveranser av olje frem i tid indikerer noe videre oppgang i oljeprisen de neste årene. Europeiske gasspriser har økt markert siden juni.

Markedsuroen som kom i kjølvannet av koronautbruddet, avtok gjennom våren og sommeren. Siden forrige rapport har påslagene i penge- og obligasjonsmarkedene falt videre både ute og hjemme. Norsk pengemarkedsrente er historisk lav. Boliglånsrentene er lite endret siden forrige rapport.

Figur A Økt smittespredning etter sommeren

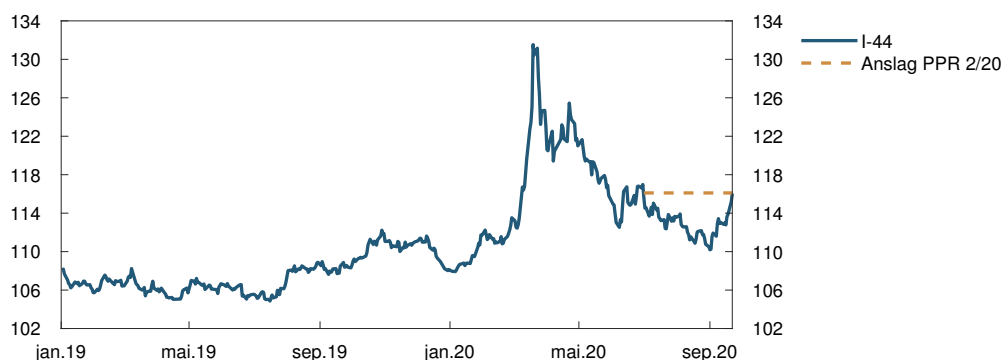
7-dagers glidende snitt av nye smittetilfeller per 100 000 innbyggere



Kilder: ECDC, Eurostat, OECD og Norges Bank

Figur B Kronen har vært sterkere enn anslått

Importveid valutakursindeks (I-44)



Kilde: Norges Bank

Kronekursen, målt ved den importveide kursindeksen I-44, har styrket seg etter at den nådde rekordsvake nivåer i mars. Mindre usikkerhet i internasjonale finansmarkeder og oppgang i oljeprisen bidro trolig til å styrke kronen. De siste dagene har det igjen vært noe uro i markedene, og den norske kronen har svekket seg. Kronekursen er nå på om lag samme nivå som ved forrige rapport.

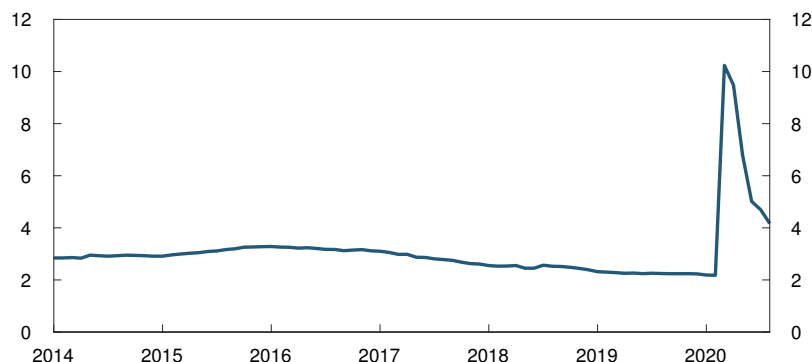
Aktiviteten i norsk økonomi har tatt seg opp

Smittespredning og smitteverntiltak bidro til en markert nedgang i norsk økonomi i mars og april. Nedgangen ble forsterket av fall i oljeprisen og tilbakegang hos Norges handelspartnere. Arbeidsledigheten nådde historisk høye nivåer.

Utover våren kom smittespredningen under kontroll, og siden mai har den økonomiske aktiviteten tatt seg opp. BNP for Fastlands-Norge var likevel nær 5 prosent lavere i juli enn i februar. Utviklingen var i tråd med anslagene i forrige rapport. Veksten har særlig kommet i de næringene som ble direkte berørt av smitteverntiltakene, som overnatting og servering, kultur, underholdning og annen tjenesteyting. De siste månedene har mange av de permitterte arbeidstakerne kommet tilbake i jobb, og arbeidsledigheten har avtatt noe raskere enn ventet.

Figur C Arbeidsledigheten har falt, men er fortsatt høy

Registrerte helt ledige som andel av arbeidsstyrken. Sesongjustert. Prosent



Kilde: NAV

Det er særlig høy etterspørsel fra husholdningene som har bidratt til økt aktivitet i fastlandsøkonomien. Husholdningenes konsum av varer har tatt seg raskt opp, men samlet konsum er fortsatt lavt.

Etter sommeren har det vært økt smittespredning også i Norge. Det har gitt innstramninger i smittevernet på enkelte områder samtidig som videre lettelse er satt på vent. Det kan dempe husholdningenes etterspørsel de nærmeste månedene. På den annen side fremstår risikoen for en full nedstenging av store deler av økonomien og for et nytt kraftig tilbakeslag som mindre enn i juni. Det pågår testing av flere vaksiner, men det er fortsatt usikkert når en vaksine kan være bredt tilgjengelig.

Bedriftene i Norges Banks regionale nettverk rapporterte i august at de ser for seg svak vekst i aktiviteten fremover. De ventet lite endringer i sysselsettingsnivået den nærmeste tiden. Bedriftenes investeringsplaner tyder på et kraftig fall i investeringene det kommende året.

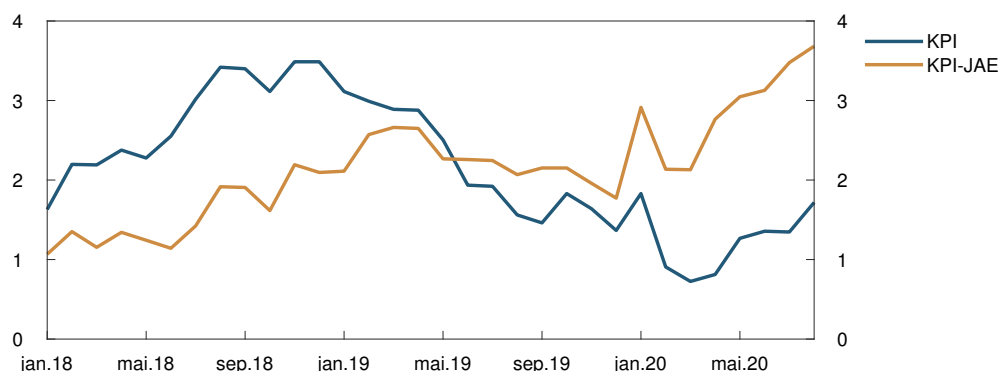
Aktiviteten i boligmarkedet har tatt seg markert opp gjennom sommeren. Det har vært høy omsetning av boliger, og boligprisene har steget mer enn anslått. Kredittveksten til husholdningene har også vært høyere enn ventet.

Midlertidig økt prisvekst

Veksten i konsumprisindeksen (KPI) har tatt seg opp de siste månedene etter at lavere energipriser bidro til en markert nedgang gjennom fjoråret. I august var tolv månedersveksten i KPI 1,7 prosent. Fremtidsprisene for elektrisitet og drivstoff indikerer at energiprisene vil stige fremover. Det vil i så fall bidra til at veksten i KPI tiltar det kommende året.

Den underliggende prisveksten, målt ved KPI justert for avgiftsendringer og uten energi-varer (KPI-JAE), har tiltatt det siste året. Prisveksten de siste månedene har vært høyere enn anslått i forrige rapport, og i august var tolv månedersveksten i KPI-JAE 3,7 prosent. Oppgangen kan i hovedsak forklares av høyere prisvekst på importerte varer, noe som igjen må ses i sammenheng med kronesvekkelsen gjennom vinteren og våren. Norges Banks forventningsundersøkelse indikerer at inflasjonsforventningene på noe lengre sikt er godt forankret rundt inflasjonsmålet.

Figur D Markert oppgang i underliggende prisvekst
KPI og KPI-JAE. Tolv månedersvekst. Prosent



Kilde: Statistisk sentralbyrå

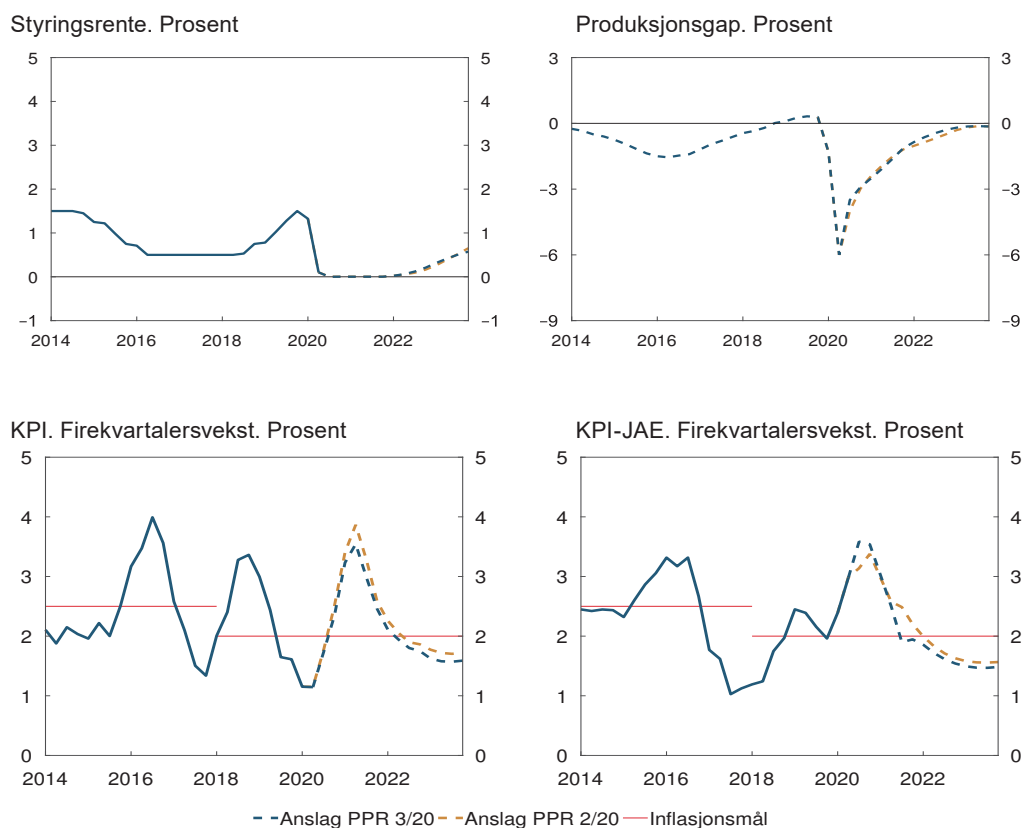
Årets lønnsoppgjør startet i august, og på bakgrunn av frontfagsoppgjøret ble lønnsrammen for industrien samlet anslått til 1,7 prosent. En markert nedgang i antall sysselsatte med lavt lønnsnivå bidrar isolert sett til å løfte årslønnsveksten noe. Samlet sett ser det ut til at lønnsveksten i år kan bli om lag som lagt til grunn i junirapporten.

Lav styringsrente fremover

Målet for pengepolitikken er en årsvekst i konsumprisene som over tid er nær 2 prosent. Inflasjonsstyringen skal være fremoverskuende og fleksibel, slik at den kan bidra til høy og stabil produksjon og sysselsetting samt til å motvirke oppbygging av finansielle ubalanser.

Norsk økonomi er inne i et kraftig tilbakeslag. Aktiviteten har tatt seg opp gjennom sommeren, men er fortsatt lavere enn ved inngangen til året. Selv om arbeidsledigheten har avtatt, er den fremdeles høy. Det er stor usikkerhet om den videre gjeninnhenting i norsk økonomi. Den økte spredningen av koronaviruset og gjeninnføringen av enkelte smitteverntiltak, kan bremse oppgangen den nærmeste tiden. Når en vaksine eventuelt blir bredt tilgjengelig, vil veksten trolig tilta. Det vil likevel ta tid før produksjon og sysselsetting er tilbake på nivåene fra før pandemien. Den underliggende inflasjonen er over målet, men styrkingen av kronen siden mars og utsikter til lav lønnsvekst tilsier at den vil avta. Så lenge kapasitetsutnyttningen øker, er det begrenset risiko for at inflasjonen blir for lav.

Figur E Lav styringsrente bidrar til å nå målene for pengepolitikken



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

I de pengepolitiske avveingene la komiteen vekt på at lave renter bidrar til å bringe produksjon og sysselsetting raskere tilbake mot mer normale nivåer. Det reduserer faren for at arbeidsledigheten fester seg på et høyt nivå. I drøftingen av risikobildet var komiteen også opptatt av at en lang periode med lave renter øker faren for at finansielle ubalanser bygger seg opp.

Komiteens vurdering er at utsiktene og risikobildet samlet sett tilsier en svært ekspansiv pengepolitikk. Styringsrenten ble i vår redusert med til sammen 1,50 prosentenheter til null prosent. Det kraftige økonomiske tilbakeslaget og stor usikkerhet om den videre utviklingen tilsier at renten holdes i ro til det er klare tegn til at forholdene i økonomien normaliseres. Komiteen ser ikke for seg at styringsrenten vil bli satt ytterligere ned.

Prognosen for styringsrenten er lite endret fra juni og innebærer en rente på dagens nivå de neste par årene. Deretter øker renten gradvis etter hvert som aktiviteten nærmer seg et mer normalt nivå. Med en slik utvikling i renten er det utsikter til at kapasitetsutnyttningen stiger gradvis, og at produksjonsgapet lukkes mot slutten av prognoseperioden. Arbeidsledigheten anslås å avta, men bli liggende noe høyere enn før pandemien. Den underliggende prisveksten ventes å ligge over inflasjonsmålet det neste året før den avtar til nær 1,5 prosent.

Øker produksjonen og sysselsettingen raskere enn anslått, eller det er tegn til at finansielle ubalanser bygger seg opp, vil renteoppgangen kunne komme tidligere enn indikert. Blir tilbakeslaget mer langvarig enn anslått, for eksempel som følge av at smittespredningen fortsetter å øke, eller at det tar lang tid før en vaksine blir tilgjengelig, vil renten kunne bli værende på dagens nivå lenger enn rentebanen tilsier.

Komiteen vedtok enstemmig å holde styringsrenten uendret på null prosent. Slik komiteen nå vurderer utsiktene og risikobildet, vil styringsrenten mest sannsynlig bli liggende på dagens nivå en god stund fremover.

Øystein Olsen
Ida Wolden Bache
Jon Nicolaisen
Ingvild Almås
Jeanette Fjære-Lindkjenn

23. september 2020

KORONAPANDEMIEN SKAPER BETYDELIG USIKKERHET

Den pågående pandemien skaper stor usikkerhet om utviklingen fremover, både internasjonalt og i Norge. Utviklingen vil avhenge av omfanget av smitte og smittevernstiltak, samt hvor raskt en eventuell vaksine kan bli gjort bredt tilgjengelig. I denne rammen gjør vi rede for antakelsene om disse forholdene som ligger til grunn for anslagene.

I Pengepolitisk rapport 2/20 la vi til grunn at de gradvise lettelsene i smittevern tiltakene ville fortsette, og at den økonomiske aktiviteten ville ta seg opp fra sommeren 2020. Erfaringene fra mange land er imidlertid at smitten har tiltatt mer enn ventet etter lettelser i restriksjonene. Mens oppblomstringen i Norge har vært relativt moderat er nå daglige smittetall i flere land i Europa høyere enn i mars/april.

I begynnelsen av pandemien gjennomførte de fleste land nasjonale nedstengninger for å hindre smittespredning. Med mindre spredning og et økende behov for å begrense de negative økonomiske konsekvensene av smittevern tiltak har mange land endret strategi. Det legges nå større vekt på midlertidige, målrettede tiltak i områder hvor smittespredningen tiltar og økt kapasitet for testing og sporing. Periodevis brukes også nasjonale tiltak. Vi legger til grunn at denne tilnærmingen fortsetter. Strategien med hovedvekt på mer avgrensede tiltak har trolig redusert risikoen noe for et mer langvarig økonomisk tilbakeslag.

Fremover legger vi til grunn at nedtrappingen av smittevern tiltak, både internasjonalt og i Norge, vil skje mer langsomt enn vi la til grunn i junirapporten. Det vil trolig innebære en noe svakere økonomisk vekst de nærmeste kvartalene. Dersom smittevernregler er effektive, og smittesporing blir bedre slik at restriksjonene kan begrenses til enda færre personer, kan nedtrappingen gå raskere. Motsatt vil manglende kontroll lokalt kunne medføre nye behov for nasjonale innstramminger.

Det er stor usikkerhet om når en vaksine vil være klar, knyttet til både utviklingen, produksjonen og distribusjonen av vaksinen. I første runde vil trolig helsepersonell og den mest sårbare delen av befolkningen prioriteres. Verdens helseorganisasjon venter ikke at en vaksine er i utbredt bruk globalt før høsten 2021.

Hvis og når en vaksine blir bredt tilgjengelig, vil det bidra positivt til veksten i internasjonal og norsk økonomi. Sannsynligheten for at en vaksine blir bredt tilgjengelig allerede til neste år fremstår som noe større enn den gjorde før sommeren. Det ligger også til grunn for anslagene i denne rapporten. Kommer det en vaksine raskt, vil veksten trolig bli høyere enn vi nå anslår. Tar det derimot lang tid, vil veksten bli lavere enn vi anslår.

1 Internasjonal økonomi

Aktivitetsnivået hos Norges viktigste handelspartnere falt betydelig i mars og april, men tok seg klart opp i sommer. Økonomiske tiltak fra myndighetene har bidratt til den raske oppgangen, men økt smitte etter sommeren vil trolig dempe veksten fremover. BNP hos handelspartnerne anslås å være tilbake på nivået fra før virusutbruddet i slutten av 2021. Markedsprisingen indikerer forventninger om svært lave renter hos handelspartnerne i lang tid fremover.

Gjeninnhenting etter dypt fall i verdensøkonomien

Den økonomiske aktiviteten internasjonalt falt markert i mars og april. Fra første til andre kvartal falt BNP hos de viktigste handelspartnere med nær 10 prosent, om lag som ventet i junirapporten. Nedgangen var størst i Storbritannia, med en reduksjon på over 20 prosent. I Kina, hvor virusutbruddet rammet først, falt aktiviteten betydelig i første kvartal, mens den økte med over 11 prosent i andre kvartal.

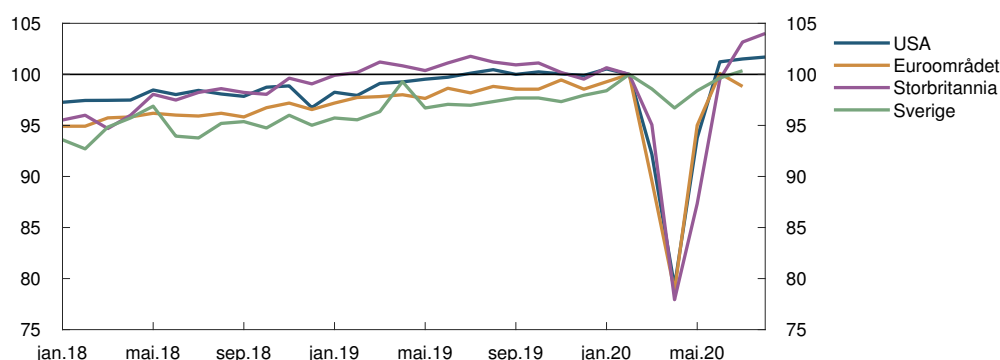
Detaljomsetningen og industriproduksjonen falt kraftig i april, men tok seg godt opp i månedene etter. Spesielt detaljomsetningen har kommet raskt tilbake og var i juli over nivået fra før koronapandemien, se figur 1.1. Arbeidsmarkedstiltak og andre stønadsordninger har holdt husholdningenes inntekter oppe og bremset oppgangen i arbeidsledigheten, særlig i Europa. Tiltakene har trolig bidratt til den raske reverseringen i varekonsumet.

Tjenestesektoren er fremdeles hardt rammet. Dette gjelder særlig transport-, restaurant- og reiselivsnæringene. Aktivitetsindikatorer har tatt seg opp gjennom sommeren og tyder på økende aktivitet, se figur 1.2.

Økt aktivitet og fortsatt penge- og finanspolitisk stimulans har sammen med positive nyheter om utvikling av vaksine mot koronaviruset, bidratt til oppgang i globale aksjeindekser. Sentralbankenes balanser har økt ytterligere i løpet av sommeren som følge av aktivkjøpsprogrammer. Langsiktige renter har holdt seg på svært lave nivåer siden forrige rapport, mens risikopåslagene for foretak har falt videre, spesielt for foretak med

Figur 1.1 Rask økning i varekonsumet

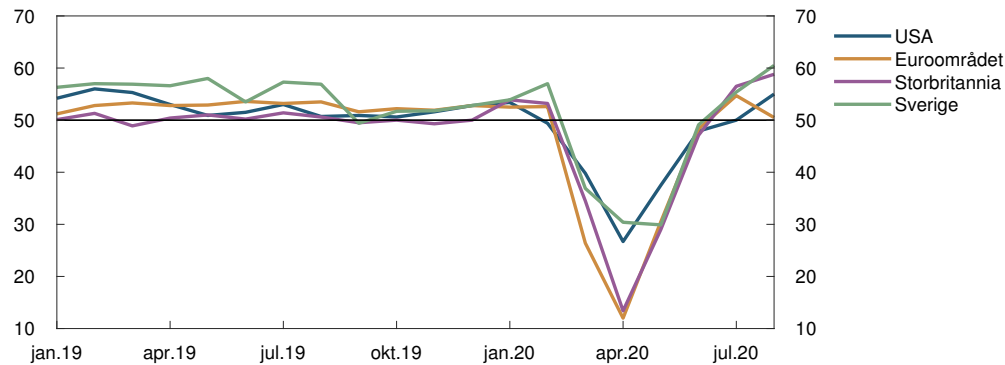
Detaljhandel. Indeks. Februar 2020 = 100



Kilder: Refinitiv Datastream og Norges Bank

Figur 1.2 Aktivitetsindikatorer har tatt seg opp

PMI tjenester. Diffusjonsindeks rundt 50



Kilde: Refinitiv Datastream

lav kredittvurdering. Markedsprisingen indikerer forventninger om at styringsrentene hos våre viktigste handelspartnere vil være svært lave i lang tid fremover, se figur 1.3.

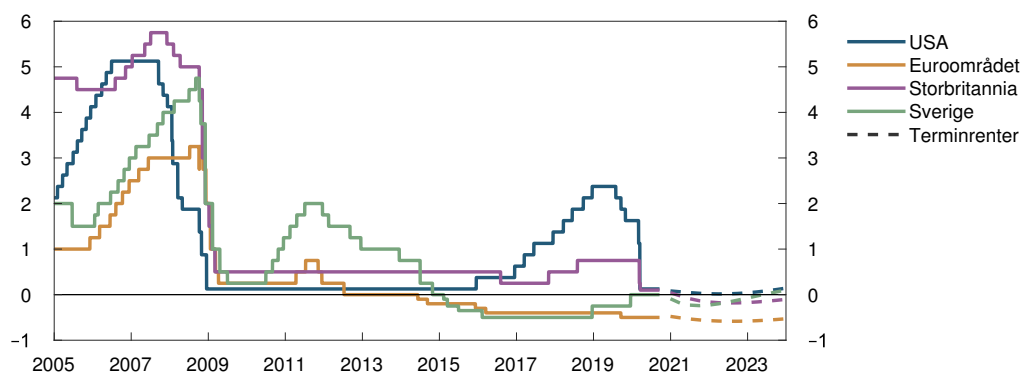
Frem til begynnelsen av juli falt antall nye smittede med koronaviruset i flere europeiske land. De siste månedene har antall nye smittede økt kraftig, særlig i Spania og Frankrike. Antall sykehusinnleggelser viser kun en liten økning, noe som kan tyde på at de fleste som smittes nå ikke blir alvorlig syke. Så langt håndteres den økte smitten med smit-tesporing og lokale nedstengninger, og landene har ikke sett seg nødt til å innføre nasjonale nedstengninger som i vår.

Den raske oppgangen i varekonsumet bidrar til at BNP-veksten i tredje kvartal ser ut til å bli høyere enn anslått i junirapporten, men økt smitte i flere land vil trolig bremse veksten. Vi anslår at BNP hos våre viktigste handelspartnere vil øke med nær 7 prosent fra andre til tredje kvartal i år.

