



NORGES BANK

4 | 20

DESEMBER

**PENGEPOLITISK
RAPPORT**
MED VURDERING AV FINANSIELL STABILITET

Innhold

PENGEPOLITISKE VURDERINGER	5
<i>Tre ulike antakelser om vaksine, smitte og smitteverntiltak</i>	10
DEL 1: PENGEPOLITIKKEN	
1 INTERNASJONAL ØKONOMI	14
<i>Utsikter til lav prisvekst ute, men usikkerheten er høy</i>	18
2 FINANSIELLE FORHOLD	21
2.1 Rentene	21
2.2 Kronekursen	23
3 NORSK ØKONOMI	24
3.1 Den økonomiske utviklingen	24
3.2 Kostnader og priser	34
<i>Historisk høy sparing i husholdningene</i>	38
4 PENGEPOLITISK ANALYSE	41
4.1 Mål og tilbakeblikk	41
4.2 Modellteknisk tolkning av ny informasjon	42
4.3 Rentebane og renteregnskap	43
<i>Nyheter og endringer i rentebanen når renten er nær null</i>	47
DEL 2: FINANSIELL STABILITET	
5 FINANSIELL STABILITET - BESLUTNINGSGRUNNLAG FOR MOTSYKLISK KAPITALBUFFER	50
5.1 Tilgang på kreditt	50
5.2 Finansielle ubalanser	51
5.3 Bankene	56
VEDLEGG	
Anslagstabeller	59

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 49.

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 4/20

På møtene 1. og 8. desember 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 16. desember 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 økt smittespredning og strengere smittevern bidratt til å dempe aktiviteten, men det er utsikter til en raskere oppgang gjennom neste år. Det er stor usikkerhet om den videre gjeninnhenting i økonomien.

Norges Banks komité for pengepolitikk og finansiell stabilitet vedtok å holde styringsrenten uendret på null prosent på rentemøtet 16. desember. Det er utsikter til at styringsrenten blir liggende på dagens nivå en god stund fremover.

Oppgangen internasjonalt bremses av økt smittespredning

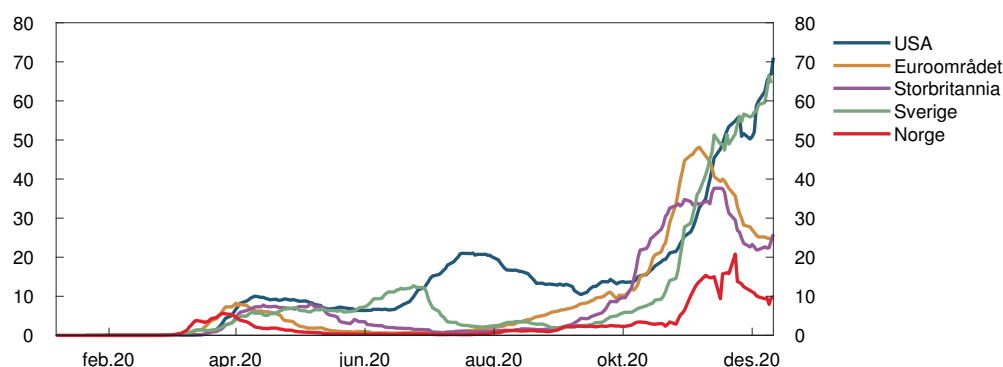
Koronautbruddet førte til et alvorlig tilbakeslag i internasjonal økonomi. Aktiviteten hos Norges handelspartnere tok seg betydelig opp gjennom sommeren og var i tredje kvartal høyere enn lagt til grunn i forrige rapport. En markert økning i spredningen av koronaviruset og strengere smitteverntiltak i mange land demper nå den økonomiske aktiviteten. Tilgang på vaksine vil trolig bidra til en raskere oppgang gjennom neste år enn anslått i forrige rapport. Høy arbeidsledighet og lav lønnsvekst vil trolig bidra til at inflasjonen internasjonalt holder seg lav i årene fremover. Markedsprisingen indikerer fortsatt forventninger om svært lave renter hos Norges handelspartnere i lang tid.

Oljeprisen har steget siden forrige rapport og er nå rundt 50 dollar. Europeiske gasspriser har fortsatt å stige. Prisene på leveranser av olje og gass frem i tid indikerer om lag uendrede olje- og gasspriser de neste årene.

Markedsuroen som oppstod i kjølvannet av koronautbruddet, avtok gjennom våren og sommeren. Siden forrige rapport har det vært relativt store bevegelser i finansmarkedene. Positive vaksinenyheter har bidratt til oppgang i globale aksjemarkeder. Langsiktige amerikanske renter har økt siden september, mens langsiktige renter i euroområdet har falt. Risikopåslagene i obligasjonsmarkedene har falt videre både ute og hjemme.

Figur A Betydelig økning i registrerte smittede utover høsten

7-dagers glidende snitt av nye smittede tilfeller per 100 000 innbyggere



Kilder: Refinitiv Datastream og Norges Bank

Figur B Kronen har styrket seg

Importveid valutakursindeks (I-44)



Kilde: Norges Bank

Påslagene i det norske pengemarkedet har steget og vært litt høyere enn ventet. Boliglånsrentene er lite endret siden forrige rapport.

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 har trolig bidratt til å styrke kronen. Siden forrige rapport har det vært en del svingninger i kronekursen, men kronen er nå sterkere enn lagt til grunn i september.

Utsikter til betydelig gjeninnhenting neste år

Etter at koronautbruddet bidro til en markert nedgang i norsk økonomi i mars og april, har den økonomiske aktiviteten tatt seg opp og arbeidsledigheten har kommet ned fra historisk høye nivåer. BNP for Fastlands-Norge var i oktober 1,5 prosent lavere enn i februar. Nivået var høyere enn anslått i forrige rapport.

Det er særlig høyere etterspørsel fra husholdningene som har bidratt til økt aktivitet i fastlandsøkonomien siden i vår. Husholdningenes konsum av varer har tatt seg markert opp, men samlet konsum er fortsatt lavt. Ettersom inntektene for de fleste husholdninger har holdt seg oppe, har en lang periode med begrensede forbruksmuligheter bidratt til at spareraten har kommet opp på et svært høyt nivå. Husholdningenes høye sparing gir rom for en sterk vekst i forbruket fremover, men det er stor usikkerhet om hvor raskt og hvor mye spareraten vil falle.

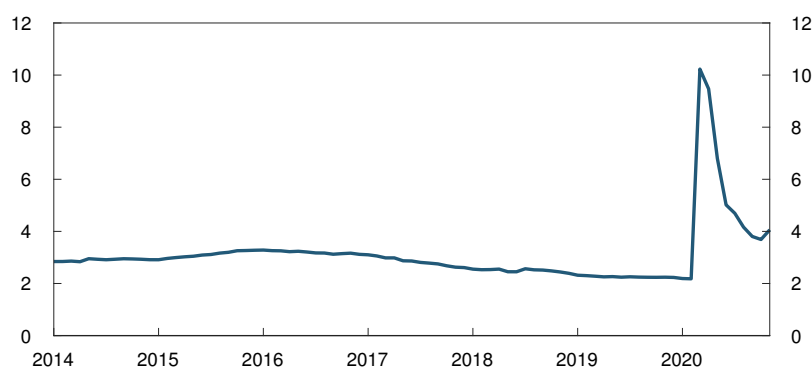