Vi legger til grunn at den økte smitten fortsatt vil håndteres lokalt uten en bred nedstengning av økonomiene, men at smitteverntiltak vil dempe veksten noe den nærmeste tiden. Antakelsene om smitteforløp, smitteverntiltak og vaksine er ytterligere omtalt i en ramme på side 10. Samlet sett anslår vi at BNP hos handelspartnerne faller med om

Figur 1.3 Forventninger om svært lave styringsrenter i lang tid

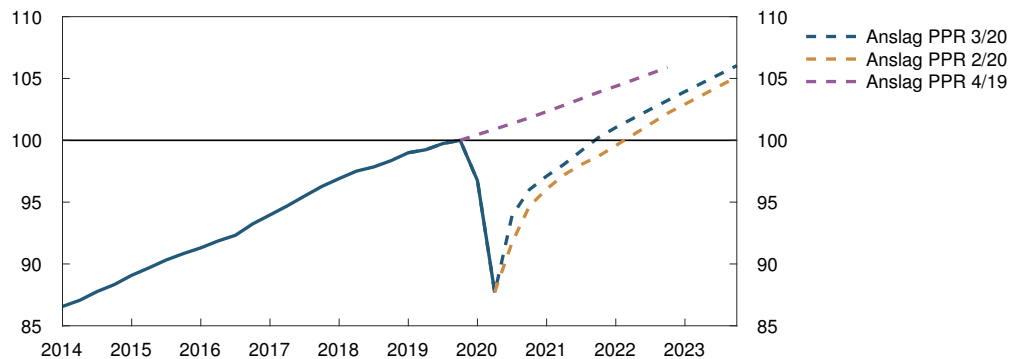
Styringsrenter og beregnede terminrenter i utvalgte land. Prosent



Kilder: Bloomberg, Refinitiv Datastream og Norges Bank

Figur 1.4 BNP tilbake på nivået fra før virusutbruddet i slutten av 2021

BNP handelspartnere. Indeks. 4. kvartal 2019 = 100



Kilder: Refinitiv Datastream og Norges Bank

lag 6 prosent i 2020. Den anslåtte nedgangen er mindre enn i junirapporten. Ekspansiv penge- og finanspolitikk demper tilbakeslaget i de fleste land. Vi anslår en BNP-vekst hos handelspartnere på om lag 5 prosent i 2021 og 3,5 prosent i 2022, se tabell 1 i vedlegget. Med et slikt forløp vil BNP hos handelspartnere være tilbake på nivået fra før virusutbruddet i slutten av 2021, se figur 1.4. Importen til handelspartnere anslås å falle med om lag 13 prosent i 2020, litt over dobbelt så mye som fallet i BNP.

Vi legger til grunn at koronapandemien isolert sett bidrar til å redusere produksjonskapasiteten gjennom lavere investeringer og lavere produktivitetsvekst. Vi anslår at kapasitetsutnyttingen vil være lavere enn normalt i hele anslagsperioden til tross for nedjustert produksjonskapasitet.

Det er stor usikkerhet om den videre økonomiske utviklingen internasjonalt. Utviklingen vil blant annet avhenge av omfanget av smitte og smitteverntiltak fremover og hvor raskt en eventuell vaksine blir bredt tilgjengelig, se rammen på side 10. I tillegg er det lite fremgang i forhandlingene mellom Storbritannia og EU om en handelsavtale. Dersom partene ikke kommer til enighet om en avtale, kan veksten i Europa bli lavere enn anslått. Usikkerhet om det fremtidige forholdet mellom USA og Kina kan også bidra til lavere BNP-vekst fremover.

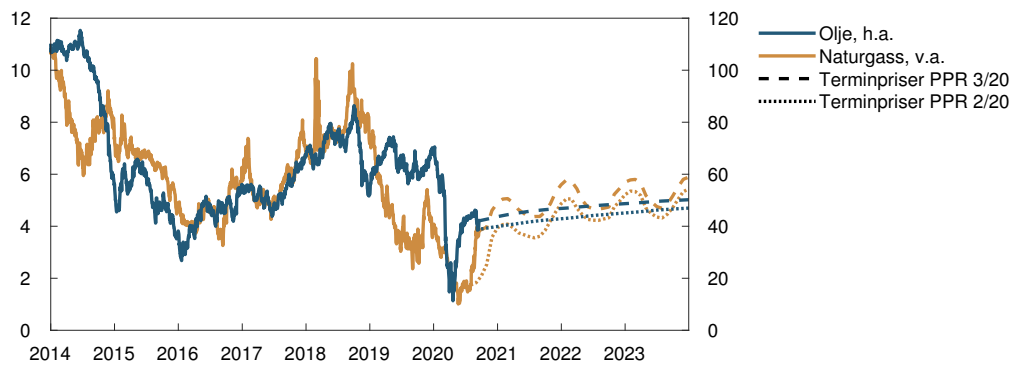
Lav prisvekst fremover etter midlertidig oppgang

Hos våre viktigste handelspartnere falt den underliggende prisveksten i første halvår i år. I sommer tok den seg opp og var noe høyere enn ventet i forrige rapport. Det var særlig varepriser som økte. Det skyldtes både mindre sommersalg enn tidligere år, og en vridning i etterspørselen fra tjenester til varer på grunn av nedstengningene. Den underliggende prisveksten falt i august, og fremover legger vi til grunn at høy arbeidsledighet bidrar til at lønns- og prisveksten dempes til tross for at blant annet forsyningsproblemer og smitteverntiltak kan gi prispress for enkelte varer og tjenester. Vi anslår at den underliggende prisveksten vil være godt under inflasjonsmålene de nærmeste årene, men anslagene er litt oppjustert fra junirapporten.

Produsentprisene på konsumvarer som Norge importerer, målt i utenlandsk valuta, har de siste månedene falt for nesten alle varegrupper. Fallet var størst for biler og lyd- og bildeutstyr. Siden forrige rapport har prisveksten vært lavere enn anslått. Anslaget for i år er nedjustert, se tabell 1 i vedlegget.

Figur 1.5 Olje- og gasspriser har økt

Olje. USD per fat. Naturgass. USD per MMBtu



Kilder: Refinitiv Datastream og Norges Bank

Høyere olje- og gasspriser

Oljeprisen er nå over 40 dollar per fat, noe høyere enn ved forrige rapport, se figur 1.5. Terminprisene har også steget og indikerer en oppgang i prisen til 50 dollar ved utgangen av 2023. En gradvis bedring i verdensøkonomien og produksjonsbegrensninger fra landene i OPEC+ vil trolig føre til at oljelagrene i OECD-landene reduseres fra rekordhøye nivåer nå, ned mot mer gjennomsnittlige nivåer i løpet av 2021. Oljeprisen ventes likevel å være lavere i hele prognoseperioden enn i de foregående årene.

Europeiske gasspriser har steget markert siden forrige rapport. Gasslagrene i Europa er i ferd med komme ned fra rekordhøye nivåer. I tillegg har gassprisene i Asia økt. Terminprisene for europeisk gass indikerer at gassprisen kan øke gradvis frem mot 2023, men forbli lavere enn i de foregående årene.

2 Finansielle forhold

Boliglånsrentene falt frem mot sommeren etter at styringsrenten ble redusert i vår, og har siden endret seg lite. Med en styringsrente på null prosent og lave påslag i pengemarkedet er pengemarkedsrenten historisk lav. Påslagene i obligasjonsmarkedet har avtatt noe videre siden juni. For banker og kredittforetak er påslagene nå nær nivåene fra før pandemien, mens de for andre foretak fortsatt er høyere.

Etter å ha svekket seg markert i mars, har den norske kronen styrket seg. Siden juni har kronekursen vært sterkere enn anslått.

2.1 Rentene

Lave boliglånsrenter

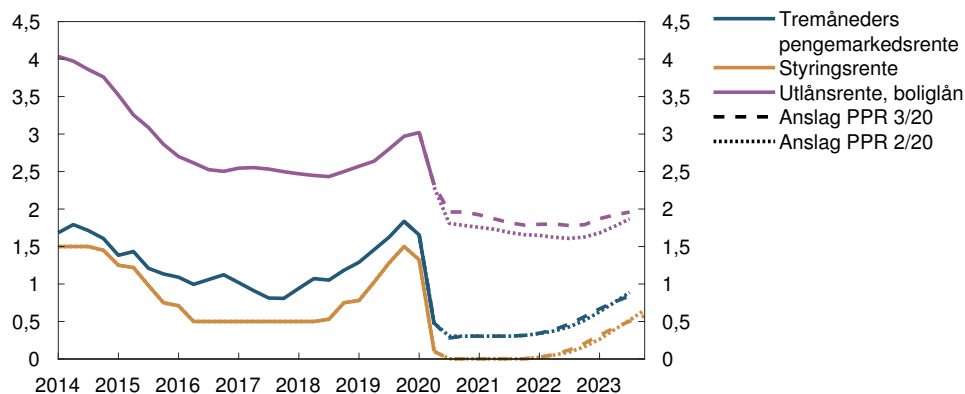
Etter at styringsrenten ble redusert med til sammen 1,5 prosentenheter i løpet av våren, avtok boliglånsrentene frem mot sommeren, om lag som anslått, se figur 2.1. I juli var gjennomsnittlig boliglånsrente nær 2 prosent, marginalt lavere enn i juni. Bankenes listepriiser for boliglån ligger noe under dette og har vært stabile siden forrige rapport.

Siden forrige rapport ser det ut til at boliglånsrentene har avtatt litt mindre enn anslått. Vi venter derfor at boliglånsrenten blir liggende litt høyere gjennom hele prognoseperioden enn vi gjorde i juni. Den nærmeste tiden ser vi for oss at boliglånsrenten vil endre seg lite. På lengre sikt venter vi at refinansiering av eksisterende boliglån til en lavere rente vil bidra til at den gjennomsnittlige boliglånsrenten avtar noe videre. Deretter venter vi at boliglånsrenten øker noe mot slutten av prognoseperioden, som følge av at styringsrenten blir satt opp.

Siden februar har listepriisene for nye boliglån med flytende rente falt noe mindre enn styringsrenten. Det kan skyldes at prisen på deler av bankenes finansiering har avtatt mindre enn styringsrenten. Bankene finansierer i hovedsak utlån ved hjelp av innskudd og markedsfinansiering. Fallet i innskuddsrentene har trolig blitt begrenset av at bankene

Figur 2.1 Lavere utlånsrente

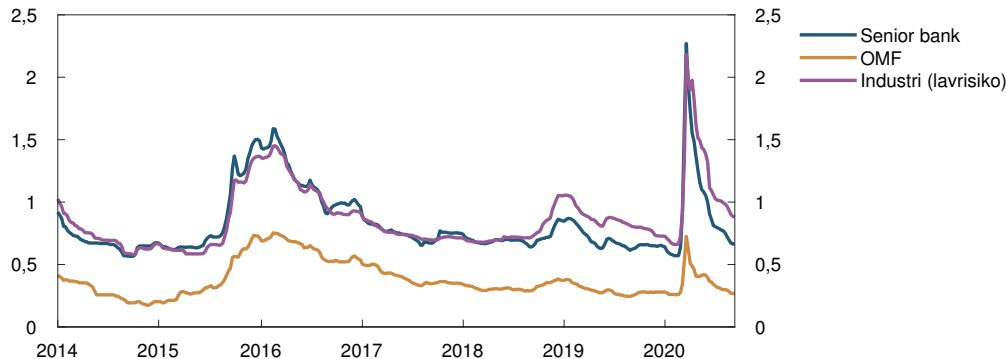
Prosent



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 2.2 Videre nedgang i risikopåslag

Obligasjonsfinansiering med femårs løpetid i norske kroner. Prosentenheter over tremåneders pengemarkedsrente



Kilder: DNB Markets og Nordic Bond Pricing

ikke ønsker å gi kundene negative renter på innskudd. Det kan ha bidratt til at bankene har søkt å opprettholde inntjeningen ved å øke marginen noe mellom boliglånsrenten og pengemarkedsrenten.

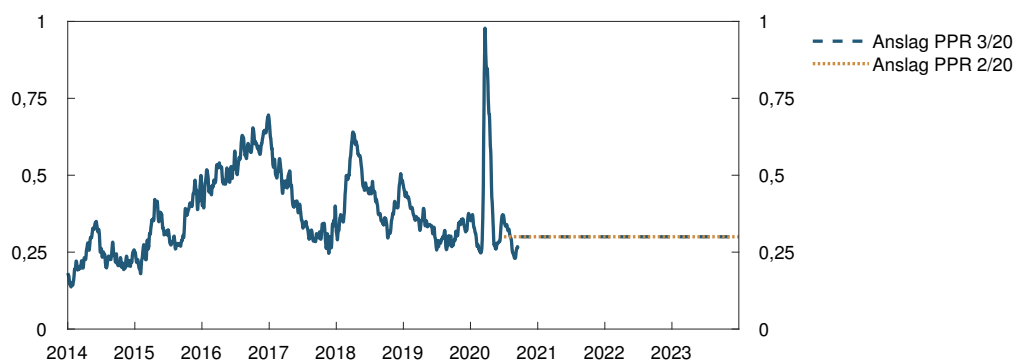
For markedsfinansiering betaler bankene vanligvis pengemarkedsrenten Nibor og et risikopåslag. Under markedsuroen i mars steg risikopåslaget på ny markedsfinansiering betydelig. Siden har påslaget avtatt, i takt med at likviditeten i obligasjonsmarkedet har bedret seg. Påslaget har avtatt ytterligere siden junirapporten, og for bankobligasjoner og obligasjoner med fortrinnsrett (OMF) er påslaget nær nivåene fra før uroen tiltok i mars, se figur 2.2.

Niborrenten består av markedets forventning til styringsrenten de neste tre månedene og et risikopåslag, ofte omtalt som pengemarkedspåslaget. Siden forrige rapport har lavere pengemarkedspåslag ført til nedgang i Nibor, i takt med stadig lavere påslag i det amerikanske pengemarkedet. Så langt i tredje kvartal har pengemarkedspåslaget i gjennomsnitt vært rundt 0,3 prosentenheter, om lag som anslått. Vi venter at påslaget vil holde seg nær dette nivået også fremover, se figur 2.3.

Bankenes utlånsrente til foretak er som regel knyttet til Nibor. Ved utgangen av juli var utlånsrenten til foretak 2,6 prosent, etter en nedgang på 1,3 prosentenheter siden før styringsrenten ble redusert i vår. Større foretak kan også velge å hente finansiering

Figur 2.3 Lavere pengemarkedspåslag

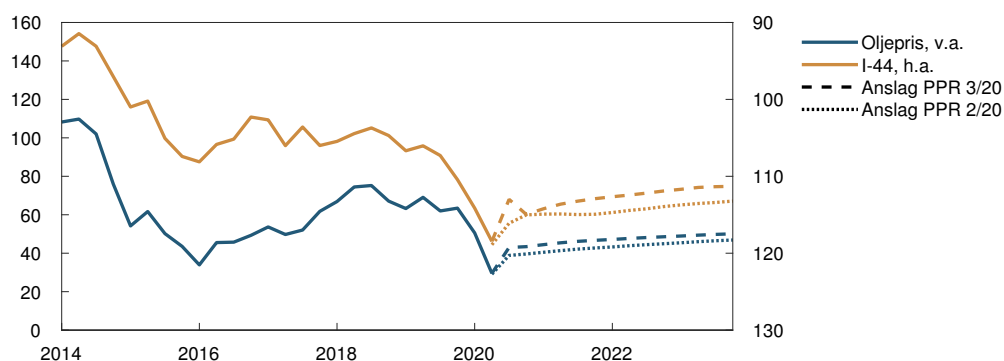
Prosentenheter



Kilder: Refinitiv Datastream og Norges Bank

Figur 2.4 Utsikter til noe sterkere krone

Importveid valutakursindeks (I-44) og oljepris



Kilder: Refinitiv Datastream og Norges Bank

direkte i obligasjonsmarkedet. Risikopåslaget for foretakene i obligasjonsmarkedet har avtatt noe siden juni, men påslaget er fortsatt høyere enn nivåene fra før uroen tiltok i mars, se figur 2.2.

Markedets forventninger til styringsrenten har endret seg lite siden juni. Markedsprisingen indikerer forventninger om at styringsrenten vil heves fra dagens nivå i starten av 2022.

2.2 Kronekursen

Kronen har vært sterkere enn ventet

Kronekursen, målt ved den importveide kursindeksen I-44, falt til rekordsvake nivåer under uroen i finansmarkedene i mars. Siden har kronen styrket seg mot de fleste valutaer, særlig mot amerikanske dollar, se figur 2.4. Styrkingen av kronen har kommet sammen med en oppgang i oljeprisen og redusert usikkerhet i internasjonale finansmarkeder. Den siste tiden har kronen svekket seg noe, men kronen har fortsatt vært sterkere enn vi anslo i forrige rapport.

Fremover venter vi at kronen vil styrke seg noe, og vi anslår en sterkere kronekurs enn vi gjorde i forrige rapport. Terminprisene indikerer oppgang i oljeprisen de neste årene. Det kan bidra til å styrke kronen. Utsikter til en litt høyere rentedifferanse mot handelspartnerne trekker i samme retning. Det er fortsatt stor usikkerhet om det fremtidige nivået på kronekursen.

UTVIDET PERIODE MED EKSTRAORDINÆRE LIKVIDITETSTILTAK

For å sikre gjennomslag for styringsrenten og bidra til velfungerende markeder har Norges Bank siden mars i år tilbudt bankene ekstraordinære F-lån. Finansmarkedene fungerer nå mer normalt, og påslagene i pengemarkedet er lave. Norges Bank annonserte 14. august at perioden med ekstraordinære F-lån forlenges ut 2020. Antall løpetider og hyppigheten på lånene reduseres, mens renten på lånene økes. Fra og med september og ut året vil bankene tilbys ett ekstraordinært F-lån med tre måneders løpetid hver måned. Det ble også varslet at de midlertidige lettelsene i retningslinjene for sikkerhetsstillelse som ble publisert i mars, vil bli delvis reversert fra 1. februar 2021.

3 Norsk økonomi

Norsk økonomi er fortsatt inne i en dyp lavkonjunktur, men de siste månedene har den økonomiske aktiviteten tiltatt betydelig, og mange permitterte har kommet tilbake i jobb. Økt smitte og fortsatte smitteverntiltak vil trolig dempe oppgangen den nærmeste tiden, men samtidig fremstår sannsynligheten for at vi skal få bred tilgang til en vaksine i løpet av neste år nå som noe høyere enn i juni. Sammen med en fortsatt ekspansiv finanspolitikk, lave renter og en bedret kostnadmessig konkurransevne bidrar det til at vi anslår at den økonomiske aktiviteten fortsetter å ta seg opp. Det er likevel utsikter til at arbeidsledigheten vil holde seg høyere enn før virusutbruddet gjennom prognoseperioden, og vi venter at kapasitetsutnyttningen i norsk økonomi først kommer opp mot et normalt nivå i 2023.

Den underliggende prisveksten har tiltatt de siste månedene. Mye kan tilskrives effekter av kronesvekkelsen tidligere i år, som etter hvert vil fases ut. Sammen med utsikter til lav lønnsvekst tilsier det at prisveksten etter hvert vil avta. Vi anslår at prisveksten vil ligge over inflasjonsmålet det neste året før den gradvis avtar til nær 1,5 prosent mot slutten av prognoseperioden.

3.1 Den økonomiske utviklingen

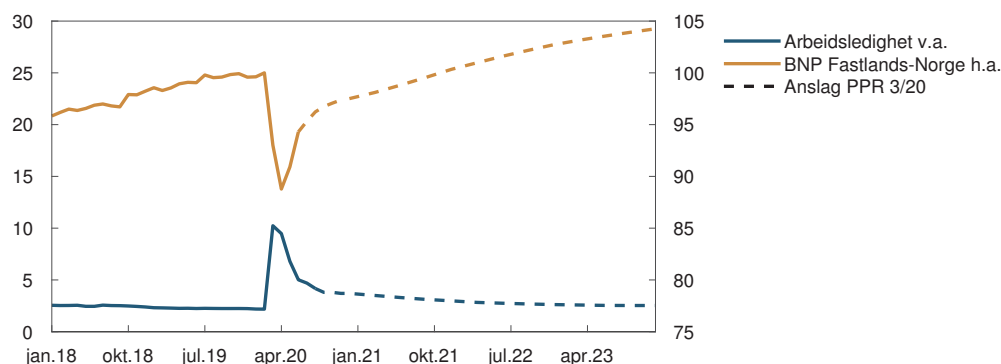
Aktiviteten i norsk økonomi på vei opp igjen

Den økte smittespredningen og innføringen av de strenge smitteverntiltakene den 12. mars i år førte til et kraftig økonomisk tilbakeslag i Norge. Nedgang internasjonalt og fall i oljeprisen forsterket utslagene. Ved utgangen av mars var mer enn 10 prosent av den norske arbeidsstyrken registrert som helt arbeidsledig hos NAV, og BNP for Fastlands-Norge falt med i overkant av 11 prosent fra februar til april, se figur 3.1.

Etter hvert som smittespredningen kom under kontroll og smitteverntiltakene ble trappet ned, begynte også den økonomiske aktiviteten å ta seg opp, og mange permitterte kom

Figur 3.1 Kraftig tilbakeslag i norsk økonomi

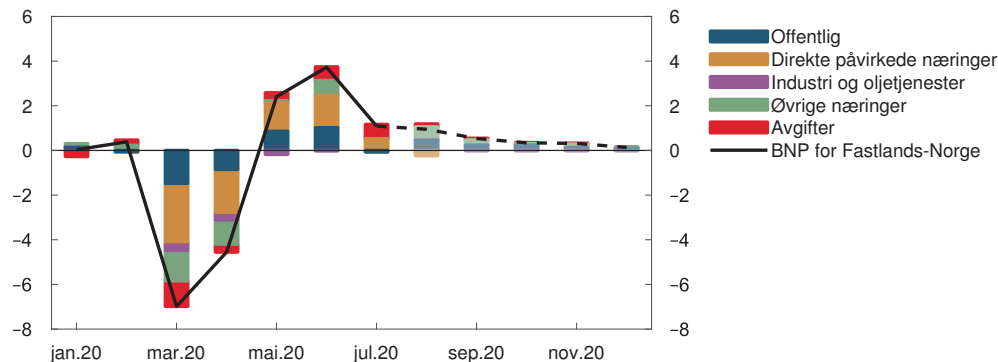
BNP for Fastlands-Norge. Indeks. Sesongjustert. Feb. 2020 = 100. Registrerte helt ledige som andel av arbeidsstyrken. Prosent



Kilder: NAV, Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 3.2 Veksten avtar

BNP for Fastlands-Norge. Bidrag til månedsvekst. Sesongjustert. Prosent



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

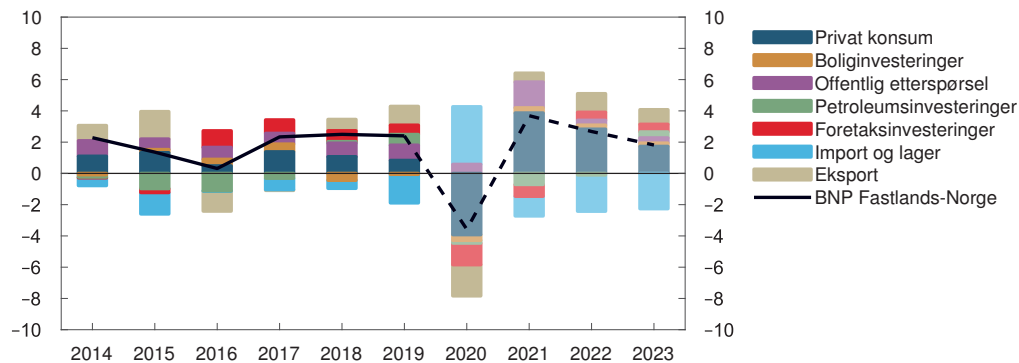
tilbake i jobb. BNP for Fastlands-Norge har økt markert siden april, men BNP-nivået i juli var fortsatt nesten 5 prosent lavere enn i februar. Den registrerte arbeidsledigheten har falt videre de siste ukene, men er fortsatt nesten dobbelt så høy som i februar. I tillegg er mange registrert som delvis ledige.

Vi anslår at BNP for Fastlands-Norge vil fortsette å vokse gjennom resten av året, men at veksttakten avtar, se figur 3.2. Næringer som var direkte berørt av smitteverntiltakene, sto for mye av veksten til og med juli, men de økende smittetallene i det siste har ført til at den videre gjenåpningen av samfunnet er satt på vent. Det er også strammet inn på enkelte områder. Anslagene er i tråd med signalene fra vårt regionale nettverk, der kontaktene rapporterer om svake utsikter etter en sommer med god vekst. Oljeleverandørene og husholdningsrettede tjenesteytere i nettverket venter at aktiviteten faller de neste seks månedene. Vi regner imidlertid med fortsatt vekst innen offentlig forvaltning, der aktivitetsutviklingen hittil i år har vært svakere enn lagt til grunn. Noe oppjusterte vekstanslag innen det offentlige bidrar til at BNP-anslagene gjennom resten av året er lite endret fra forrige rapport, til tross for den utsatte gjenåpningen. På årsbasis anslår vi at fastlands-BNP faller med 3,6 prosent i 2020.

Vi venter at den gradvise gjeninnhentingene fortsetter de kommende årene. Sannsynligheten for at en vaksine blir bredt tilgjengelig allerede neste år, fremstår som noe større enn den gjorde før sommeren. Det ligger også til grunn for anslagene i denne rapporten, se egen ramme om koronaviruset og usikkerhet på side 10. Det er utsikter til at BNP kommer tilbake på nivået fra før koronautbruddet mot slutten av neste år, men med en registrert arbeidsledighet på rundt 3 prosent ved utgangen av 2021 vil kapasitetsutnyttningen i norsk økonomi etter vår vurdering fortsatt være lav. Det er først helt mot slutten av prognoseperioden at produksjonsgapet lukkes.

Gjeninnhentingene understøttes av finanspolitikken. Bruken av oljepenger antas å ligge over 3 prosent av fondet gjennom hele perioden. Økende aktivitet hos våre handelspartnere vil løfte norsk eksport, og en fortsatt svak kronekurs hjelper også de bedriftene som møter utenlandsk konkurranse på det norske markedet. Eterspørselsbildet domineres likevel av husholdningene, se figur 3.3. Et markert fall i både konsum og boliginvesteringer i år avløses av sterk vekst de kommende årene, blant annet drevet av lave renter.

Figur 3.3 Husholdningene løfter veksten fremover
BNP for Fastlands-Norge. Bidrag til årsvekst. Prosent



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

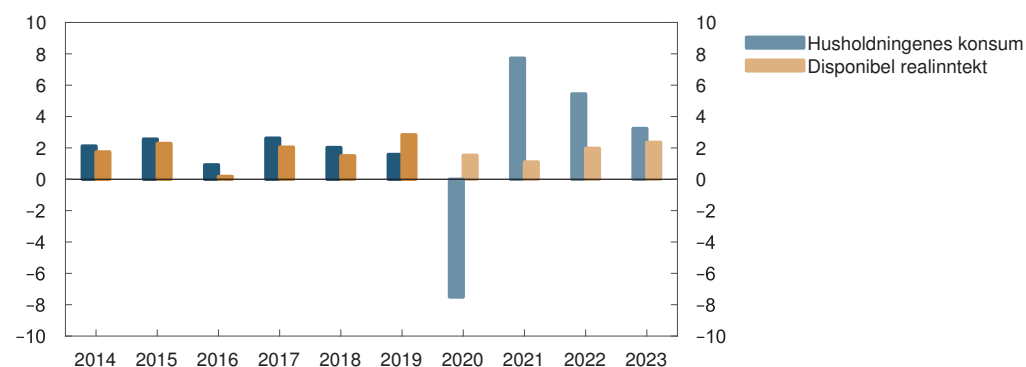
Husholdningenes etterspørsel tar seg opp igjen

Husholdningenes konsum falt med hele 20 prosent fra februar til april i år. Selv om konsumet har økt mye i de påfølgende månedene, er konsumet fortsatt klart lavere enn ved inngangen til året, se egen utdyping på side 31 for en nærmere beskrivelse. Fra i fjor til i år er det utsikter til at konsumet faller med mer enn 7 prosent, se figur 3.4. Nedgangen er den klart største i etterkrigstiden.

Lavere renteutgifter og nye og utvidede støtteordninger bidrar til å holde husholdningenes inntekter oppe. Husholdningenes sparing, som utgjør forskjellen mellom den disponible inntekten og konsumet, har følgelig økt markert. I 2. kvartal sparte husholdningene 17 prosent av den disponible inntekten utenom aksjeutbytte, se figur 3.5.

Flere forhold har bidratt til den økte sparingen. Betydelige forsinkelser i NAVs utbetalinger av stønader var trolig med på å dempe konsumet gjennom våren.¹ Det trekker i samme retning at det var stor usikkerhet om de økonomiske utsiktene og at mange trolig fryktet å miste jobben. Til tross for den økte smittespredningen i det siste, tyder

Figur 3.4 Utsikter til sterk konsumvekst
Årsvekst. Prosent

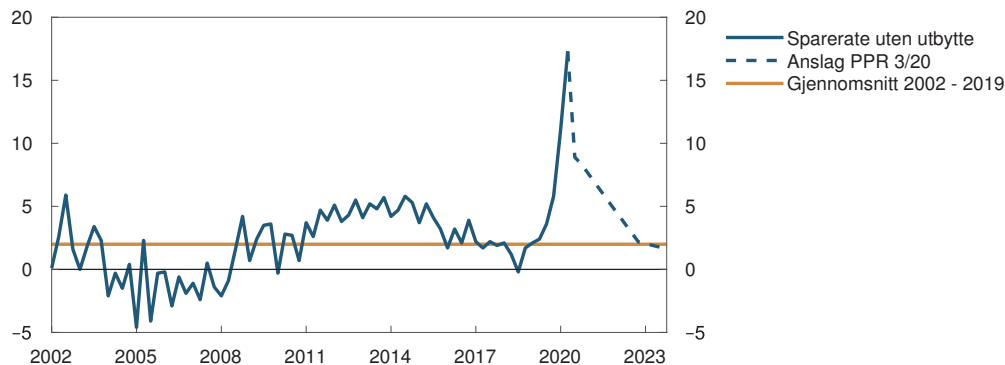


Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

¹ I beregningen av spareraten er det de inntektene husholdningene har krav på som inngår. Det fanges ikke opp når utbetalinger skjer. Den målte spareraten overdriver følgelig hvor mye midler husholdningene hadde tilgjengelig de første månedene etter nedstengningen.

Figur 3.5 Midlertidig høy sparing

Husholdningenes sparing uten utbytte. Andel av disponibel inntekt. Sesongjustert. Prosent



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

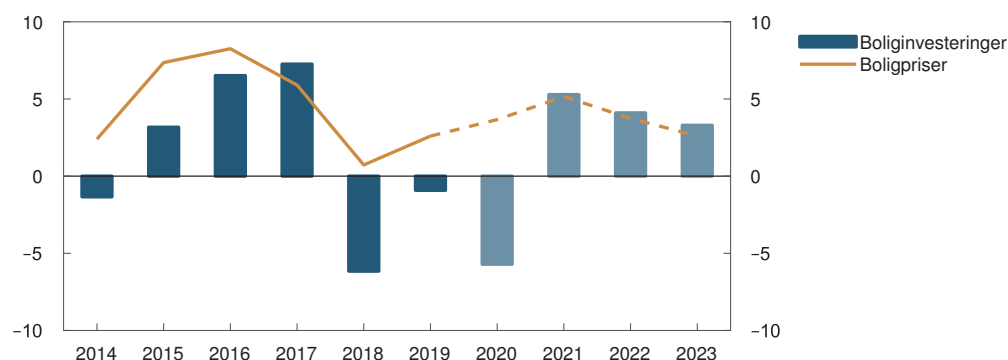
indikatorer for konsumenttillit på større optimisme enn på vårparten. Spareraten er imidlertid fortsatt høy. Det kan tilsa at smitteverntiltakene har vært den viktigste drivkraften for sparingen. Ferieturer og annet forbruk kan være utsatt i påvente av at tiltakene fjernes. For en del kan også frykten for å bli smittet bidra til at de unngår en del aktiviteter uavhengig av hvilke smitteverntiltak som gjelder.

Den høye sparingen gir husholdningene rom til å øke forbruket betydelig mer enn inntektene de nærmeste årene. Sysselsettingen tar seg opp i anslagene, men inntektsveksten dempes av utsikter til fortsatt lav lønnsvekst. Våre anslag innebærer at sparegraden avtar ned mot et historisk gjennomsnitt gjennom prognoseperioden.

Det er stor usikkerhet om hvordan husholdningene vil tilpasse seg fremover. Hvis mange ønsker å bruke av de midlene de har satt til side når smittevernsrestriksjonene eventuelt trappes ned, kan konsumet øke mye og sparingen i en periode bli klart lavere enn det vi nå legger til grunn. Om usikkerheten som en følge av koronautbruddet derimot fører til at husholdningene ønsker å ha større økonomiske buffere enn tidligere, kan veksten i konsumet bli svakere enn anslått. For utviklingen i produksjon og sysselsetting i Norge vil det i tillegg ha stor betydning hvor varige de vridningene vi har sett i konsumet i det siste vil være, se utdypingen på side 31.

Figur 3.6 Utsikter til høyere boliginvesteringer fremover

Boliginvesteringer og nominelle boligpriser. Årsvekst. Prosent



Kilder: Eiendom Norge, Eiendomsverdi, Finn.no, Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Utviklingen i boligmarkedet den siste tiden har likhetstrekk med det forløpet vi har sett i husholdningenes forbruk. Boligprisene falt i mars og april, men deretter har boligprisveksten tatt seg opp og vært høyere enn anslått i forrige rapport. Også omsetningen av nye og brukte boliger har hentet seg inn fra lave nivåer i mars og april.

Det er utsikter til at boligprisveksten kan bli høyere enn anslått i forrige rapport også noe fremover. Lavere renter og den midlertidige lettelsen av boliglånsforskriften, som varer ut september, kan ha stimulert boligmarkedet mer enn vi la til grunn. Den høyere betalingsviljen for bolig kan også ha sammenheng med økt bruk av hjemmekontor og at forbruksmulighetene har vært begrensede. Se kapittel 5 for en nærmere omtale av utviklingen i boligmarkedet.

I tillegg til at også igangsettingen av nye boliger har vært noe sterkere enn lagt til grunn, bidrar den økte boligprisveksten og høyere nyboligsalg til at vi har oppjustert anslagene på boliginvesteringene fremover. Økte utgifter til oppussing og vedlikehold trekker også opp boliginvesteringene. Det er fortsatt utsikter til at boliginvesteringene vil falle fra i fjor til i år, men fallet ser ut til å bli mindre enn lagt til grunn i forrige rapport. Vi venter klart positiv vekst gjennom resten av prognoseperioden, se figur 3.6.

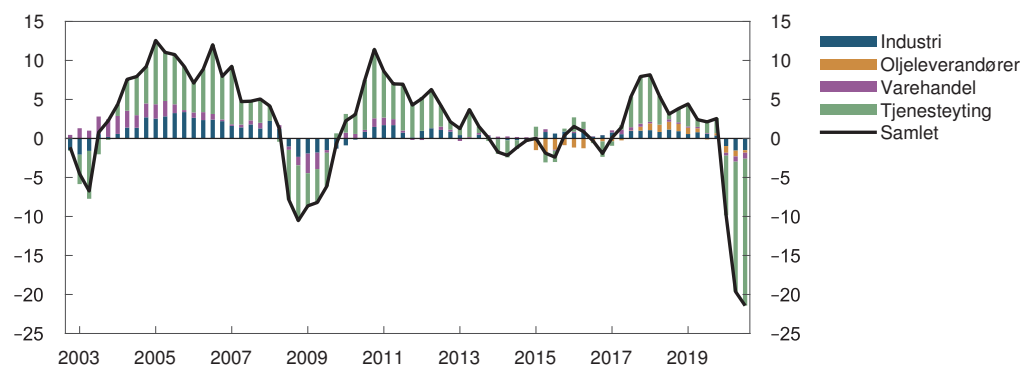
Fallende foretaksinvesteringer

Investeringene i fastlandsforetakene har så langt falt mindre enn vi anslo i forrige rapport, men det er utsikter til at utviklingen fremover kan bli svakere enn vi la til grunn. Kontaktene i vårt regionale nettverk har blitt mer pessimistiske siden den forrige runden i mai og har aldri rapportert om mer negative investeringsutsikter, se figur 3.7. Det er særlig de tjenesteytende bedriftene som venter lavere investeringer. Investeringstillingene for industri og kraftforsyning fra Statistisk sentralbyrå indikerer fallende investeringer både i år og neste år.

Mindre letevirksomhet som følge av fallet i oljeprisen fører til at investeringene på norsk sokkel går noe ned fra i fjor til i år, se figur 3.8. Ferdigstilling av flere store utbygginger anslås å gi videre fall de nærmeste årene, men i 2023 ligger det an til en klar oppgang. Investeringene i nye utbygginger øker markert i 2023. Det har sammenheng med at de midlertidige skattelettelsene som Stortinget vedtok før ferien, gjelder for alle nye utbygginger som kommer i gang innen utgangen av 2022. For øvrige investeringer gjelder endringene i år og neste år. Sammenlignet med anslagene i forrige rapport er investeringene i år og neste år i sum om lag uendret, men deretter anslår vi noe høyere investeringer. Høyere priser på olje og gass bidrar til oppjusteringen.

Figur 3.7 Bedriftene venter investeringsfall

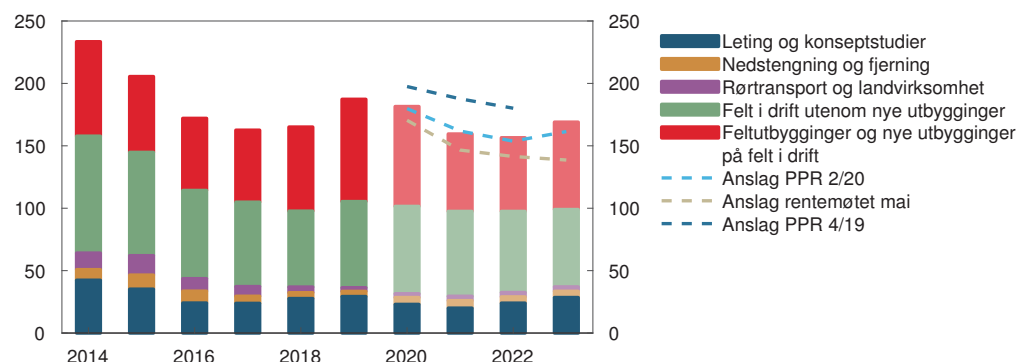
Forventede endringer i investeringer neste 12 måneder. Prosent



Kilde: Norges Bank

Figur 3.8 Petroleumsinvesteringene avtar

Petroleumsinvesteringer. Faste 2020-priser. Mrd. kroner



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Utenrikshandelen øker igjen

Det markerte aktivitetsfallet hos våre handelspartnere, nedgangen i oljeprisen og restriksjonene på internasjonale reiser bidro til at eksporten fra fastlandsbedriftene falt med nesten 15 prosent i løpet av første halvår i år. Turismen gikk mest ned, men de fleste næringer opplevde svikt i etterspørselen fra utlandet. Ettersom etterspørselen hos våre handelspartnere nå er på vei opp igjen, anslås også eksporten å øke fra og med tredje kvartal i år. Likevel ligger eksporten an til å falle med nesten 9 prosent fra i fjor til i år, noe som vil være det største eksportfallet siden krigen.

Gjeninnhentingene de kommende årene dempes av en noe sterkere kronekurs enn lagt til grunn i forrige rapport. Oljeprisen har økt noe siden forrige rapport, men utsikter til forholdsvis lave priser i de kommende årene bidrar til at eksporten fra oljeleverandørene vil vokse mindre enn den øvrige eksporten.

Importen falt enda mer enn eksporten i første halvår i år, men fremover anslår vi at importen vil tilta markert. Høyt varekonsum bidrar til dette. En del bedrifter tærte trolig på varelagrene i første halvår. Utover i prognoseperioden legger vi til grunn at økt reisevirksomhet vil gi sterk vekst i husholdningenes kjøp i utlandet.

Mindre økning i oljepengebruken enn antatt

Gjennom finanspolitikken er det iverksatt omfattende tiltak for å redusere de økonomiske konsekvensene av virusutbruddet. Tiltakene består i hovedsak av nye og utvidede støtteordninger for husholdninger og bedrifter, men bevilgningene er økt også til sykehus, kommuner og andre deler av det offentlige som har fått ekstra oppgaver som følge av virusutbruddet. I tillegg er det etablert flere statlige låne- og garantiordninger, og innbetalingene av en rekke skatter og avgifter har blitt utsatt.

Selv om Regjeringen la frem nye og utvidede tiltak i en stortingsproposisjon den 21. september, ser de økonomiske tiltakene i sum ut til å bli mindre kostbare for staten enn det som ble lagt til grunn i stortingsvedtakene i juni. Det er også utsikter til lavere vekst enn ventet i etterspørselen fra offentlig forvaltning i år. Dette bidrar til at bruken av oljepenger, målt ved det strukturelle, oljekorrigerte underskuddet, i denne rapporten anslås å utgjøre 3,8 prosent av verdien av Statens pensjonsfond utland i år, ned fra et anslag på 4,3 prosent i forrige rapport. Bruken av oljepenger er også nedjustert de kommende årene, se tabell 3 på side 59.

Utgiftene til de særskilte støttetiltakene vil falle i takt med at den økonomiske aktiviteten tar seg opp, men som i forrige rapport legger vi til grunn at dette i noen grad oppveies av høyere offentlig etterspørsel. Dette er i tråd med en beregningsteknisk forutsetning der det strukturelle underskuddet avtar gradvis som andel av fondsverdien fremover. Forutsetningen innebærer likevel at underskuddet vil ligge noe over 3-prosentbanen også i 2023.

Høy arbeidsledighet og lav sysselsetting

Den sterke økningen i den registrerte arbeidsledigheten i etterkant av nedstengningen i mars har blitt gradvis reversert de siste månedene, men den 15. september var fortsatt 204 000 personer registrert som helt ledige, delvis ledige eller arbeidssøkere på tiltak hos NAV. Det tilsvarer 7,2 prosent av arbeidsstyrken, se figur 3.9. Vi må tilbake til 1990-tallet for å finne forrige gang arbeidsledigheten i Norge var like høy. 3,8 prosent var registrert som helt ledige i midten av september.

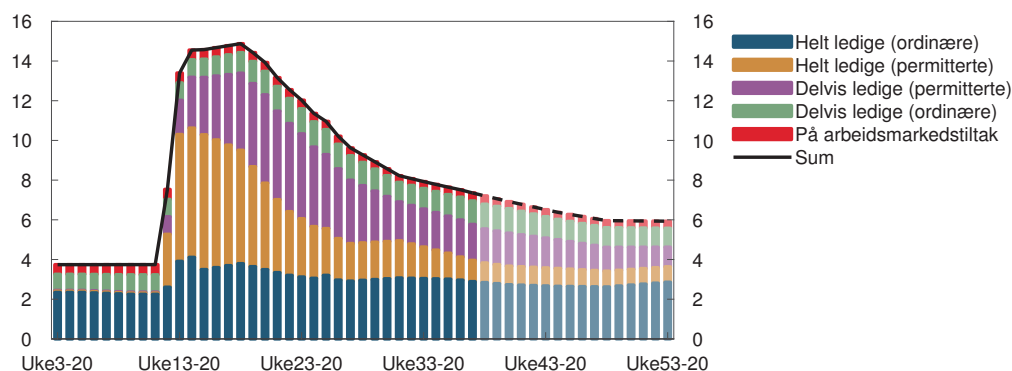
Arbeidsledigheten ble drevet opp av et stort antall permitteringer i mars og april. Siden den gang har mange kommet tilbake i jobb, men den 15. september var fortsatt 77 000 arbeidstakere permittert. Et flertall av disse var delvis permittert. Ordningen med lønns-tilskudd til bedrifter som tok tilbake egne permitterte i juli og august, kan ha vært med på å redusere arbeidsledigheten de siste månedene.

Det er utsikter til at arbeidsledigheten vil fortsette å falle utover høsten, men ikke like raskt som i de siste månedene. At den maksimale permitteringsperioden utvides fra 26 til 52 uker, kan bidra til å dempe nedgangen, men på den annen side legges det nå opp til at bedrifter som tar tilbake permitterte kan få lønnsstøtte for oktober, november og desember. Vi venter at antall permitterte vil falle videre, men at sysselsettingsveksten utover dette vil være moderat. Antall ledige stillinger falt med nesten en fjerdedel i andre kvartal, og signalene fra kontaktene i vårt regionale nettverk tyder ikke på mange nyansettelser fremover. I industrien og blant oljeleverandørene regner kontaktene med at sysselsettingen vil falle. Vi anslår at summen av helt ledige, delvis ledige og ledige på tiltak kommer under 6 prosent mot slutten av året.

Den gradvise nedgangen i den registrerte ledigheten ventes å fortsette de nærmeste årene, men det er utsikter til at ledigheten vil holde seg høyere enn før virusutbruddet gjennom hele prognoseperioden. Ledigheten har falt noe mer enn lagt til grunn i forrige rapport de siste ukene, men anslagene for de kommende årene er om lag uendret.

Figur 3.9 Fortsatt høy arbeidsledighet

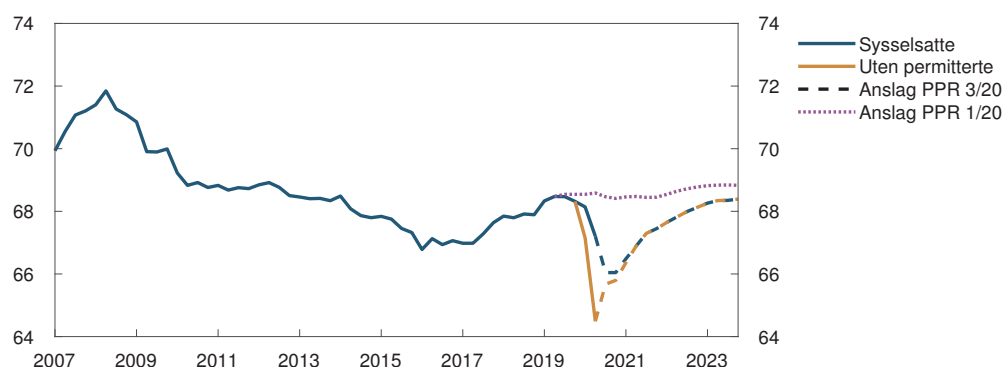
Registrerte arbeidsledige som andel av arbeidsstyrken etter grupper. Ujustert. Prosent



Kilder: NAV og Norges Bank

Figur 3.10 Lavere sysselsetting enn før virusutbruddet

Sysselsatte som andel av befolkning (15 – 74 år). Sesongjustert. Prosent



Kilder: NAV, Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Ledighetsøkningen i vår gjenspeiles bare til dels i sysselsettingstallene i nasjonalregnskapet, som viste et fall på 1,4 prosent i løpet av første halvår. Det skyldes at de permitterte regnes som sysselsatte i inntil tre måneder av permitteringsperioden i tallene fra Statistisk sentralbyrå mens de er ledige fra første dag i NAV-tallene.

I løpet av tredje kvartal vil de fortsatt helt permitterte fra mars og april ikke lenger bli regnet som sysselsatte. Det bidrar til at den målte sysselsettingen vil falle fra andre til tredje kvartal selv om mange faktisk kommer tilbake i arbeid og den registrerte arbeidsledigheten går mye ned, se figur 3.10. I fjerde kvartal er det derimot utsikter til at også den målte sysselsettingen vil gå opp, og oppgangen anslås å fortsette i de kommende årene.

Målt som andel av befolkningen er det ikke utsikter til at sysselsettingen kommer opp på det samme nivået som vi anslo i rapporten fra mars i år, som ble utarbeidet før nedstengningen den 12. mars. Langvarig arbeidsledighet kan i seg selv redusere sannsynligheten for å komme tilbake i jobb. Samtidig vil koronautbruddet trolig bidra til at en del arbeidstakere må omstille seg til nye jobber, og erfaringene viser at det kan ta tid.²

Fortsatt lav kapasitetsutnyttning

Det er utfordrende å anslå kapasitetsutnyttningen i en økonomi, og koronautbruddet har gjort utfordringene større. Vår samlede vurdering er likevel at kapasitetsutnyttningen i norsk økonomi fortsatt er svært lav selv om den øker klart fra andre til tredje kvartal i år. Vi venter at kapasitetsutnyttningen tar seg videre opp fremover. Likevel er det først helt mot slutten av prognoseperioden at vi nærmer oss en mer normal ressursutnyttelse.

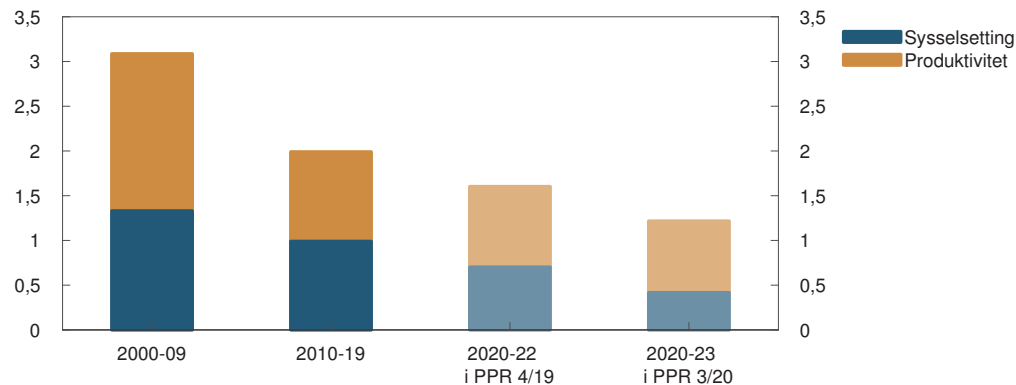
Vi har oppjustert anslaget for kapasitetsutnyttningen i tredje kvartal i år noe som en følge av nedgangen i arbeidsledigheten i det siste. Den økte smittespredningen siden juli demper den videre oppgangen, men utsikter til noe høyere vekst utover i prognoseperioden, blant annet som en følge av økt sannsynlighet for at en vaksine blir bredt tilgjengelig allerede neste år, bidrar til at kapasitetsutnyttningen etter hvert blir noe høyere enn anslått i juni.

Vi tar utgangspunkt i et bredt sett av indikatorer når vi beregner kapasitetsutnyttningen, se boksen på side 27, men koronautbruddet har endret sammenhengen mellom flere av

² Se også utdypingen «Langvarige konsekvenser for sysselsettingen?» i Pengepolitisk rapport 2/20.

Figur 3.11 Lavere vekstpotensial

Anslått gjennomsnittlig årlig potensiell vekst fordelt på sysselsetting og produktivitet. Prosent



Kilde: Norges Bank

disse størrelsene. Under tidligere økonomiske tilbakeslag i Norge har vi for eksempel sett at en del har trukket seg ut av arbeidsstyrken, blant annet for å studere, for så å komme tilbake når konjunktorene bedres. I de siste nedgangskonjunktorene har også arbeidsinnvandringen falt. Det har bidratt til at svingningene i arbeidsledigheten gjerne har vært små sammenlignet med utslagene i produksjon, sysselsetting og kapasitetsutnyttning.

De som blir permittert og derfor fortsatt er i et ansettelsesforhold, vil imidlertid på helt kort sikt i liten grad gå ut av arbeidsstyrken. Med utgangspunkt i historiske mønstre kan dermed en økning i NAV-ledigheten som er drevet av et usedvanlig høyt antall permitteringer, overdrive nedgangen i kapasitetsutnyttningen.

Tilsvarende har vi også lagt en del vekt på tall fra vårt regionale nettverk. Resultatene fra den siste runden tilsier at kapasitetsutnyttningen økte fra andre til tredje kvartal, men indikerer isolert sett en betydelig høyere kapasitetsutnyttning enn det vi anslår. Tallene fra nettverket fanger imidlertid bare opp hvor stor andel av bedriftene som opplever kapasitetsbegrensninger. Hvor langt unna kapasitetsgrensene de ulike bedriftene er, registreres ikke. Det er en utfordring når noen få næringer opplever svært store produksjonsfall.

Den aktuelle vurderingen av kapasitetsutnyttningen baserer seg særlig på at høy arbeidsledighet og lav sysselsetting indikerer at det er mye ledige ressurser i arbeidsmarkedet. Samtidig innebærer anslagene at den kraftige nedgangen vi nå er inne i, vil dempe veksten i økonomiens produksjonspotensial de neste årene. Anslagene for den potensielle veksten er noe lavere enn i Pengepolitisk rapport 4/19, og innebærer en potensiell vekst som er under halvparten av hva den var på 2000-tallet, se figur 3.11.

Vi har nedjustert anslagene for både produktiviteten og sysselsettingspotensialet etter koronautbruddet. Nedleggelse og konkurser kan gi varig tap av produksjonskapital, noe som sammen med lavere investeringer kan redusere produktiviteten. Foruten at det kraftige tilbakeslaget i seg selv kan redusere sysselsettingspotensialet, dempes veksten også av utsikter til lavere innvandring.

PRODUKSJONGAP

Produksjonsgapet, eller kapasitetsutnyttningen, uttrykker hvor mye av de samlede ressursene i økonomien som er i bruk. Produksjonsgapet er definert som forskjellen mellom den faktiske produksjonen (BNP) og produksjonspotensialet i økonomien. Økonomiens produksjonspotensial er det høyest mulige produksjonsnivået som er forenlig med stabil pris- og lønnsvekst. Over tid bestemmes veksten i produksjonspotensialet av trendveksten i sysselsettingen og produktiviteten.

Produksjonsgapet er en sentral størrelse i pengepolitikken. I rentesettingen legger vi vekt på å jevne ut svingninger i produksjon og sysselsetting. For å oppfylle dette sikter vi mot å holde produksjonsgapet nær null. Det omtaler vi gjerne som normal kapasitetsutnyttning.

Hvis vi forsøker å holde produksjon og sysselsetting høyere enn dette, kan lønns- og prisveksten bli for høy. Produksjonsgapet er derfor også en viktig indikator for fremtidig inflasjon og er knyttet til Norges Banks mål om å sikre lav og stabil inflasjon.

Produksjonspotensialet og produksjonsgapet kan ikke observeres og må derfor anslås. Våre anslag på produksjonsgapet i nåtid er resultat av en samlet vurdering av en rekke indikatorer og modeller. I vurderingen legger vi særlig vekt på utviklingen i arbeidsmarkedet.

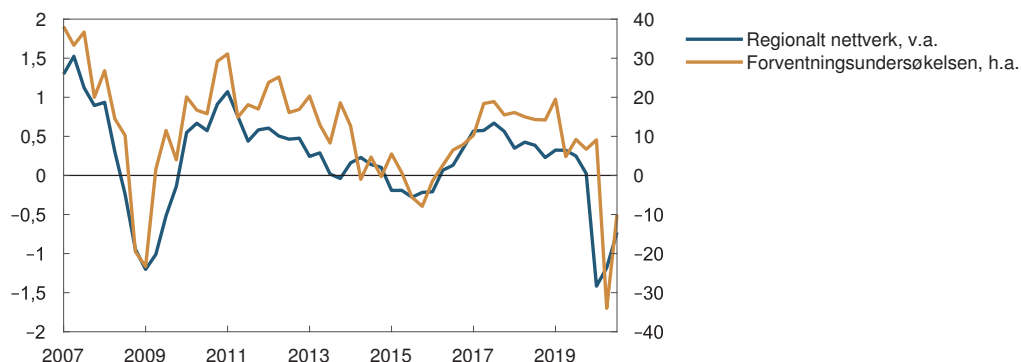
3.2 Kostnader og priser

Lav lønnsvekst

Etter oppgang i lønnsveksten de siste tre årene ser det ut til at lønnsveksten vil avta betydelig i år. På bakgrunn av lønnsoppgjøret i frontfaget ble lønnsrammen for industrien for 2020 satt til 1,7 prosent. Så langt har alle øvrige oppgjør holdt seg innenfor rammen. Nedgangen i lønnsveksten må ses i lys av at virusutbruddet har medført en kraftig oppgang i arbeidsledigheten og en markert svekkelse av lønnsomheten i næringslivet, se figur 3.12.

Figur 3.12 Fortsatt svak lønnsomhet

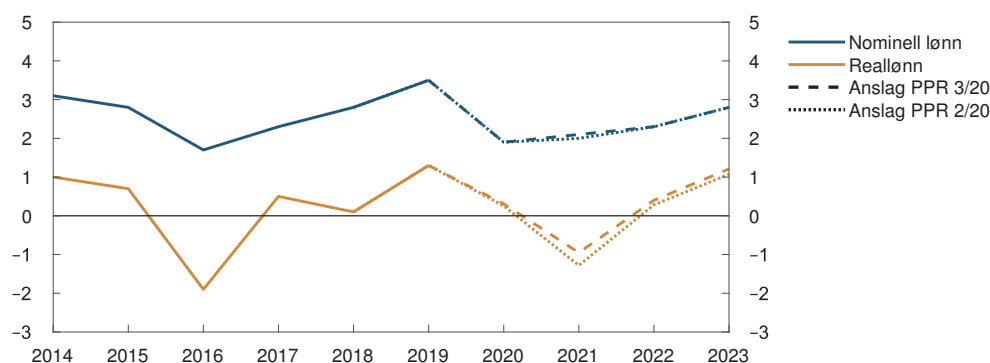
Endring i driftsmarginen ifølge bedrifter i Regionalt nettverk og Forventningsundersøkelsen



Kilder: Epinion og Norges Bank

Figur 3.13 Lav lønnsvekst fremover

Lønn. Årsvekst. Prosent



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Det er i år uvanlig stor usikkerhet knyttet til lønnsvekst som skyldes andre forhold enn de sentrale lønnstilleggene, også kalt lønnsglidning. Dette omfatter blant annet virkningen av lokale lønnstillegg og sammensetningseffekter. Siden mars har det vært et betydelig fall i sysselsettingen for personer med lavt lønnsnivå. Det fører til at det gjennomsnittlige lønnsnivået øker selv når lønnen for hver enkelt sysselsatt er uendret. Denne effekten fanges opp på forskjellige måter i de ulike lønnsstatistikkene, og gjør at løpende indikatorer nå gir et uvanlig sprikende bilde av lønnsutviklingen. Vi har lagt til grunn at slike effekter vil føre til at lønnsveksten, slik den måles i nasjonalregnskapet, blir noe høyere enn rammen i lønnsoppgjøret. Vårt lønnsanslag på 1,9 prosent er uendret fra forrige rapport, se figur 3.13. Anslaget er om lag i tråd med Norges Banks forventningsundersøkelse og bedriftene i Regionalt nettverk.

I årene fremover ventet vi at lønnsveksten øker gradvis i takt med at aktiviteten i økonomien tar seg opp, men at fortsatt ledig kapasitet, lav lønnsomhet og lav produktivtetsvekst vil dempe oppgangen. Neste år ventet vi at mange lavtlønnede kommer i arbeid igjen, slik at deler av sammensetningseffektene fra i år blir reversert. Samlet sett ventet vi likevel at årslønnsveksten vil øke litt fra i år til neste år. Vi legger til grunn at lønnsrammen neste år blir høyere enn anslått lønnsvekst.

Importpriser løfter prisveksten

Den underliggende prisveksten har tiltatt siden mars i år, målt ved konsumprisindeksen justert for avgiftsendringer og uten energivarer (KPI-JAE). I august var tolv månedersveksten i KPI-JAE 3,7 prosent, noe høyere enn ventet. Samtidig var tolv månedersveksten i konsumprisindeksen (KPI) 1,7 prosent, litt lavere enn anslått i junirapporten. Gjennomsnittet av tolv månedersveksten i andre indikatorer for underliggende inflasjon var 3,1 prosent i august, og veksten var lavere enn veksten i KPI-JAE for samtlige indikatorer, se figur 3.14.³

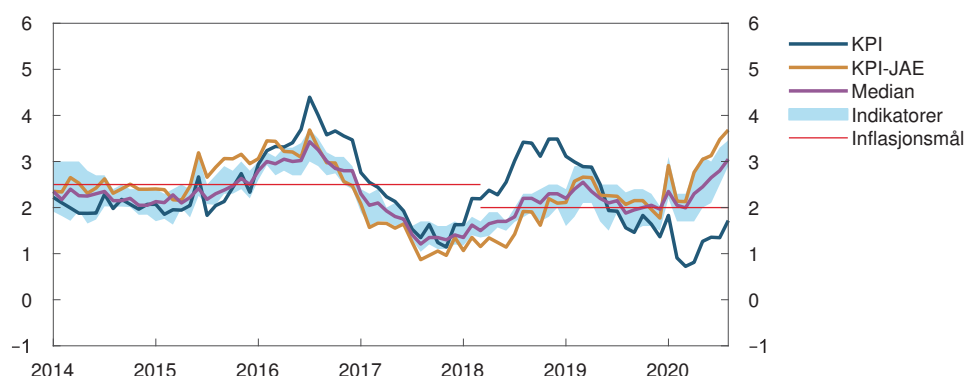
Virusutbruddet har påvirket målingen av konsumprisene i år, se boks på side 30. Det gjør at det er knyttet større usikkerhet til målingen av prisene enn normalt.

Siden forrige rapport har prisene på importerte varer i KPI-JAE økt mer enn ventet, mens prisveksten på norskproduserte varer og tjenester har utviklet seg om lag som lagt til grunn, se figur 3.15. Oppgangen i importprisene må ses i sammenheng med den betydelige

³ For en nærmere gjennomgang av ulike indikatorer, se Husabø, E. (2017) «Indikatorar for underliggjande inflasjon i Noreg» Staff Memo 13/2017. Norges Bank»

Figur 3.14 Andre indikatorer for underliggende inflasjon ligger under KPI-JAE

KPI og indikatorer for underliggende inflasjon. Tolvmånedersvekst. Prosent



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

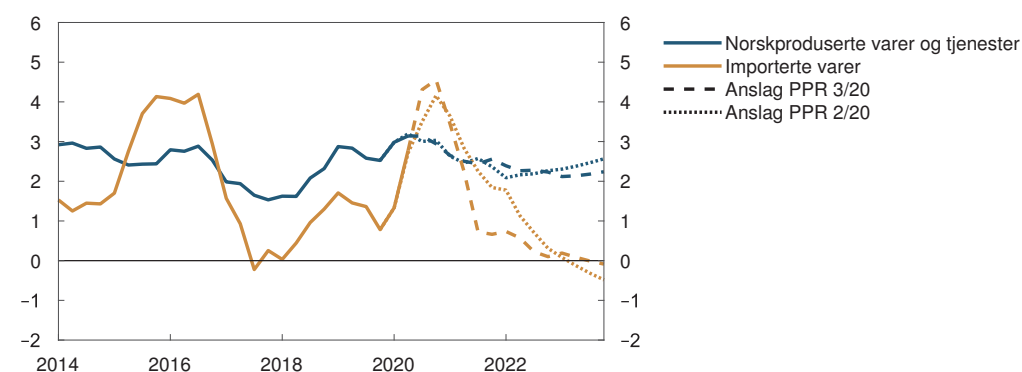
svekkelsen av kronkursen tidligere i år. Gjennomslaget fra kronkursen til importprisene har gjennom våren og sommeren vist seg å komme noe raskere enn vi har lagt til grunn.

Så langt i år har den innenlandske prisveksten holdt seg nær 3 prosent, til tross for at kapasitetsutnyttingen i norsk økonomi har falt markert. For enkelte næringer kan økte kostnader knyttet til smittevern ha bidratt til å holde prisveksten oppe. I tillegg kan midlertidige avgiftsreduksjoner ha trukket den avgiftsjusterte prisveksten opp, se boks på side 30.

Vi venter at veksten i KPI-JAE vil holde seg nokså stabil den nærmeste tiden og ligge over inflasjonsmålet det neste året. Fremover ser vi for oss at effekten av kronesvekkelsen på importert prisvekst blir mindre. Sammen med utsikter til lav lønnsvekst venter vi at dette vil bidra til at prisveksten gradvis avtar til nær 1,5 prosent mot slutten av prognoseperioden. Vi venter at kronkursen vil holde seg litt sterkere enn anslått i juni. Det tilsier at nedgangen i den importerte prisveksten vil bli litt større enn vi tidligere anslo. Samtidig har gjennomslaget til importprisene så langt i år kommet raskere enn ventet, og det er en risiko for at prisveksten også den nærmeste tiden kan bli høyere enn det vi nå ser for oss. Vi tror likevel ikke at det langsiktige gjennomslaget vil bli større enn det historiske erfaringer skulle tilsi.

Figur 3.15 Høyere importert inflasjon

Norskproduserte varer og tjenester og importerte varer i KPI-JAE. Firekvartalersvekst. Prosent



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Økte kostnader som følge av virusutbruddet kan bidra til høy prisvekst på enkelte varer og tjenester også fremover. Vi tror samtidig at lav kapasitetsutnyttning og svak lønnsvekst vil trekke i motsatt retning og bidra til at den innenlandske prisveksten likevel avtar noe i årene fremover.

Det siste året har lave strømpriser bidratt til å dempe KPI-veksten. Fremover legger til grunn at energiprisene vil tilta i takt med det terminprisene for elektrisitet og drivstoff nå indikerer. Det vil bidra til en oppgang i KPI-veksten det kommende året, før prisveksten ventes å avta gradvis utover i prognoseperioden.

Med utviklingen vi nå anslår i KPI og lønnvekst, vil vi få en svakt positiv reallønnsvekst i år. Neste år ser vi for oss at økt prisvekst som følge av blant annet høyere energipriser vil bidra til at reallønningene avtar. Deretter venter vi at reallønnsveksten tar seg klart opp mot slutten av prognoseperioden. Anslagene for reallønnsveksten er litt oppjustert fra forrige rapport. Det kan ses i sammenheng med at oljeprisen er noe høyere enn i juni, samt utsikter til litt høyere kapasitetsutnyttning enn tidligere ventet.

Litt høyere inflasjonsforventninger

Ifølge Norges Banks forventningsundersøkelse falt de langsiktige inflasjonsforventningene etter at inflasjonsmålet ble redusert til 2 prosent i mars 2018. Det siste halvåret har forventningene steget litt. Partene i arbeidslivet venter nå at inflasjonen om fem år vil være 2,5 prosent, mens økonomer i akademia og finansnæringen samlet venter en inflasjon om fem år på 2,1 prosent.

MÅLING AV KPI UNDER KORONAUTBRUDDET

KPI består av en varekurv med tilhørende vekt som skal reflektere varene og tjenestene som inngår i husholdningenes konsum. Vektene oppdateres i januar hvert år og ligger fast gjennom året. Virusutbruddet og de omfattende smitteverntiltakene har påvirket husholdningenes forbruk, og omsetningen av enkelte tjenester har i perioder ikke vært mulig å måle da de ikke har vært omsatt. Prisveksten for flere tjenester har derfor blitt fremskrevet med endringen i total KPI eller basert på sesongfaktorer. Etter hvert som tjenester gradvis har blitt tilgjengelige igjen, har de inngått som normalt i KPI. I august inngikk de fleste tjenester som normalt i KPI, men idrettsarrangementer og flere tjenester knyttet til reiseliv blir fortsatt særskilt behandlet. I august utgjorde tjenester der det var tilnærmet fullt bortfall av konsum i underkant av 3 prosent av total KPI.

Også endrede avgiftssatser har påvirket prisveksten siden virusutbruddet i vår. På varer og tjenester med lav sats for merverdiavgift (MVA) er avgiften redusert fra 12 til 6 prosent i perioden fra 1. april til 31. oktober i år. Det gjelder blant annet persontransport og overnatting, samt adgang til kino, idrettsarrangementer, fornøyelsesparker og opplevelsesentre. Dersom bedriftene reduserer sine utsalgspriser mindre enn reduksjonen i MVA-satsen isolert sett skulle tilsi, vil det avgiftsjusterte prisnivået alt annet likt øke. SSB har ikke avgiftsjustert priser som er blitt fremskrevet, kun priser som er blitt målt. I takt med at priser har gått fra å bli estimert til å bli målt igjen, kan effekten av avgiftsreduksjonen ha trukket prisveksten målt ved KPI-JAE opp.

HUSHOLDNINGENES KONSUM UNDER KORONA

Husholdningenes konsum utgjør om lag halvparten av den samlede etterspørselen fra fastlandsøkonomien, og var i 2019 på nær 1500 milliarder kroner. I nasjonalregnskapet beregnes husholdningenes konsum som summen av vare- og tjenestekonsum i Norge, i tillegg til husholdningenes konsum i utlandet fratrukket utlendingers konsum i Norge.

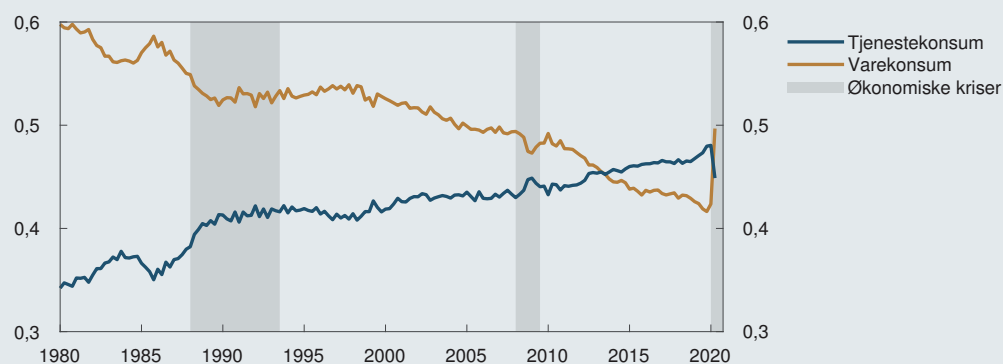
Varekjøp har over tid utgjort en synkende del av husholdningenes samlede konsum, se figur 3.A. Denne trenden snudde brått i mars. Etter koronautbruddet har husholdningene økt sine kjøp av varer og redusert sine kjøp av tjenester. Det har sammenheng med at myndighetenes smitteverntiltak i mindre grad har påvirket varehandelen, mens mange tjenesteytende bedrifter, som hoteller, restauranter og frisører, ble stengt eller måtte redusere sitt tilbud. Delvis stengte grenser har trolig løftet både vare- og tjenestekonsum i Norge.

Utviklingen i vare- og tjenestekonsumet under koronapandemien står i sterk kontrast til tidligere nedgangskonjunkturer, se figur 3.B. Under både bank- og finanskrisen var nedgangen i totalt konsum drevet av at husholdningene kuttet ned på kjøp av varer, særlig bilkjøp og andre dyre forbruksvarer, mens positiv vekst i tjenestekonsumet dempet fallet. Etter koronautbruddet er det derimot en brå nedgang i tjenestekonsumet og et bortfall av konsum i utlandet som har trukket samlet konsum ned, mens en sterk vekst i varekonsumet har dempet fallet.

Fordi det er store forskjeller i importinnholdet i de ulike konsumgruppene, vil sammensetningen av totalt konsum ha betydning for hvilke impulser etterspørselen gir til norsk økonomi. En stor del av varene som selges i norske butikker blir produsert i utlandet, og for samlet varekonsum er importandelen på nesten 50 prosent. Selv om varekonsumet var nær 10 prosent høyere i juli enn i februar, demper det høye importinnholdet de positive impulsene til veksten i fastlandsøkonomien. Tjenestekonsumet har et mye lavere innslag av import og har samlet en importandel på 12 prosent. Utviklingen i tjenestekonsumet, som var 15 prosent lavere i juli enn i februar, slår derfor mer direkte ut i fastlandsøkonomien.

Figur 3.A Brått omslag i konsumsammensetningen

Vare- og tjenestekonsum som andel av totalt privat konsum. Sesongjustert



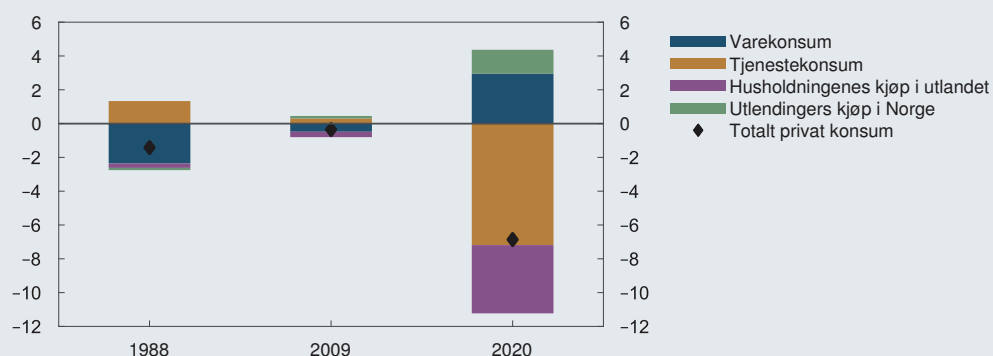
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Til tross for at økt varekonsum og mindre konsum i utlandet isolert sett er positivt for aktivitetsutviklingen her hjemme, dominerer den negative utviklingen i tjenestekonsumet det samlede konsumbidraget til BNP-veksten. For 2020 venter vi at fallet i husholdningenes konsum isolert sett vil trekke ned veksten i BNP med om lag 3 prosentenheter når vi korrigerer for importinnhold. Dersom sammensetningen av konsumfallet vi anslår i år hadde vært som under bank- og finanskrisen, kunne det isolert sett redusert BNP-fallet i år med om lag 1 prosentenheter. I tillegg til høyt importinnhold er avgiftsnivået for varer jevnt over høyere enn for tjenester. En betydelig del av den økte omsetningen i varehandelen går som avgiftsinntekter til staten. Siden avgifter inngår i BNP, innebærer dette at forskjellen mellom impulsene til aktivitet og sysselsetting i privat sektor er enda større enn det importkorrigerede konsumbidraget indikerer.

Bidraget fra konsumet til aktiviteten i økonomien fremover vil avhenge av utviklingen i vare- og tjenestekonsumet i tillegg til nordmenns konsum i utlandet. Når vi gir anslag for varekonsumet på kort sikt, benytter vi korttransaksjonsdata via BankAxept. Disse dataene har vist seg å gi pålitelig informasjon om utviklingen i varekonsumet om lag halvannen måned før offisiell statistikk foreligger.¹ Oppdaterte tall for kortbruk tilsier at varekjøpene holdt seg oppe på et høyt nivå i august og første halvdel av september. For å gi anslag på tjenestekonsumet er vi også avhengig av andre statistikkilder, siden kun en liten del av tjenestekonsumet fanges opp av korttransaksjonsdata. Her er informasjon fra vårt regionale nettverk sentralt i vurderingene. I juli var det i hovedsak tjenester tilknyttet hotell og restaurant, kultur og fritid og passasjertransport som lå markert under nivåene før koronautbruddet. Kontaktene i Regionalt nettverk i disse næringene venter samlet et fall i aktiviteten utover høsten, noe som er en klar nedjustering fra intervju-runden før sommeren.

Figur 3.B Historisk sterkt konsumfall i år

Bidrag til årsvekst i privat konsum. Faste priser. Prosentpoeng

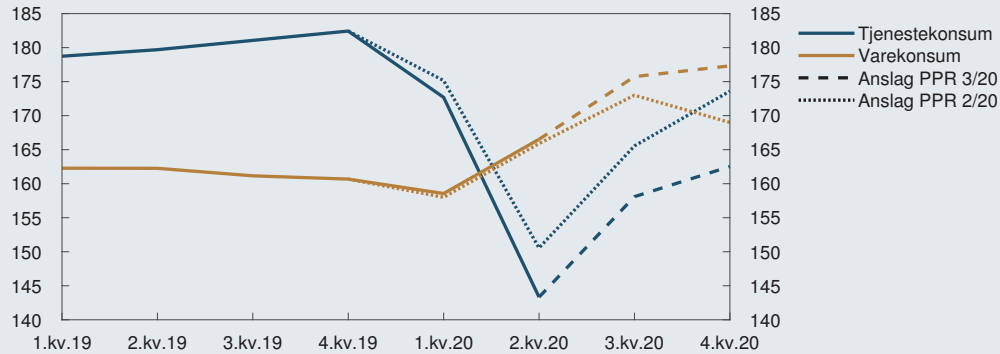


Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

¹ Se Fastbø, T. og K. N. Torstensen (2020) «Kortbruk gir rask informasjon om husholdningenes forbruk». Innlegg publisert på Bankplassen blogg 26. august 2020.

Figur 3.C Svak utvikling i tjenestekonsumet

Vare- og tjenestekonsum. Faste priser. Sesongjustert. Mrd. kroner



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Utviklingen den nærmeste tiden vil avhenge av smitteforløp og myndighetenes smitteverntiltak. Smitten har tiltatt etter sommeren og myndighetene har innført strengere smitteverntiltak på enkelte områder, samtidig som videre lettelsener er satt på vent. Basert på dette og signalene fra Regionalt nettverk tror vi at det kan ta noe lengre tid før tjenestekonsumet tar seg opp enn anslått i forrige rapport, se figur 3.C. Fortsatt stengte grenser vil bidra til å holde nordmenns konsum i utlandet på svært lave nivåer. Siden husholdningene under koronapandemien har vridd sin etterspørsel mot kjøp av varer når tjenestetilbudet er begrenset og grensene er delvis stengt, har vi oppjustert anslagene våre for varekonsumet for fjerde kvartal. Samlet venter vi at konsumbidraget til BNP blir svakere enn anslått i forrige rapport. Usikkerheten om smitteforløpet er imidlertid stor. Dersom smitteverntiltakene slippes opp tidligere enn vi nå legger til grunn, vil konsumbidraget kunne ta seg opp raskere.

4 Pengepolitisk analyse

Styrringsrenten ble holdt uendret på null prosent på rentemøtet 23. september. Prognosen tilsier at renten vil bli værende på dagens nivå en god stund fremover. Pengepolitikken er svært ekspansiv og støtter opp under videre vekst i produksjon og sysselsetting.

Prognosen for styrringsrenten er lite endret fra juni og innebærer en rente på dagens nivå de neste par årene. Deretter øker renten gradvis etter hvert som aktiviteten nærmer seg et mer normalt nivå.

4.1 Mål og tilbakeblikk

Lav og stabil inflasjon

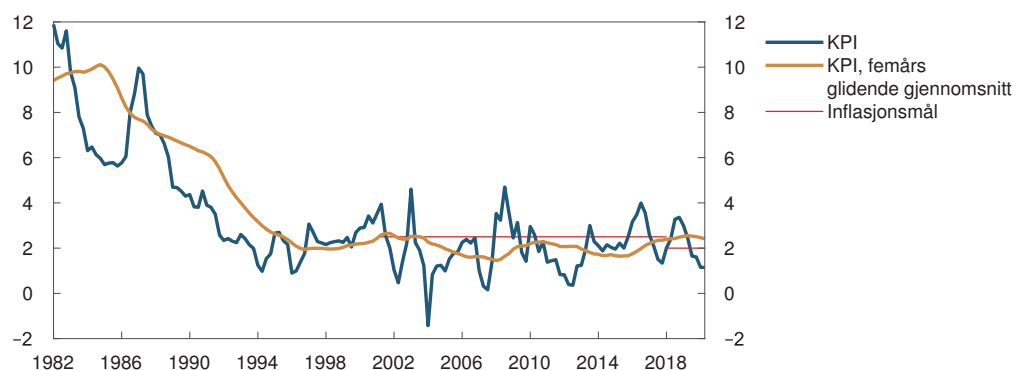
Det overordnede målet for pengepolitikken er lav og stabil inflasjon. Fra innføringen av inflasjonsmålet i 2001 var det operative målet en årsvekst i konsumprisene på 2,5 prosent. I mars 2018 ble måltallet endret til 2 prosent. Årsveksten i konsumprisene har i gjennomsnitt vært om lag 2 prosent siden 2001, se figur 4.1.

Inflasjonsstyringen skal være fremoverskuende og fleksibel, slik at den kan bidra til høy og stabil produksjon og sysselsetting samt til å motvirke oppbygging av finansielle ubalanser. Erfaringen fra de siste 20 årene er at en fleksibel praktisering av inflasjonsstyringen har bidratt til å dempe konjunktursvingningene i norsk økonomi. Mål og avveininger i pengepolitikken er nærmere beskrevet i ramme på side 43.

En svært ekspansiv pengepolitikk

Ved inngangen til 2020 var styrringsrenten på 1,5 prosent, og våre anslag for norsk økonomi fra desember 2019 tilsa at produksjonsgapet var svakt positivt og ville avta til et normalt nivå. Inflasjonen ble anslått å forbli nær inflasjonsmålet. Slik gikk det ikke. Koronapandemien utløste et kraftig økonomisk tilbakeslag, både i Norge og internasjonalt. Styrringsrentene verden over ble satt ned til nivåer som ligger på eller nær det sentral-

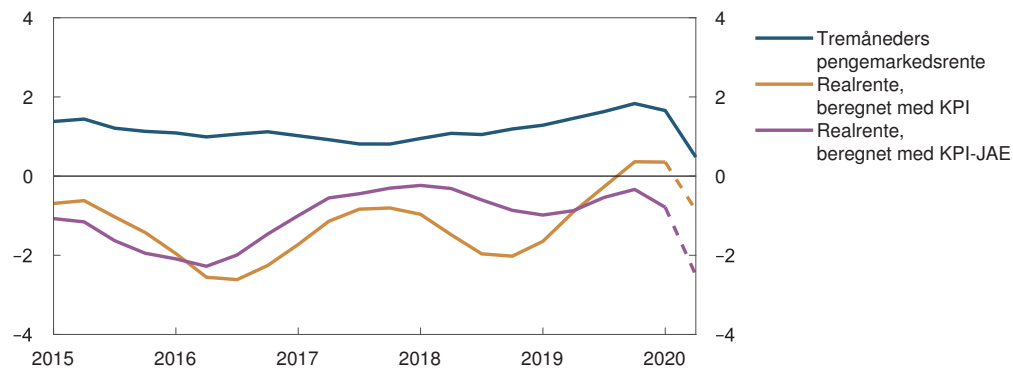
Figur 4.1 Inflasjonen i gjennomsnitt nær målet
Konsumprisindeksen (KPI). Firekvartalersvekst. Prosent



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 4.2 Realrenten har falt

Tremåneders pengemarkedsrente og realrenter. Prosent



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

bankene selv vurderer som en nedre grense, i et forsøk på å dempe utslagene av pandemien. I Norge ble styringsrenten redusert til 0,25 prosent i mars, og ytterligere til null prosent i mai. Siden har renten vært uendret.

Både den nominelle renten og realrenten kan ha betydning for hvordan pengepolitikken virker inn i økonomien. Realrenten er nominell rente fratrukket forventet inflasjon. Den nøytrale realrenten er den renten som over tid virker verken ekspansivt eller kontraktivt på økonomien. Vi anslår at den nøytrale realrenten i Norge, målt som tremåneders pengemarkedsrente fratrukket forventet inflasjon, er nær null, men anslaget er forbundet med stor usikkerhet, se utdyping på side 40. Det innebærer at realrenten trolig lå nær et nøytralt nivå før koronapandemien, se figur 4.2.

Rentekuttene i vår gjorde pengepolitikken svært ekspansiv. Det demper tilbakeslaget i norsk økonomi og reduserer faren for mer langvarige konsekvenser for produksjon og sysselsetting.

4.2 Ny informasjon og nye analyser

Hovedbildet lite endret

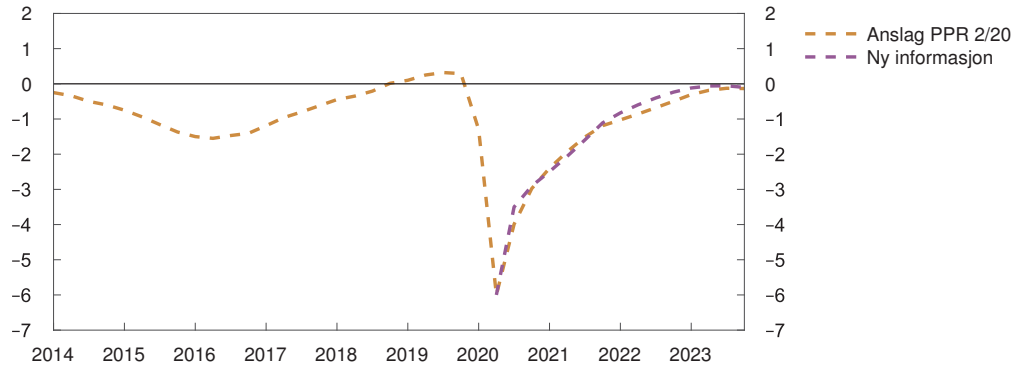
For å belyse hvordan ny informasjon og nye vurderinger isolert sett påvirker de økonomiske utsiktene gjør vi en modellteknisk analyse der vi legger inn ny informasjon og nye vurderinger, men beholder rentebanen fra forrige rapport. Rentebanen fra juni antydte at styringsrenten ville bli liggende på null prosent til utgangen av 2022, for så å øke forsiktig.

Økt smitte og fortsatte smitteverntiltak vil trolig dempe den økonomiske veksten de nærmeste kvartalene. Siden forrige rapport synes sannsynligheten å ha økt noe for at en vaksine blir bredt tilgjengelig i 2021. Det trekker i retning av noe høyere vekst de neste årene. I tillegg har ledigheten hittil i år avtatt noe mer enn ventet. Det tilsier at kapasitetsutnyttningen nå er noe høyere enn vi tidligere la til grunn. I analysen med uendret rentebane innebærer dette samlet sett noe høyere kapasitetsutnyttning enn i forrige rapport, se figur 4.3.

Den underliggende prisveksten har vært høyere enn anslått og er over inflasjonsmålet på 2 prosent. Det kan i hovedsak forklares med kronesvekkelsen gjennom vinteren og våren, som har gitt høyere prisvekst på importerte varer. Gjennomslaget fra kronekursen

Figur 4.3 Forskjøvet, men raskere gjeninnhenting med uendret rentebane

Anslag på produksjonsgapet. Betinget på ny informasjon om den økonomiske utviklingen og prognosen for styringsrenten fra PPR 2/20. Prosent



Kilde: Norges Bank

til importprisene har vist seg å komme raskere enn vi har lagt til grunn tidligere. I modellanalysen med uendret rentebane faller inflasjonen ned mot 1,5 prosent i løpet av 2022, se figur 4.4. Inflasjonen avtar noe raskere enn i forrige rapport som følge av at valutakursgjennomslaget har vært raskere og utsikter til en noe sterkere kronkurs fremover. Anslagene for lønnsveksten er lite endret fra forrige rapport.

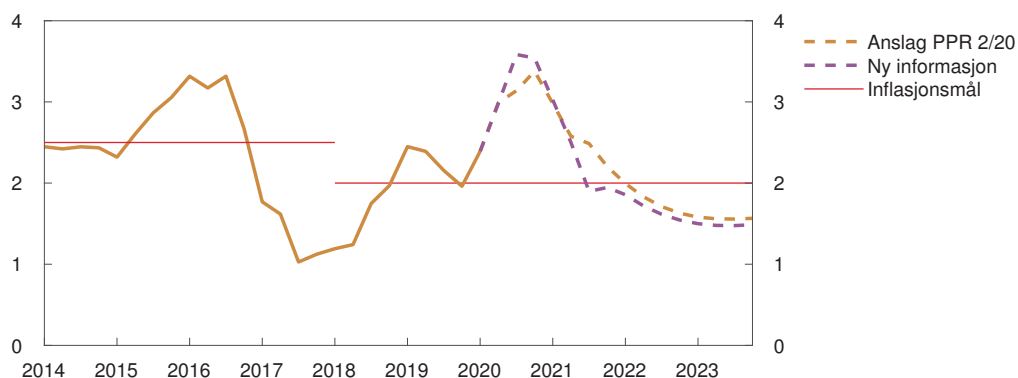
Den modelltekniske analysen av ny informasjon viser at med uendret rentebane vil inflasjonen gradvis falle under inflasjonsmålet, mens kapasitetsutnyttningen vil øke gradvis mot et normalt nivå. Sammenlignet med forrige rapport vil kapasitetsutnyttningen bli noe høyere og inflasjonen litt lavere, men hovedbildet er lite endret. Det peker i retning av små justeringer av rentebanen.

Rentebanen er lite endret

Komiteen vedtok å holde styringsrenten på null prosent på dette rentemøtet og ser for seg at renten blir værende på dagens nivå en god stund. Den oppdaterte rentebanen, som er basert på ny informasjon og nye vurderinger, er om lag uendret fra forrige rapport, se figur 4.5. Anslagene innebærer at realrenten øker gjennom prognoseperioden, først

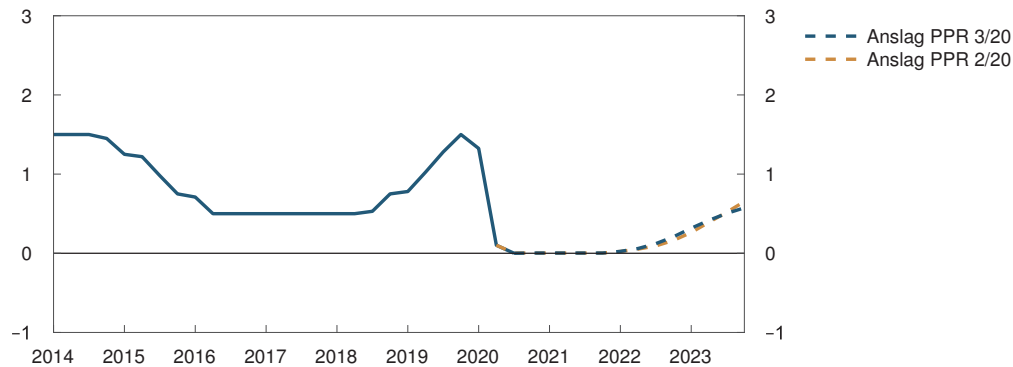
Figur 4.4 Lavere inflasjon med uendret rentebane

KPI-JAE. Anslag betinget på ny informasjon om den økonomiske utviklingen og prognosen for styringsrenten fra PPR 2/20. Firekvartalersvekst. Prosent



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 4.5 Rentebanen er lite endret
Styringsrenten. Prosent



Kilde: Norges Bank

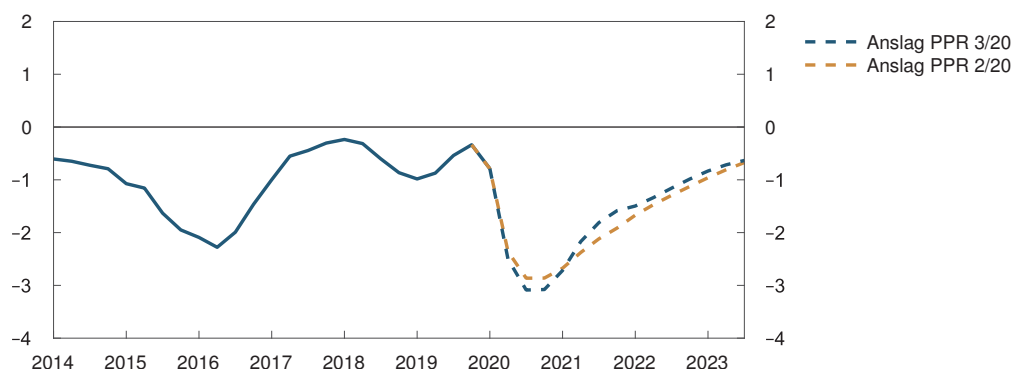
som følge av lavere prisvekst og deretter som følge av økt styringsrente, se figur 4.6. Da blir pengepolitikken mindre ekspansiv, men realrenten ventes å være godt under den anslåtte nøytrale realrenten de nærmeste årene. Med utsikter til lavere inflasjon og uendret rentebane, anslår vi nå at realrenten med unntak av i år blir liggende noe høyere enn i forrige rapport.

Innenlandsk etterspørsel trekker rentebanen ned, utlandet trekker opp

Prognosen for styringsrenten er lite endret siden forrige rapport. De viktigste faktorene som har bidratt til endring i renteprognosen er illustrert i renteregnskapet i figur 4.7. Søylene viser bidragene fra de ulike faktorene. Den svarte linjen viser den samlede endringen i rentebanen.

Når vi utarbeider renteregnskapet, tar vi utgangspunkt i modellberegninger, men det er ingen mekanisk sammenheng mellom nyheter som avviker fra prognosene i forrige rapport og virkninger på den nye rentebanen. Søylene for de ulike økonomiske faktorene er basert på hvordan vi historisk har reagert på nyheter, og tar ikke hensyn til at nyheter kan påvirke rentesettingen på en annen måte når renten allerede er på et svært lavt nivå. Søylene for skjønnsvurderinger er et resultat av komiteens samlede vurdering av renteutsiktene.

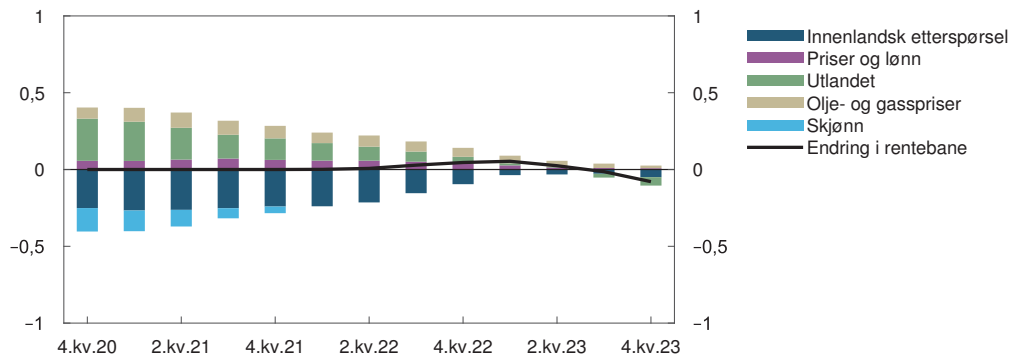
Figur 4.6 Fortsatt svært ekspansiv pengepolitikk
Realrente. Prosent



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 4.7 Faktorer bak endringer i rentebanen

Akkumulerte bidrag. Prosentenheter



Kilde: Norges Bank

Spotprisen på olje har steget siden forrige rapport, og terminprisene har også økt. I tillegg har europeiske gasspriser steget markert. Høyere *olje- og gasspriser* bidrar til mer aktivitet i petroleumsrelatert virksomhet og trekker i retning av en litt høyere rentebane, se beige søyler.

Aktiviteten hos våre handelspartnere har tatt seg opp raskere enn ventet i forrige rapport. Det innebærer høyere importvekst fra våre handelspartnere og bidrar til en høyere rentebane, se grønne søyler.

Vurderingen av *lønns- og prisveksten* trekker rentebanen litt opp. På kort sikt skyldes det at inflasjonen har vært høyere enn ventet, men den effekten er kortvarig. Resten av bidraget skyldes at vi venter om lag samme lønnsvekst som i forrige rapport, tross utsikter til noe lavere inflasjon. Det fører til at reallønnsveksten er oppjustert litt mer enn hva endringen i kapasitetsutnyttningen skulle tilsi. Det bidrar isolert sett til høyere prisvekst lenger frem, og trekker rentebanen noe opp. Dette er illustrert med de lilla søylene.

Innenlandsk etterspørsel trekker rentebanen ned, se mørkeblå søyler. Økt smitte og fortsatte smitteverntiltak vil gi en tregere gjeninnhenting i konsumet enn vi så for oss i juni. I tillegg gir vårt regionale nettverk grunn til å forvente svakere utvikling i foretaksinvesteringene enn tidligere lagt til grunn. At veksten i offentlig etterspørsel har vært lavere enn anslått, og ventes å holde seg på et lavere nivå gjennom hele prognoseperioden, trekker i samme retning. På den annen side fremstår det nå som noe mer sannsynlig enn før sommeren at en vaksine blir bredt tilgjengelig allerede til neste år. Det vil bidra til at konsumveksten etter hvert blir høyere enn tidligere lagt til grunn. I tillegg har boligprisveksten vært høyere enn ventet, noe som stimulerer til økte boliginvesteringer.

Summen av faktorene beskrevet over indikerer isolert sett en litt høyere rentebane enn i forrige rapport, også på kort sikt. Renteprognosen for de nærmeste årene holdes uendret på null prosent. Det skyldes *skjønnsvurderinger*, se lyseblå søyler. Komiteens vurdering er at det kraftige økonomiske tilbakeslaget og stor usikkerhet om den videre utviklingen tilsier at renten holdes i ro til det er klare tegn til at forholdene i økonomien normaliseres.

ANSLAG PÅ DEN NØYTRALE REALRENTEN

Anslag på den nøytrale realrenten er til hjelp for å vurdere hvilket nivå på styringsrenten som gir en god avveining mellom ulike hensyn i pengepolitikken. Vi oppdaterer jevnlig anslaget vårt, og har siden Pengepolitisk rapport 2/19 anslått en nøytral realrente for norsk økonomi nær null. Våre oppdaterte beregninger er i tråd med dette anslaget. Koronapandemien gjør beregningene mer usikre enn vanlig.

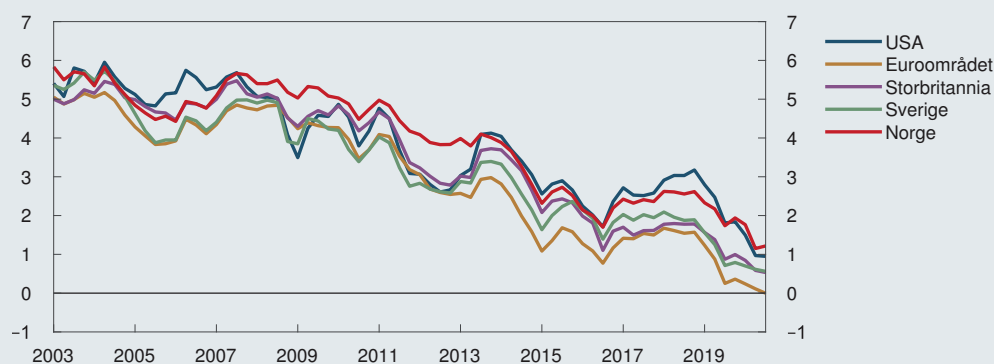
Vi definerer den nøytrale realrenten som renten som er forenlig med en balansert utvikling i økonomien på mellomlang sikt, når virkningene av kortsiktige forstyrrelser er uttømt. I en liten åpen økonomi som den norske, påvirkes de underliggende forholdene i stor grad av internasjonale utviklingstrekk. Det betyr at den nøytrale realrenten her hjemme over tid vil ligge nær den globale nøytrale realrenten. Langsiktige globale renter har vist en klart fallende trend de siste tiårene, noe som kan tolkes som et fall i den nøytrale realrenten.

Vi benytter ulike metoder for å anslå den nøytrale realrenten. Langsiktige markedsrenter gir en indikasjon på markedsaktørenes forventninger til rentene frem i tid. Virkningene av midlertidige økonomiske forstyrrelser som vi har bak oss, kan antas å være uttømt om fem til ti år. Vi kan derfor legge til grunn at de i begrenset grad påvirker de langsiktige renteforventningene. Justert for forventet inflasjon kan implisitte langsiktige renteforventninger uttrykke markedets anslag på den nøytrale realrenten. Figur 4.A viser implisitte femårsrenter om fem år basert på swaprenter for Norge og fire utvalgte handelspartnere. Ved inngangen til året lå markedsbaserte forventninger til pengemarkedsrenten i Norge om 5 til 10 år nær 2 prosent. Legger vi til grunn at langsiktige inflasjonsforventninger ligger nær inflasjonsmålet på 2 prosent, indikerer det forventninger om en realrente i pengemarkedet nær null prosent. Renteutviklingen så langt i år kan indikere et enda lavere nivå på den nøytrale realrenten.

I tillegg til rene markedsbaserte mål baserer vi oss også på anslag fra økonomiske modeller. Modellene¹ indikerer en nøytral realrente nær null når vi estimerer med data opp til 2019, se figur 4.B.

Figur 4.A Fallende renteforventninger

Femårsrenter om fem år. Prosent



Kilde: Bloomberg

¹ Modellene vi bruker er dokumentert i Brubakk, L., J. Ellingsen og Ø. Robstad (2018), «Estimates of the neutral rate of interest in Norway». Staff memo 7/18. Norges Bank. I tillegg har vi benyttet en BVAR-modell.

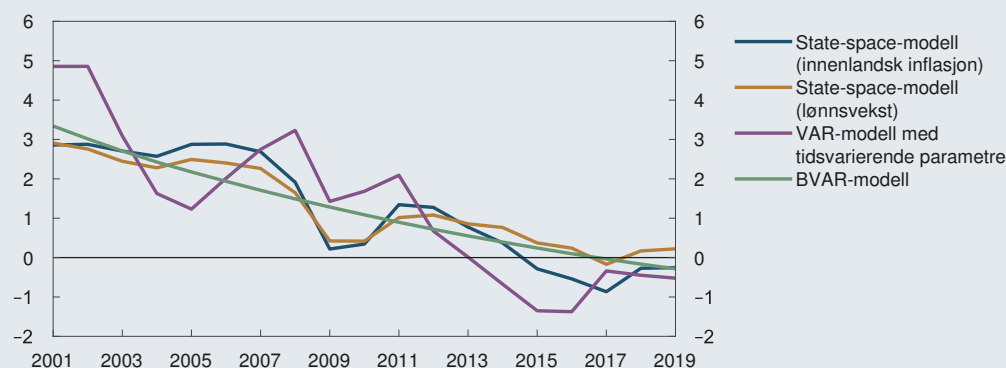
Om den nøytrale realrenten i pengemarkedet er null prosent, innebærer det en nøytral nominell pengemarkedsrente på 2 prosent så lenge inflasjonsforventningene er forankret på inflasjonsmålet. For styringsrenten er det nøytrale nivået noe lavere som følge av at pengemarkedsrenten er lik forventet styringsrente pluss et påslag. Vi legger til grunn et påslag på 0,3 prosentenheter i årene fremover.

Usikkerheten om den nøytrale realrenten er stor, både om nivået i dag og om utviklingen i årene fremover. Etter finanskrisen har produktivitetsveksten vært historisk svak, både i Norge og i andre land. Vi legger til grunn at den underliggende produktivitetsveksten vil holde seg lav de nærmeste årene. Det tilsier at det lave nivået på nøytral realrente vil vedvare. Dersom den underliggende veksten i produktiviteten tiltar raskere fremover enn vi har lagt til grunn, vil derimot den nøytrale realrenten kunne bli høyere enn vi anslår. Langsiktige trekk i inntektsfordeling og demografiske forhold gir et blandet bilde. På den ene siden har økende ulikhet bidratt til økt global sparing uten en tilsvarende økning i investeringsetterspørselen, en trend som ikke forventes å snu. På den annen side vil en stadig aldrende befolkning etter hvert kunne bidra til å redusere tilbudet av sparekapital globalt, noe som isolert sett også tilsier en noe høyere nøytral rente på sikt.²

Fremover vil koronapandemien gjøre det krevende å vurdere nivået på den nøytrale realrenten. En årsak er hvordan de kraftige BNP-fallene våren 2020 tolkes i modellene som brukes for å estimere nøytral realrente. Når endringer i BNP preges av faktorer utenfor modellene, får vi en upresis måling av hvor viktige de modellerte faktorene er. En konsekvens kan være at estimatene på nøytral realrente vil falle ytterligere, siden en større differanse mellom realrenten og nøytral realrente kan hjelpe med å forklare hvorfor BNP har falt, men det vil i så fall være skjeve estimater.³ Men også markedsrentene sender signaler om lavere nøytral realrente, ettersom de markedsbaserte renteforventningene har falt ytterligere de siste månedene. For tiden indikerer de en forventet reell penge-markedsrente i Norge på -0,8 prosent. En tilsvarende utvikling har vi sett i flere andre

Figur 4.B Modellanslag på nøytral realrente nær null

Modellanslag for nøytral realrente i Norge. Prosent



Kilde: Norges Bank

² Se blant annet Goodhart, C. og M. Pradhan (2017), «Demographics will reverse three multi-decade global trends», BIS Working Papers 656.

³ Se <https://www.newyorkfed.org/research/policy/rstar> for en mulig tilpasning av modellestimer for å ta hensyn til koronakrisen.

land, se figur 4.A. Siden langsiktige realrenter normalt antas å drives av strukturelle utviklingstrekk, kan dette tolkes som at markedsaktørenes estimat på nøytral realrente har falt i etterkant av koronapandemien.

Faktorer som trekkes frem for å forklare hvordan koronapandemien vil kunne redusere nøytral realrente, er økt forsiktighetssparing og lavere arbeidstilbud. På den annen side vil økningen i offentlig gjeld i etterkant av krisen kunne ha motsatt effekt.⁴ Høyere offentlig gjeld kan påvirke nøytral realrente blant annet ved at det øker tilbudet av verdipapirer med lav risiko. Da minsker graden av knapphet på trygge verdipapirer og det nøytrale rentenivået øker.⁵

Samtidig har det markedsbaserte målet noen begrensninger, siden dagens lave nivåer på langsiktige implisitte terminrenter ikke nødvendigvis speiler markedets forventninger til den nøytrale realrenten. Det kan reises spørsmål ved om fem år er langt nok frem i tid til at de implisitte terminrentene er upåvirket av konjunkturelle forhold. Dessuten har sentralbankers omfattende kjøp av verdipapirer bidratt til å trekke langsiktige renter ned. Siden norske langsiktige renter i stor grad følger bevegelsene i internasjonale renter, kan også norske renter ha falt som følge av utenlandske sentralbankers kjøp av verdipapirer.

En svært lav nøytral realrente kan føre til at styringsrenten oftere blir svært lav, og at handlingsrommet i pengepolitikken dermed begrenses. Hvis pengepolitikken ikke kan gjøres tilstrekkelig ekspansiv, kan det bidra til at økonomiske tilbakeslag blir lengre og dypere enn dersom handlingsrommet var større. I tillegg kan et lavt nøytralt realrentenivå bidra til høyere formuespriser og gjeldsnivåer, som igjen kan gjøre økonomien mer sårbar for negative forstyrrelser.

4 Jordà, Ò., S. R. Singh, og A. M. Taylor (2020) "Longer-Run Economic Consequences of Pandemics." *Covid Economics: Vetted and Real-Time Papers* 1 (April 3) foretar en empirisk undersøkelse av effekten pandemier har på den naturlige renten, og finner en stor negativ effekt. Det er imidlertid flere grunner til at koronapandemien vil ha mindre effekter enn hva de finner basert på den historiske erfaringen. For det første er dødstallene foreløpig relativt lave sammenlignet med andre pandemier, og effekten på arbeidstilbudet er dermed mindre. For det andre er dødsfallene så langt konsentrert hos den eldre delen av befolkningen, som står utenfor arbeidsstyrken. For det tredje er den offentlige responsen på pandemien, både i form av smittetiltak og krisepakker, historisk sterk. Det gjør at offentlig gjeld er ventet å øke raskere enn hva som har skjedd etter tidligere pandemier.

5 Se Rachel, L. og L. H. Summers (2019), «On Secular Stagnation in the Industrialized World», *Brookings Papers on Economic Activity*, Spring 2019.

MÅL OG AVVEIINGER I PENGEPOLITIKKEN

Det operative målet for pengepolitikken er en årsvekst i konsumprisene som over tid er nær 2 prosent. Inflasjonsstyringen skal være fremoverskuende og fleksibel, slik at den kan bidra til høy og stabil produksjon og sysselsetting samt til å motvirke oppbygging av finansielle ubalanser. De ulike hensynene i pengepolitikken veies mot hverandre.

Styringsrenten settes med sikte på å stabilisere inflasjonen rundt målet på mellomlang sikt. Den aktuelle horisonten avhenger av forstyrrelsene økonomien er utsatt for og hvordan de påvirker utsiktene for inflasjonen og produksjon og sysselsetting.

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 trygdesystemet, systemet for lønnsdannelse og sammensetningen av arbeidsstyrken.

Når forstyrrelser inntreffer, kan det oppstå en konflikt på kort sikt mellom å nå inflasjonsmålet og hensynet til høy og stabil produksjon og sysselsetting. Pengepolitikken skal gi en rimelig avveining mellom disse hensynene.

En fleksibel inflasjonsstyring der det legges tilstrekkelig vekt på realøkonomien kan motvirke at lavkonjunkturer blir dype og langvarige. Det kan redusere faren for at arbeidsledigheten fester seg på et høyt nivå etter et økonomisk tilbakeslag.

Dersom det er tegn til at finansielle ubalanser bygger seg opp, kan hensynet til høy og stabil produksjon og sysselsetting i noen situasjoner tilsi at renten holdes noe høyere enn den ellers ville vært. Det kan i noen grad bidra til å redusere risikoen for kraftige tilbakeslag i økonomien frem i tid. Regulering og tilsyn av finansinstitusjoner er likevel de viktigste tiltakene mot forstyrrelser i det finansielle systemet.

I gjennomføringen av pengepolitikken tas det hensyn til usikkerhet om økonomiens virkemåte. Usikkerhet om virkningene av pengepolitikken taler normalt for å gå varsomt frem i rentesettingen. Det kan redusere risikoen for at pengepolitikken får utilsiktede følger. Renten vil normalt endres gradvis slik at vi kan vurdere virkningene av rentendringer og annen ny informasjon om den økonomiske utviklingen.

I situasjoner der faren for særlig ugunstige utfall er betydelig, eller dersom det ikke lenger er tillit til at inflasjonen vil holde seg lav og stabil, kan det i noen tilfeller være riktig å reagere kraftigere i rentesettingen enn vanlig.

5 Finansiell stabilitet

– beslutningsgrunnlag for motsyklisk kapitalbuffer

Norges Banks komité for pengepolitikk og finansiell stabilitet har enstemmig gitt Finansdepartementet råd om å holde kravet til motsyklisk kapitalbuffer uendret på 1,0 prosent.¹ Komiteen forventer ikke å gi råd om å øke bufferkravet igjen før tidligst i første kvartal 2021.

Foretak og husholdninger synes å ha god tilgang på kreditt. Kredittveksten til foretak har avtatt i takt med investeringene. Kredittveksten til husholdninger har flatet ut etter å ha falt over lengre tid, og etterspørselen etter boliglån er høy. Det er høy aktivitet i boligmarkedet. Boligprisveksten har tatt seg opp etter å ha vært moderat de siste årene. Samlet vurderer vi de finansielle ubalansene som om lag uendret siden utbruddet av koronapandemien. Vedvarende høy boligprisvekst og økende kredittvekst i husholdningene kan imidlertid føre til at finansielle ubalanser bygger seg videre opp. Bankenes lønnsomhet økte fra første til andre kvartal, i hovedsak som følge av lavere utlånstap. Det er fortsatt usikkerhet om tapsutviklingen fremover. Norske banker er godt rustet til å tåle økte tap og samtidig opprettholde kreditttilbudet.

5.1 Husholdninger og foretak har god tilgang på kreditt

Kravet til motsyklisk kapitalbuffer ble satt ned fra 2,5 til 1,0 prosent i mars. Det hadde sammenheng med utbruddet av koronaviruset og tiltakene for å begrense spredningen som førte til et kraftig fall i aktiviteten i norsk økonomi. De fleste andre land med positiv motsyklisk kapitalbuffer før pandemien gjorde det samme. Det er første gang motsyklisk kapitalbuffer blir satt ned i særlig grad, og det er derfor for tidlig å gjøre grundige analyser av effektene av reduksjonene i bufferkravet. En analyse Norges Bank nylig har gjort, indikerer at lavere kapitalkrav bidrar til å dempe et tilbakeslag i økonomien, se utdyping på side 52. Vår vurdering er at buffernedsettelsen reduserte risikoen for en strammere utlånspraksis som kunne forsterket tilbakeslaget.

RAMMEVERK FOR RÅD OM MOTSYKLISK KAPITALBUFFER

Råd om nivå på motsyklisk buffer baseres på en vurdering av tre hovedområder: (i) husholdningers og foretaks tilgang på kreditt, (ii) finansielle ubalanser og (iii) situasjonen i bankene. Mer informasjon om vårt rammeverk finnes i Rammeverk for råd om motsyklisk kapitalbuffer Norges Bank Memo 4/19.

¹ Se brev fra Norges Bank til Finansdepartementet 23. september 2020.

Kredittverdige foretak synes å ha god tilgang på kreditt. Bankene har kapital og likviditet til å opprettholde kreditttilbudet, se kapittel 5.3. I Norges Banks utlånsundersøkelse for andre kvartal meldte bankene om små endringer i sin kredittpraksis, og de ventet ikke å gjøre endringer i tredje kvartal. De statlige lånegarantiordningene kan også ha bidratt til å holde tilgangen på kreditt oppe. Trekkene i garantiordningen for bankenes lån til små og mellomstore bedrifter har imidlertid avtatt gjennom sommeren. I obligasjonsmarkedet har utstedelsesvolumene tatt seg opp gjennom våren og sommeren. I samme periode har risikopåslagene avtatt, men de er fortsatt noe høyere enn før pandemien, se kapittel 2.1.

Husholdningene synes også å ha god tilgang på kreditt. I Norges Banks utlånsundersøkelse for andre kvartal meldte bankene om en betydelig økt etterspørsel etter boliglån og små endringer i kredittpraksis. Bankene rapporterte videre at de utvidede fleksibilitetskvotene i boliglånsforskriften har blitt brukt i noen grad. Vi venter derfor at utviklingen av de utvidede kvotene etter tredje kvartal vil gi en viss innstramning i kreditttilgangen.²

5.2 Finansielle ubalanser om lag uendret

Koronapandemien har ført til et kraftig tilbakeslag i norsk økonomi. Før reduksjonen i mars var kravet til motsyklisk kapitalbuffer 2,5 prosent, med bakgrunn i at finansielle ubalanser hadde bygd seg opp over lengre tid, i første rekke i kreditt- og eiendomsmarkedet. De siste årene har gjeldsveksten avtatt, og boligprisene har vokst moderat. Mot slutten av fjoråret var vår vurdering at finansielle ubalanser ikke lenger bygde seg opp, og at det var enkelte tegn til at de avtok.

Aktiviteten i økonomien har tatt seg opp de siste månedene, men er fortsatt lavere enn ved inngangen til året. Samtidig har boligprisveksten tatt seg markert opp, og kredittveksten til husholdninger har flatet ut. Kredittveksten til foretak har fortsatt å avta, og prisene på næringseiendom har falt. Samlet vurderer vi de finansielle ubalansene som om lag uendret siden utbruddet av koronapandemien. Vedvarende høy boligprisvekst og økende kredittvekst i husholdningene kan imidlertid føre til at finansielle ubalanser bygger seg videre opp.

Enkelte av indikatorene vi normalt legger vekt på i vårt beslutningsgrunnlag, som kreditt som andel av BNP, stiger nå som følge av det vi anslår å være en midlertidig lavere verdiskaping. Når verdiskapingen er tilbake på et normalt nivå vil denne effekten reverseres.³

Høy aktivitet i boligmarkedet

Boligprisene er på et høyt nivå etter å ha vokst mer enn husholdningenes inntekter over lang tid. Siden 2017 har prisveksten vært moderat og lavere enn inntektsveksten. Analyser Norges Bank nylig har gjort, indikerer at veksten i boligprisene de siste 20 årene i stor grad kan forklares med veksten i husholdningenes inntekter og lavere boliglånsrenter, se figur 5.1.⁴ Lavere utlånsrenter anslås å kunne forklare omtrent en tredjedel av boligprisøkningen over perioden. Analysen viser at boligprisene neppe er drevet opp av irrasjonelle boligkjøpere som byr prisene opp til uholdbare nivåer. Det reduserer isolert sett faren for et markert prisfall. Prisfall kan likevel forekomme, for eksempel ved et vesentlig bortfall av husholdningenes inntekter eller en markert økning i rentene. Store boligprisfall kan true den finansielle stabiliteten, blant annet fordi boligene ofte er belånt og husholdningene må stramme inn på konsumet. Lavere konsum kan påføre bankene

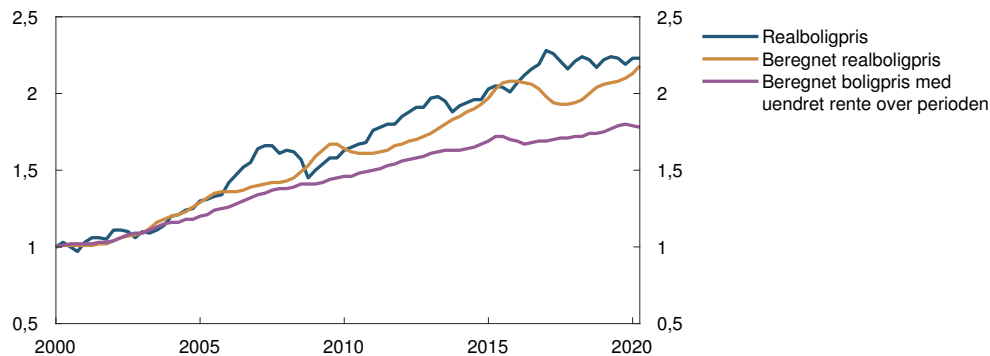
² Se Finansdepartementets pressemelding av 11. september 2020.

³ En fullstendig oversikt med oppdaterte indikatorer finnes på Norges Banks nettsider.

⁴ Se Ingholt, M.M. og S. Mæhlum (2020) «Boligprisboble i Norge?». Innlegg publisert på *Bankplassen blogg* 24. september 2020.

Figur 5.1 Økt inntekt og lavere renter forklarer boligprisveksten

Indeks. 1. kv. 2000 = 1

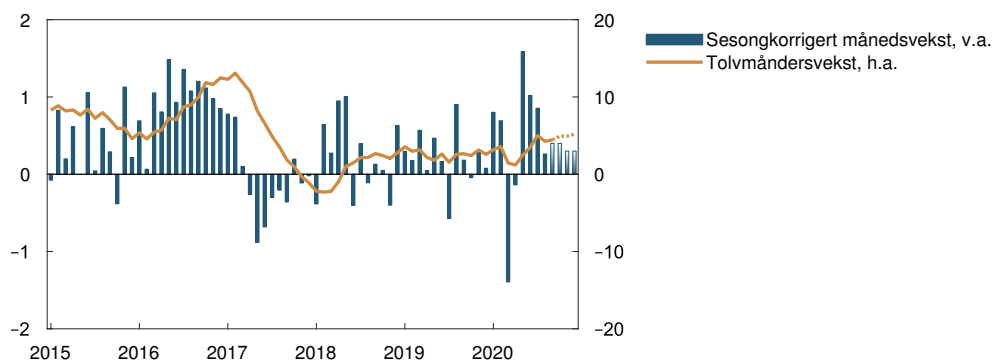
Kilde: Ingholt, M.M. og S. Mæhlum (2020) «Boligprisboble i Norge?». Innlegg publisert på *Bankplassen blogg* 24. september 2020.

indirekte tap ved at foretak mister inntekter og misligholder gjelden sin. I tillegg kan husholdninger påføre bankene direkte tap dersom de ikke klarer å betjene sin egen gjeld. Det høye boligprisnivået innebærer derfor en sårbarhet i det finansielle systemet.

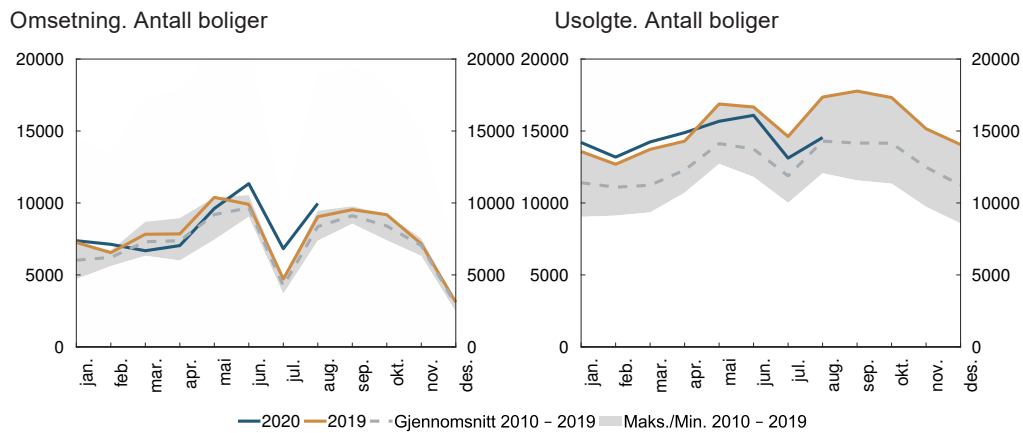
Siden mai har boligprisveksten tatt seg opp etter at prisene falt noe i mars og april, se figur 5.2. Prisveksten har vært høyere enn anslått i forrige rapport. Omsetningen av bruktboliger har vært høy de siste månedene sammenlignet med tidligere år, se figur 5.3. Det har ikke vært en tilsvarende økning i tilbudet av bruktboliger. Det har ført til at beholdningen av usolgte bruktboliger har avtatt etter å ha vært høy de to siste årene. Utviklingen kan skyldes at svært lave boliglånsrenter har virket sterkere på boligmarkedet enn ventet. Den midlertidige lettelsen i boliglånsforskriften har trolig også bidratt. En høyere betalingsvilje for bolig kan også ha sammenheng med økt bruk av hjemmekontor og at forbruksmulighetene har vært begrensede. Samtidig kan den økte arbeidsledigheten ha virket mindre dempende på boligprisveksten enn ventet. Det skyldes at ledigheten i større grad rammet yrkesgrupper med lav inntekt, og andelen som eier bolig er vesentlig lavere blant husholdninger med lav inntekt enn høyere inntekter. Vi venter at tolv månedersveksten i boligprisene holder seg nær 5 prosent i år og neste år, før den gradvis avtar utover i prognoseperioden, se tabell 3 i vedlegget. I begynnelsen av prognoseperioden ventes boligprisveksten å være høyere enn veksten i disponibel inntekt.

Figur 5.2 Boligprisveksten har tatt seg opp

Prosent



Kilder: Eiendom Norge, Eiendomsverdi og Finn.no

Figur 5.3 Høy aktivitet i bruktboligmarkedet

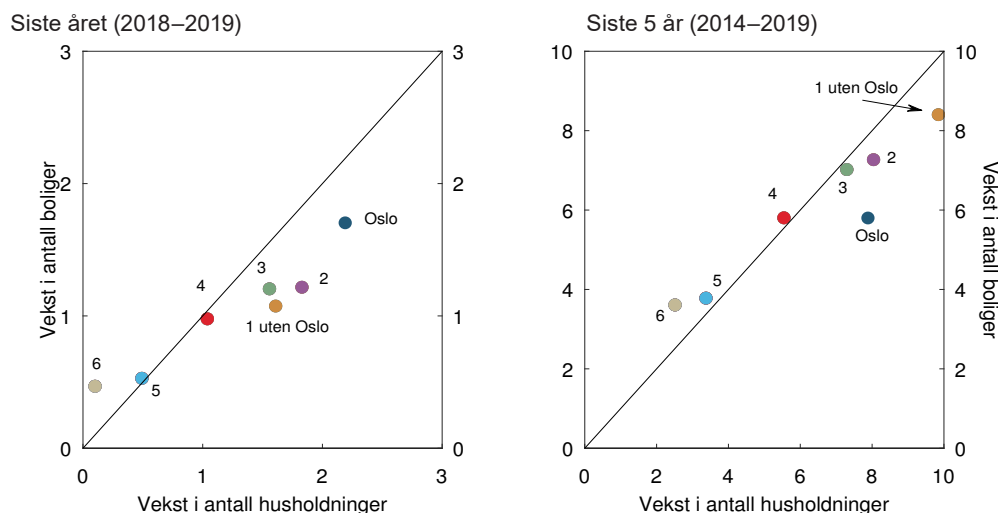
Kilder: Eiendom Norge, Eiendomsverdi og Finn.no

Salget av nye boliger falt markert ved utbruddet av pandemien, men har tatt seg opp gjennom sommeren til et mer normalt nivå. Samtidig har antall nye boliger som legges ut for salg, vært på et lavt nivå under pandemien, slik at beholdningen av usolgte nye boliger har avtatt noe. Høyere boligprisvekst og nyboligsalg bidrar til at vi venter at boligbyggingen vil øke fremover, se kapittel 3.1.

De siste årene har boligbyggingen avtatt, mens veksten i antall husholdninger har holdt seg oppe. Det er særlig i sentrale områder at veksten i antall husholdninger er høyere enn veksten i antall boliger, se figur 5.4.⁵ Sammen med lave renter kan det bidra til at boligprisveksten blir sterk i disse områdene fremover. Boligprisveksten dempes imidlertid av at boligbyggingen på nasjonalt nivå ventes å være høyere enn veksten i antall husholdninger de neste årene.

Figur 5.4 Det bygges mindre enn behovet i sentrale områder

Vekst i antall husholdninger og boliger etter sentralitet (hvor 1 er mest sentralt). Prosent

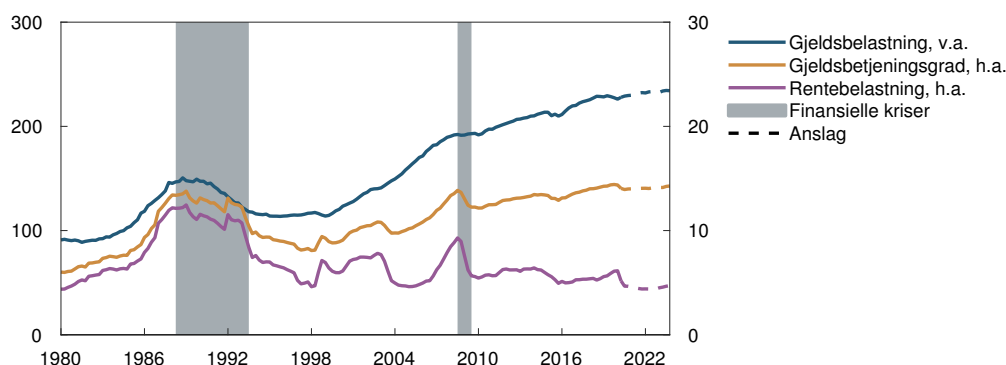


Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

⁵ Analyser Norges Bank har gjort, tyder på at det har vært et etterslep i boligbyggingen over tid, se Mæhlum, S., P. M. Pettersen og H. Xu (2018) «Boligbygging og husholdningsvekst». Staff Memo 12/2018. Norges Bank.

Figur 5.5 Høyere gjeldsbelastning fremover

Prosent



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Husholdningenes gjeldsbelastning vil trolig øke fremover

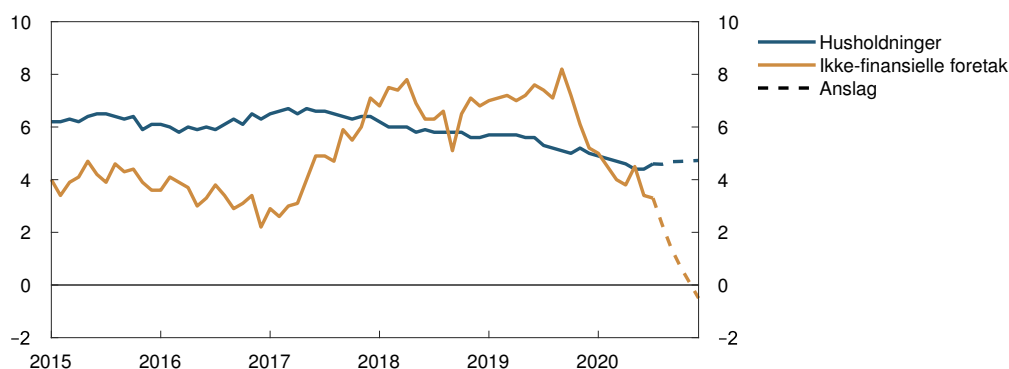
Husholdningenes gjeldsbelastning er på et høyt nivå, se figur 5.5. Det gjør husholdningene sårbare for inntektsbortfall, økte renter og boligprisfall. I møte med slike forstyrrelser har mange husholdninger mulighet til å utsette avdrag, tære på finansielle buffere eller stramme inn på konsumet. Etter at koronapandemien brøt ut, har boliglånsrentene falt markert, slik at rentebelastningen har avtatt. Bruken av avdragsfrihet har også økt. Det gjør situasjonen lettere, særlig for husholdninger som har opplevd inntektsbortfall.

Siden 2017 har husholdningenes kredittvekst avtatt, se figur 5.6. Lavere kredittvekst må ses i sammenheng med renteoppgangen i 2018–2019 og at myndighetene de siste årene har innført flere tiltak for å begrense gjeldsoptak. Boliglånsforskriften har begrenset lån til utsatte husholdninger, se utdyping på side 54. De siste månedene har tolv månedersveksten i kreditt flatet ut, og i juli var kredittveksten 4,6 prosent. Det var høyere enn anslått i forrige rapport.

Vi venter at kredittveksten tar seg noe opp den nærmeste tiden. Det skyldes høyere omsetning og priser i boligmarkedet og økende kjøp av andre eiendeler som dels gjeldsfinansieres. På litt lengre sikt ventes kredittveksten å avta noe, men er omtrent som antatt i forrige rapport, se tabell 3 i vedlegget, og høyere enn veksten i disponibel inntekt. Gjeldsbelastningen vil derfor trolig øke noe fremover (figur 5.5).

Figur 5.6 Kredittveksten flater ut for husholdninger og avtar videre for foretak

Fastlands-Norge. Tolv månedersvekst i transaksjoner. Prosent



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Fastlandsforetakenes gjeld vokste markert raskere enn verdiskapingen i årene før bank- og finanskrisen, men har vokst mer i takt med verdiskapingen de siste ti årene. Veksten i foretakenes innenlandske kreditt tiltok gjennom 2017, men har falt markert siden i fjor høst (figur 5.6). Det henger sammen med utviklingen i foretaksinvesteringene (kapittel 3.1).

I juli falt tolv månedersveksten videre til 3,3 prosent. Det var som anslått i forrige rapport. Vi venter at foretakenes kredittvekst avtar markert videre den nærmeste tiden. Det skyldes blant annet mindre låneetterspørsel som følge av lavere nivå på foretaksinvesteringene (kapittel 3.1).

Næringseiendomsprisene reflekterer utviklingen i økonomien

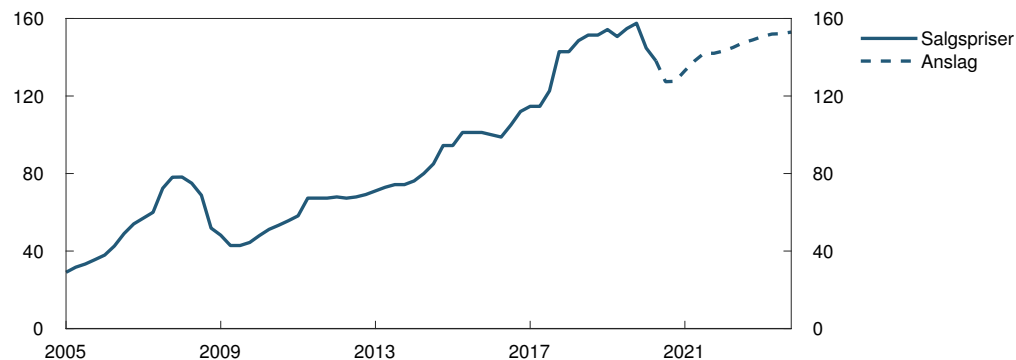
Høye næringseiendomspriser er en av de viktigste sårbarhetene i det finansielle systemet. Kontormarkedet er særlig viktig for finansiell stabilitet siden bankene har betydelige utlån til dette segmentet. En relativt stor andel av kontormassen ligger i Oslo, og salgsprisene for de mest attraktive kontorlokalene (prestisjelokaler) i Oslo benyttes derfor som en viktig indikator for sårbarheten i næringseiendom. Historisk har disse prisene steget mye i forkant av finansielle kriser.

Salgsprisene for prestisjelokaler i Oslo steg lenge og er på et høyt nivå, se figur 5.7. I første halvår i år falt prisene markert. Fallet var drevet av lavere leiepriser. Samlet har leieprisene for prestisjelokaler falt med i underkant av 10 prosent. Leieprisene i hele Oslo har også falt, men nedgangen har vært noe mindre. Analyser Norges Bank har gjort, indikerer at leieprisene i kontorleiemarkedet i hele Oslo utvikler seg i tråd med realøkonomiske forhold.⁶ Fallet så langt kan i stor grad forklares med tilbakeslaget i økonomien. Vi venter at leieprisene skal falle noe videre i år, før de igjen øker som følge av bedringen i norsk økonomi. Salgsprisene anslås å øke tilsvarende (figur 5.7). Anslagene er usikre, og endringer i de økonomiske utsiktene vil kunne ha betydelige konsekvenser for næringseiendomsprisene. Dersom pandemien fører til strukturelle endringer, for eksempel behov for mindre kontorareal som følge av økt bruk av hjemmekontor, kan det også påvirke utviklingen i næringseiendomsprisene.

Salgsprisene påvirkes av avkastningskravet (yield), i tillegg til leieprisene. Avkastningskravet for prestisjelokaler har holdt seg relativt stabilt, til tross for kraftig fall i lange renter. Avviket mellom avkastningskravet i Oslo og lange renter har økt og er nå omtrent

Figur 5.7 Høyere næringseiendomspriser fra neste år

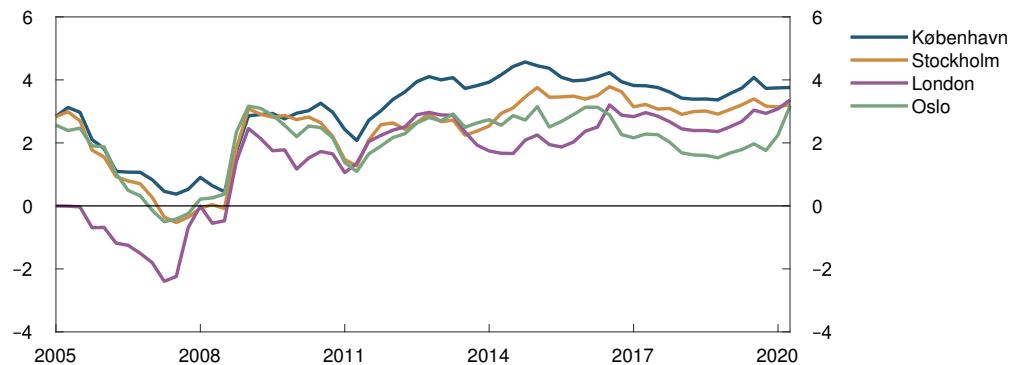
Tusen kroner per kvadratmeter



Kilder: CBRE og Norges Bank

⁶ Se Bjørland, C. og M. Hagen (2019) «What drives office rents?». Staff Memo 12/2019. Norges Bank.

Figur 5.8 Risikopremien i Oslo tilbake på nivå med europeiske byer
Avkastningskrav (yield) fratrukket femårs swaprente. Prosentpoeng



Kilder: CBRE, Datastream og Norges Bank

på samme nivå som mange andre europeiske byer, etter å ha vært lavere i noen år, se figur 5.8. Større forskjell mellom avkastningskravet og lange renter indikerer en høyere risikopremie og nedjusterte forventninger til leieprisveksten. Dette reduserer risikoen for et større fall i salgsprisene fremover.

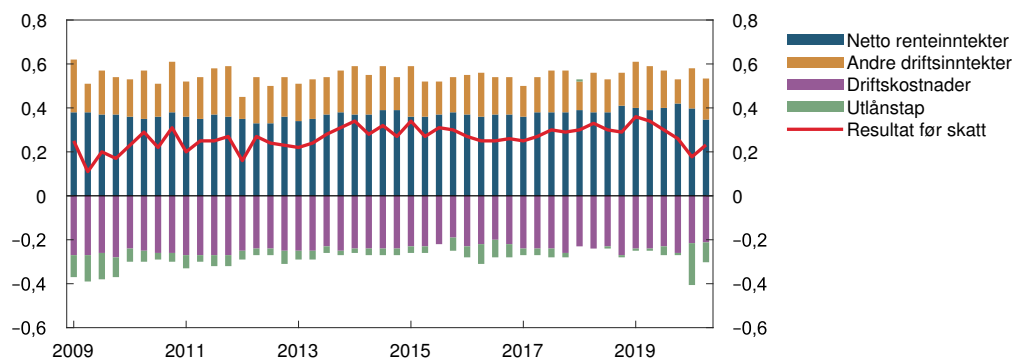
5.3 Bankene er solide og kan tåle økte tap

Bankene har god tilgang på markedsfinansiering. Kredittpåslagene på bankenes obligasjonsfinansiering har falt noe videre siden forrige rapport, se kapittel 2.1, og er tilbake på om lag samme nivå som før markedsuroen i mars. Dette har bidratt til å redusere bankenes finansieringskostnader.

Bankenes lønnsomhet påvirker både kredittilbudet og evnen til å tåle tap. Lønnsomheten i norske banker er god, men noe lavere enn de siste årene. Fra første til andre kvartal i år økte lønnsomheten noe, i hovedsak som følge av lavere utlånstap, se figur 5.9. I motsatt retning trakk en nedgang i bankenes netto renteinntekt. Nedgangen skyldes i stor grad at bankene satte ned boliglånsrentene tidligere enn innskuddsrentene fordi reduksjon av innskuddsrenter har to måneders varslingsfrist.

Figur 5.9 Lavere lønnsomhet i bankene enn tidligere år

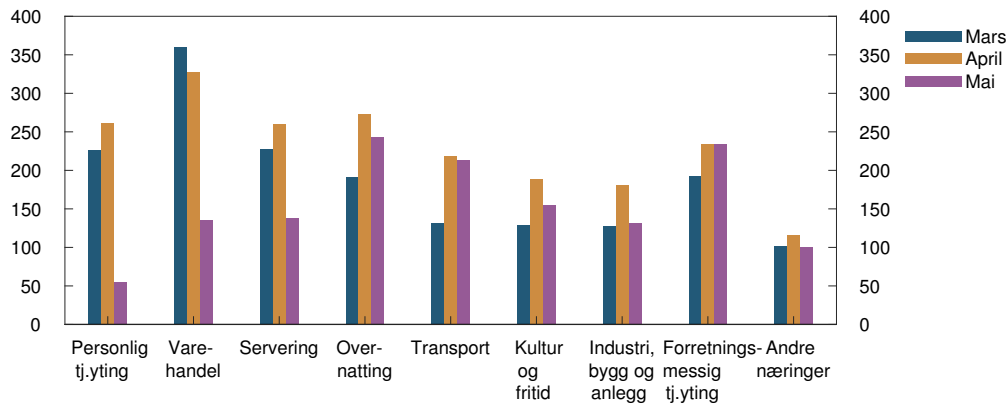
Største norske bankkonsern. Prosent av gjennomsnittlig forvaltningskapital



Kilder: Bankkonsernernes kvartalsrapporter og Norges Bank

Figur 5.10 Kompensasjonsordningen viser bedring i flere næringer

Tildelt beløp. Millioner kroner



Kilder: Skatteetaten og Norges Bank

Utlånstapene for alle norske banker og kredittforetak falt i andre kvartal sammenlignet med første kvartal. Annualisert var utlånstapene 0,7 prosent av utlån, mot 1 prosent i første kvartal. Det er særlig tap på utlån til oljerelaterte næringer som holder tapene oppe i andre kvartal, mens avsetninger⁷ for forventet tap til næringer rammet av koronapandemien, avtok en del fra første kvartal. Det er variasjon mellom bankene, og utlånstapene er særlig høye i banker med betydelige utlån til oljerelaterte virksomheter, som også fører til lavere lønnsomhet i disse bankene.

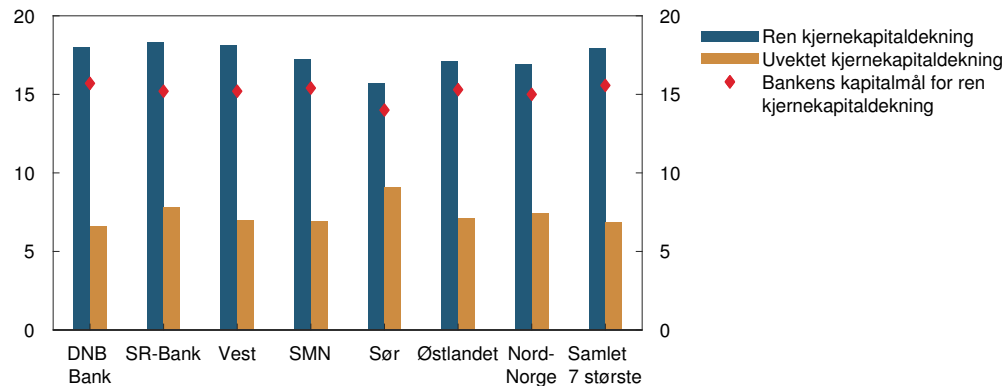
Det er fortsatt usikkerhet om tapsutviklingen. Det er både usikkerhet knyttet til hvor store tapene blir med de økonomiske utsiktene vi legger til grunn i denne rapporten, og det er større usikkerhet enn i normale tider rundt de økonomiske utsiktene. Koronapandemien har ført til at mange foretak har mistet betydelige inntekter i år. Så langt har antall konkurser likevel vært på et moderat nivå. Omfattende tiltak fra myndighetene, samt avdragsutsettelse og likviditetslån fra bankene har trolig bidratt til det. Utbetalingene i kompensasjonsordningen for næringslivet viser at mange næringer ble hardt rammet av nedstengingen i mars og april. I mai falt utdelingene i flere næringer betydelig, som personlig tjenesteyting og varehandel, se figur 5.10. Det tyder på at situasjonen er bedret for mange foretak. Det er likevel enkelte næringer som fortsatte å motta store tilskudd i mai, blant annet overnatting. Etter hvert som offentlige og bankers tiltak gradvis løper ut, er det en risiko for at konkursene vil øke fremover. Bankene har likevel en relativt liten andel av sine utlån til de hardest rammede næringene, og tapsrisikoen er derfor begrenset.

På kort sikt er tapsrisikoen særlig knyttet til utviklingen i oljerelaterte næringer. Mange foretak har foretatt nye, store nedskrivninger på fartøy, og i flere foretak er hele egenkapitalen tapt. Det er behov for store restruktureringer av næringen, og bankene har tatt relativt store nedskrivninger på utlån til oljerelaterte næringer så langt i år.

Utviklingen i næringseiendom vil være særlig viktig for bankenes utlånstap på lengre sikt. Næringseiendom utgjør den klart største enkeltnæringen i bankenes utlån, og næringen har påført bankene store tap i tidligere kriser. Næringseiendomsforetakene har imidlertid en relativt høy egenkapitalandel. En mindre andel av gjelden i nærings-

7 IFRS 9 krever at nedskrivningene av utlån bygger på mer fremoverskuende vurderinger, og bankene bokfører dermed tapene tidligere i dårlige tider. Se nærmere omtale i *Finansiell Stabilitet 2019* side 43 og Andersen, H. og I.N. Hjelseth (2019) «Hvordan påvirker IFRS 9 bankenes tapsføring i dårlige tider?». Staff memo 9/2019. Norges Bank.

Figur 5.11 Bankenes kapitaldekning ligger over kapitalmålene
Største norskeide bankkonsern. Prosent



Kilder: Bankkonsernernes kvartalsrapporter og Norges Bank

eiendom holdes nå av foretak med lavere egenkapitalandel.⁸ De siste årene har leieprisene på kontor i Oslo steget. Det gjør at de fleste avtalte leiepriser på eksisterende kontrakter fortsatt er lavere enn dagens markedsleie. Leieprisene kan derfor falle noe videre før kontantstrømmen til foretak som eier kontorbygg i Oslo, svekkes.

Sammenlignet med kontorsegmentet i Oslo har leieprisveksten i hovedsak vært svakere i andre byer i Norge og for andre segmenter enn kontor de siste årene. Hotell har særlig blitt hardt rammet av tilbakeslaget, men bankenes næringseiendomseksponering mot dette segmentet er nokså begrenset. Handel var også hardt rammet, men her har situasjonen bedret seg (figur 5.10). Samlet sett venter vi lave tap på bankenes utlån til næringseiendom de neste årene.

Norske banker er solide og kan tåle økte tap. Ren kjernekapitaldekning økte med 0,6 prosentenheter for de største bankene samlet fra første til andre kvartal. Dette skyldes økt lønnsomhet, lavere motpartsrisiko og styrking av norske kroner. Samtidig økte uvektet kjernekapitaldekning med 0,2 prosentenheter. Oppgangen skyldes hovedsakelig redusert balanse, som følge av valutaeffekter og lavere sentralbankinnskudd. De største norske bankene ligger godt over kapitalkravene og når sine langsiktige kapitalmål for ren kjernekapitaldekning, se figur 5.11. Både økt kapitaldekning og reduksjonen av mot-syklisk kapitalbuffer fra 2,5 til 1,0 prosent har bidratt til å øke avstanden til kapitalkravene.⁹ Noen banker har satt av utbytte, men ikke utbetalt dette enda i tråd med anbefalinger fra myndighetene.¹⁰ Dersom det avsatte utbyttet ikke utbetales, vil bankenes kapitaldekning øke mer enn vist i figur 5.11.

⁸ Se nærmere omtale i ramme på side 50 i Pengepolitisk rapport 2/20.

⁹ Kapitalkravene er hensyntatt økt systemrisikobuffer. Bankene som bruker avanserte modeller til å beregne kapitalkrav, får økt krav til systemrisikobuffer ved utgangen av 2020. Kravet skal øke fra 3 til 4,5 prosent. For de andre bankene trer endringen i kraft fra utgangen av 2022. Forskriftsendringen er foreløpig ikke gjennomført.

¹⁰ Se blant annet pressemelding fra Finansdepartementet 9. september 2020.

LAVERE KAPITALKRAV TIL BANKENE DEMPER TROLIG TILBAKESLAGET

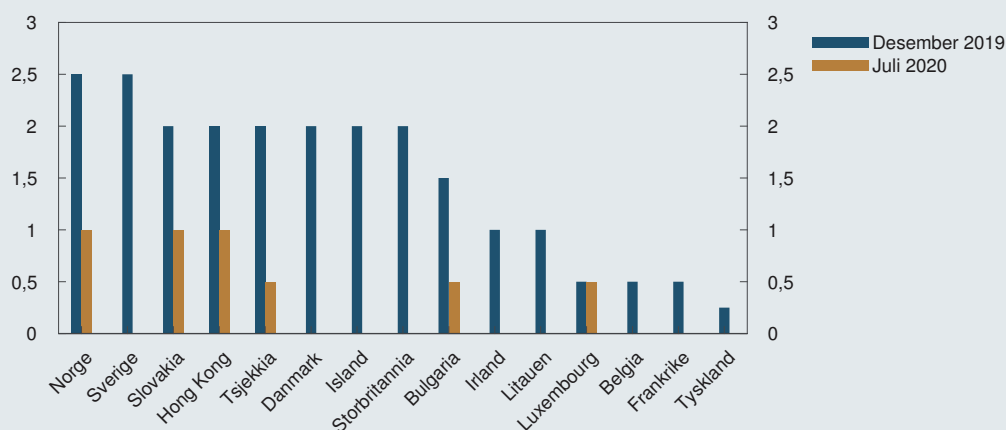
Den motsykliske kapitalbufferen skal bidra til at bankene bygger kapital i gode tider, slik at de har mer å tære på i dårlige tider og kan unngå å stramme inn på utlån og forsterke tilbakeslag. Bufferen er et relativt nytt virkemiddel, og mange land har satt et positivt bufferkrav i løpet av de siste årene. En studie Norges Bank nylig har gjort, viser at det er mange likheter i landenes rammeverk, noe som gjenspeiler et felles sett med internasjonale retningslinjer.¹ Alle land oppgir at de vil frigjøre bufferen ved en kraftig nedgang i økonomien, men det er blant annet forskjeller knyttet til graden av kommunikasjon om bufferen, inkludert planer om endringer fremover (forward guidance). Land som har brukt motsykliske kapitalkrav aktivt, kommuniserer gjennomgående mer om sine vurderinger og om beslutningsgrunnlaget.

Under tilbakeslaget forårsaket av koronapandemien reduserte nesten alle landene med positiv motsyklisk kapitalbuffer sine bufferkrav, se figur 5.A. Reduksjonen av bufferen ble i enkelte land implementert samtidig med anbefalinger eller krav som begrenser utbytteutbetalinger fra bankene.²

Dette er første gang man har opplevd et kraftig økonomisk tilbakeslag etter at motsyklisk kapitalbuffer ble innført, og første gang bufferkravet har blitt satt ned i særlig grad. Det er derfor for tidlig å gjøre grundige analyser av effektene av reduksjonene i bufferkravet. En analyse Norges Bank nylig har gjort, indikerer imidlertid at lavere kapitalkrav bidrar til å dempe et tilbakeslag i økonomien.³ Analysen er basert på overgangen fra regelverket Basel I til Basel II i 2007–2008, som er et av få eksempler de siste årene hvor kapitalkravene ble vesentlig redusert for mange banker. Det var en permanent reduksjon i kapitalkravene som sammenfalt med finanskrisen.

Figur 5.A Motsyklisk buffer redusert i flere land

Krav til motsyklisk kapitalbuffer. Prosent



Kilder: Det europeiske systemrisikorådet (ESRB) og Hong Kongs sentralbank

¹ Se Arbatli, E. C. og M. A. Muneer (2020) «The countercyclical capital buffer: A cross-country overview of policy frameworks». Staff Memo 6/2020. Norges Bank. Memoet gir en oversikt over 33 lands utforming og bruk av motsyklisk kapitalbuffer.

² Irland, Island, Norge, Storbritannia og Tsjekkia ga anbefaling eller begrensninger på utbytte samtidig som de satte ned bufferen. Slovakia ventet med å sette ned bufferen til bankene kommuniserte sine planer om utbytte.

³ Se Arbatli, E. C. og R. E. Juelsrud (2020) «Countercyclical capital requirement reductions, state dependence and macroeconomic outcomes». Working Paper 9/2020. Norges Bank. Analysen dekker norske banker som ikke tar i bruk avanserte modeller til å beregne kapitalkrav (IRB-modeller).

Våre resultater viser at reduksjonen i kapitalkrav førte til en utvidelse av bankers balanse og en bred økning i utlån fra bankene. Vi finner at bankene økte utlån til både husholdninger og foretak⁴, og at økt utlånsvekst til foretak skyldtes utvidelse av kredittilbudet snarere enn en samtidig økning i kredittetterspørselen. Bankene økte også sine beholdninger av finansielle eiendeler, som kortsiktige statsobligasjoner og sentralbankinnskudd. Videre indikerer analysen at økte utlån førte til bedre realøkonomiske forhold, ved at investeringene økte i bedrifter som lånte fra banker hvor kapitalkravet ble redusert.⁵

Effekten av nedsettelse av kapitalkrav på bankenes utlån ved en økonomisk tilbakegang vil variere og avhenger særlig av to forhold. For det første vil en reduksjon i kapitalkrav trolig ha større effekt når kapitaldekningen er nær kapitalkravene. Dette er fordi banker som i utgangspunktet er nær kapitalkravet, vil få en relativt større økning i handlingsrommet når kapitalkravet reduseres. For det andre vil en reduksjon i kapitalkrav trolig være mest effektiv når foretak er solide. Det var foretak som i utgangspunktet hadde lav gjeldsgrad og lav risiko for mislighold, som drev økningen i kreditt og investeringer da kapitalkravene falt ved overgangen til Basel II.

4 Resultatene viser at en prosentenhets reduksjon i kapitalkravet øker den samlede utlånsveksten med 7,7 prosentenheter, hvorav husholdningenes utlånsvekst øker med 4,4 prosentenheter og foretaks utlånsvekst med 13 prosentenheter.

5 En reduksjon av kapitalkravet på en prosentenhets anslås å øke veksten i foretakenes kapitalinvesteringer med 7,5 prosentenheter.

BOLIGLÅNSFORSKRIFTEN HAR BEGRENSET LÅN TIL UTSATTE HUSHOLDNINGER

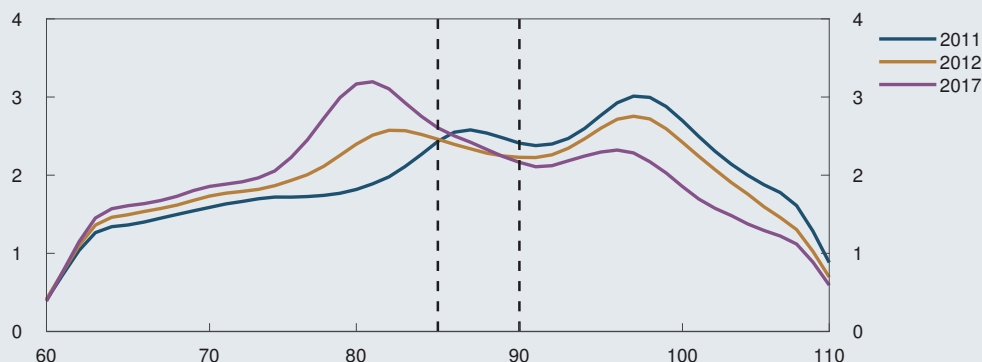
Den høye gjeldsbelastningen i husholdningene er en viktig sårbarhet i det finansielle systemet, som kan forsterke og forlenge kriser. Høy gjeld kan gjøre at husholdninger reduserer konsum ved bortfall av inntekter, økte renter eller boligprisfall. Lavere konsum kan påføre bankene tap ved at foretak mister inntekter og misligholder gjelden sin. I tillegg kan husholdninger påføre bankene tap dersom de ikke klarer å betjene sin egen gjeld.

Regulering av bankenes utlån med pant i bolig har trolig bidratt til å redusere denne sårbarheten gjennom å begrense lån til utsatte husholdninger. Analyser Norges Bank nylig har utført av kravene til belåningsgrad (gjeld som andel av boligens markedsverdi) som ble innført som retningslinjer i 2010–2012, viser at slike krav bidrar til lavere belåningsgrad og færre nye lån.¹ Da retningslinjene ble strammet inn fra 90 til 85 prosent belåningsgrad i 2012, tilpasset mange boligkjøpere seg til å ligge like under det nye kravet, se figur 5.B. Andelen som ligger like under 85 prosent var enda høyere i 2017. Det kan blant annet skyldes at reguleringen av bankenes utlånspraksis ble strammet inn i 2015 ved å forskriftsfeste kravene. Bruk av tilleggssikkerhet er trolig en viktig grunn til at mange boligkjøpere hadde høyere belåningsgrad enn kravet. Andre analyser Norges Bank har gjort, viser at innføringen av kravet til maksimal gjeldsgrad (gjeld som andel av bruttoinntekt) i 2017 hadde en dempende effekt på boligprisveksten i 2017 og inn i 2018 i regioner med en betydelig andel boligkjøpere med høy gjeldsgrad.² En oppdatert analyse finner ikke en slik effekt i 2019, men heller ikke en reversering i form av høyere boligprisvekst i områdene med en høy andel boligkjøpere med høy gjeldsgrad.³ Videre viser Finanstilsynets boliglånsundersøkelse for 2019 at innstramningen i boliglånsforskriften i 2017 har hatt effekt, se figur 5.C.

De mest sårbare husholdningene er husholdninger med høy gjeld i forhold til inntekt, lav betalingsevne og høy gjeld i forhold til boligens verdi. Ved tilbakeslag antas husholdninger som faller inn under ett eller flere av de tre målene, å i større grad redusere konsumet. De som faller inn under alle tre målene, antas også å ha større sannsynlighet for å misligholde gjelden.

Figur 5.B Boligkjøpere har tilpasset seg kravene til belåningsgrad

Fordeling av beregnet boliggjeld som andel av boligkjøpssum. Prosent

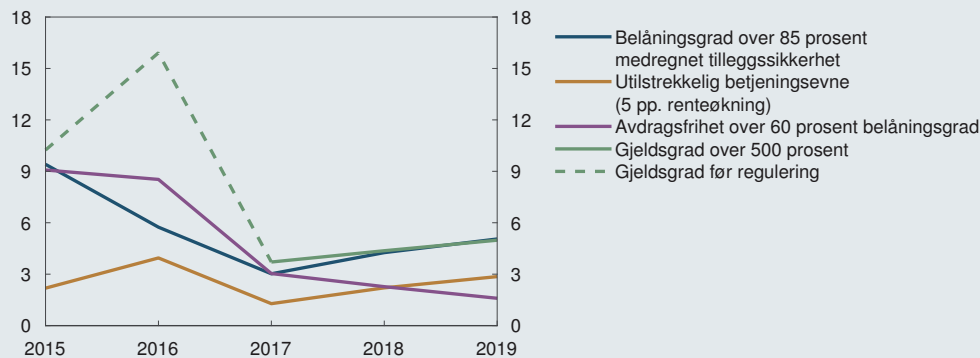


Kilde: Aastveit K.A., R.E. Juelsrud og E.G. Wold (2020): «Mortgage regulation and financial vulnerability at the household level». *Working Paper 6/2020*. Norges Bank

- 1 Aastveit, K. A., R. E. Juelsrud og E. G. Wold (2020) «Mortgage regulation and financial vulnerability at the household level». *Working Paper 6/2020*. Norges Bank.
- 2 Se Borchgrevink, H. og K. Næss (2018) «Analyser av effekter av boliglånsforskriften». *Aktuell kommentar 1/2018*. Norges Bank og analysevedlegg i Norges Banks brev til Finanstilsynet 16. august 2019.
- 3 Fahre, B. (2020) «En analyse av effekter av boliglånsforskriften». Masteroppgave ved Universitetet i Oslo.

Figur 5.C Innstramningen i boliglånsforskriften i 2017 hadde effekt

Nye nedbetalingslån i brudd med kravene i boliglånsforskriften. Prosent av samlet lånebeløp



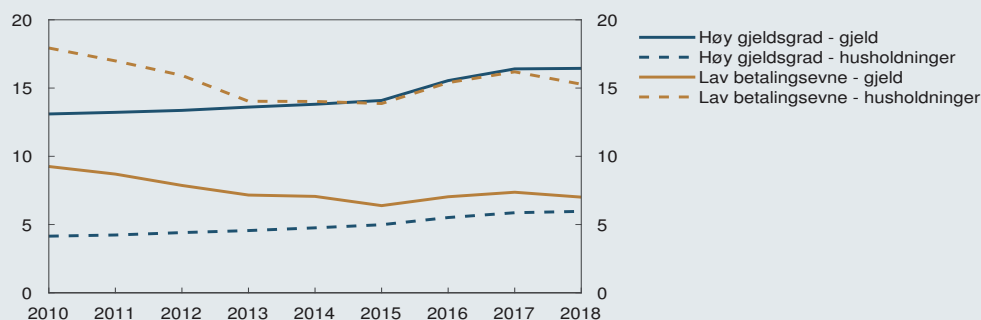
Kilde: Finanstilsynet

Andelen husholdninger som faller inn under ett eller flere av målene, falt samlet sett noe i 2018, som er siste komplette skattedata tilgjengelig for våre analyser.⁴ Andelen husholdninger med høy gjeldsgrad har økt over tid, men flatet ut i 2018, se figur 5.D. Selv om det kun gjelder 6 prosent av husholdningene, holder de over 16 prosent av husholdningenes totale gjeld. Andelen husholdninger med lav betalingsevne falt lenge som følge av god inntektsvekst, moderat økning i forbrukspriser og rentenedgang. Etter en viss økning de to forutgående årene, gikk andelen husholdninger med lav betalingssevne noe tilbake i 2018.

Foreløpige skattedata tyder på at avdempingen fortsatte i 2019, og at sårbarheten i husholdningssektoren kan ha gått ytterligere ned.⁵ Tilbakeslaget som følge av koronapandemien har gitt økt arbeidsledighet og inntektsbortfall, særlig i yrkesgrupper med lav inntekt. Det kan tilsi at andelen sårbare husholdninger vil øke i 2020. Effekten dempes av at lavere renter øker husholdningenes evne til å betjene gjelden.

Figur 5.D Avtakende vekst i sårbarheten i 2018

Andel husholdninger med høy gjeldsgrad/lav betalingsevne og andel gjeld holdt av disse



Kilder: SIFO, Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

⁴ Siden forrige rapport har vi fått skattedata for 2018 tilgjengelig for analyse. Ny sentralbanklov som trådte i kraft i januar i år, åpner for at Norges Bank fremover kan få tilgang til slike tall raskere.

⁵ Tall fra forhåndsutfylte skattemeldinger.

Vedlegg

Tabeller med detaljerte anslag

Tabell 1 Internasjonale anslag

Endring i anslag fra Pengepolitisk rapport 2/20 i parentes	Vekter ¹ Prosent	Prosentvis endring fra foregående år				
		2019	2020	2021	2022	2023
BNP						
USA	10	2,3 (0)	-4,5 (1,1)	3,6 (-0,5)	3 (0)	2,5 (-0,1)
Euroområdet	35	1,3 (0,1)	-8,3 (0,6)	5,3 (0,2)	3,4 (0,1)	2,4 (-0,2)
Storbritannia	11	1,5 (0,1)	-10,4 (-0,2)	5,7 (-0,5)	3,6 (0,1)	2,8 (-0,2)
Sverige	13	1,3 (0,1)	-3,5 (1,2)	3,9 (-0,2)	2,9 (-0,2)	2,2 (-0,2)
Kina	6	6,1 (0)	2 (1)	7,9 (1,3)	5,7 (-0,1)	5,6 (-1,2)
13 handelspartnere ¹	100	2	-5,9	4,9	3,4	2,7
5 handelspartnere ²		2 (0,1)	-6,1 (0,7)	5,2 (0,1)	3,5 (0)	2,8 (-0,3)
Priser						
Underliggende prisvekst ³		1,4 (0)	1,2 (0,2)	1,1 (0,2)	1,3 (0,1)	1,7 (0)
Priser på konsumvarer Norge importerer ⁴		1,7 (0)	0,6 (-0,3)	0,3 (0)	0,6 (0)	0,7 (0)

1 I aggregatet inngår: Euroområdet, Kina, Storbritannia, Sverige, USA, Brasil, Danmark, India, Polen, Sør-Korea, Singapore, Thailand og Tyrkia. Eksportvekter.

2 I aggregatet inngår: Euroområdet, Kina, Storbritannia, Sverige og USA. Eksportvekter.

3 I aggregatet for underliggende prisvekst inngår: Euroområdet, Storbritannia, Sverige og USA. Importvekter.

4 Målt i utenlandsk valuta. Inkludert vridningseffekter.

Kilder: IMF, Refinitiv Datastream og Norges Bank

Tabell 2a Konsumpriser. Tolvmånedersvekst. Prosent

	2020						
	jun	jul	aug	sep	okt	nov	des
KPI							
Faktisk	1,4	1,3	1,7				
Anslag PPR 2/20	1,4	1,4	1,9	2,1			
Anslag PPR 3/20				2,1	2,3	2,1	2,5
KPI-JAE							
Faktisk	3,1	3,5	3,7				
Anslag PPR 2/20	3,2	3,2	3,2	3,0			
Anslag PPR 3/20				3,6	3,7	3,4	3,5
Importerte varer i KPI-JAE							
Faktisk	3,3	3,8	4,6				
Anslag PPR 2/20	3,1	3,2	3,8	3,5			
Anslag PPR 3/20				4,5	4,5	4,5	4,6
Norskproduserte varer og tjenester i KPI-JAE							
Faktisk	3,1	3,2	3,2				
Anslag PPR 2/20	3,3	3,3	3,0	2,7			
Anslag PPR 3/20				3,0	3,2	2,8	2,9

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Tabell 2b BNP for Fastlands-Norge. Kvartalsvekst. Sesongjustert. Prosent

	2020			
	1. kv.	2. kv.	3. kv.	4. kv.
Faktisk	-2,2	-6,3		
Anslag PPR 2/20		-6,1	5,0	
Anslag PPR 3/20			5,2	1,3

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Tabell 2c BNP for Fastlands-Norge. Månedsvkst. Sesongjustert. Prosent

	2020						
	jun	jul	aug	sep	okt	nov	des
Faktisk	3,7	1,1					
Anslag PPR 2/20	2,8	1,0	1,0	0,9			
Anslag PPR 3/20			0,9	0,5	0,3	0,3	0,1

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Tabell 2d Registrert ledighet (rate). Prosent av arbeidsstyrken. Sesongjustert

	2020						
	jun	jul	aug	sep	okt	nov	des
Faktisk	5,0	4,7	4,2				
Anslag PPR 2/20	5,0	4,6	4,2	4,0			
Anslag PPR 3/20				3,8	3,8	3,7	3,7

Kilder: NAV og Norges Bank

Tabell 3 Anslag på makroøkonomiske hovedstørrelser

Endring i anslag fra Pengepolitisk rapport 2/20 i parentes	Mrd.kr. 2019	Prosentvis endring fra foregående år (der annet ikke fremgår)				
		2019	2020	2021	2022	2023
Priser og lønninger						
KPI		2,2	1,6 (0,0)	3,1 (-0,2)	1,9 (-0,1)	1,6 (-0,1)
KPI-JAE		2,2	3,1 (0,1)	2,3 (-0,3)	1,7 (-0,1)	1,5 (-0,1)
Årslønn		3,5	1,9 (0,0)	2,1 (0,1)	2,3 (0,0)	2,8 (0,0)
Realøkonomi						
Bruttonasjonalprodukt (BNP)	3549	1,2	-1,8 (-0,1)	3,8 (0,0)	2,9 (0,1)	1,9 (-0,1)
BNP for Fastlands-Norge	3039	2,4	-3,6 (-0,1)	3,7 (0,0)	2,7 (0,2)	1,8 (-0,2)
Produksjonsgap for Fastlands-Norge (nivå)		0,2	-3,4 (0,2)	-1,8 (0,0)	-0,6 (0,2)	-0,2 (0,0)
Sysselsetting, personer, KNR		1,6	-2,0 (-0,2)	0,5 (0,4)	1,7 (-0,2)	1,0 (-0,3)
Registrert ledighet (rate, nivå)		2,3	5,0 (0,0)	3,2 (0,0)	2,7 (-0,1)	2,5 (-0,1)
Etterspørsel						
Etterspørsel fra Fastlands-Norge	3209	2,2	-4,9 (-1,6)	5,0 (0,4)	3,8 (0,5)	2,6 (0,1)
- Husholdningenes konsum	1598	1,6	-7,5 (-2,3)	7,7 (1,4)	5,4 (1,1)	3,2 (0,1)
- Foretaksinvesteringer	335	5,6	-12,6 (1,7)	-7,6 (-3,7)	5,8 (-0,2)	5,4 (0,7)
- Boliginvesteringer	196	-0,9	-5,7 (3,7)	5,3 (3,1)	4,1 (-0,7)	3,3 (0,1)
- Offentlig etterspørsel	1079	2,8	1,7 (-2,3)	4,5 (-0,2)	0,8 (-0,3)	0,9 (-0,2)
Petroleumsinvesteringer	178	12,9	-3,0 (1,0)	-12,0 (-2,0)	-2,0 (3,0)	8,0 (3,0)
Eksport fra Fastlands-Norge	707	5,4	-8,7 (0,4)	2,6 (-2,0)	5,5 (-1,0)	4,2 (-1,2)
Import	1252	5,2	-12,5 (-3,4)	4,7 (-0,8)	6,7 (0,4)	4,8 (0,0)
Boligpriser og gjeld						
Boligpriser		2,6	3,7 (1,0)	5,2 (1,2)	3,7 (0,8)	2,6 (0,4)
Kreditt til husholdningene (K2)		5,0	4,8 (0,8)	4,3 (0,0)	4,2 (0,0)	4,2 (0,0)
Renter, valutakurs og oljepris						
Styringsrente (nivå)		1,1	0,4 (0,0)	0,0 (0,0)	0,1 (0,0)	0,5 (0,0)
Importveid valutakurs (I-44) (nivå)		107,6	115,0 (-1,0)	113,4 (-1,5)	112,3 (-2,0)	111,4 (-2,1)
Pengemarkedsrente hos handelspartnere (nivå)		0,5	0,0 (0,0)	-0,2 (-0,1)	-0,2 (-0,1)	-0,1 (-0,1)
Oljepris Brent Blend. USD per fat		64,4	41,6 (2,1)	45,7 (4,0)	47,9 (3,8)	49,6 (3,4)
Husholdningenes inntekt og sparing						
Disponibel realinntekt		2,8	1,5 (1,5)	1,1 (-0,9)	2,0 (-0,6)	2,4 (0,3)
Sparerate (rate, nivå)		7,6	14,5 (3,4)	9,1 (1,7)	6,2 (0,3)	5,4 (0,3)
Sparerate utenom aksjeutbytte (rate, nivå)		3,2	11,0 (3,9)	5,2 (2,0)	2,2 (0,4)	1,6 (0,6)
Netto finansinvesteringer utenom aksjeutbytte (rate, nivå)		-2,5	6,4 (3,4)	0,4 (1,2)	-3,1 (-1,2)	-4,0 (-1,5)
Finanspolitikken						
Strukturelt, oljekorrigert underskudd som andel av SPU		3,0	3,8 (-0,5)	3,5 (-0,3)	3,4 (-0,3)	3,3 (-0,2)

Kilder: Eiendom Norge, Eiendomsverdi, Finn.no, NAV, Refinitiv Datastream, Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Omslag og grafisk utforming: Brandlab
Layout: 07 Media AS
Teksten er satt med 9,5 pkt Azo Sans Regular
ISSN: 1894-0234 (online)

NORGES BANK
Bankplassen 2, Postboks 1179 Sentrum, 0107 Oslo
Telefon 22316000
www.norges-bank.no

Pengepolitisk rapport 3|20 – september

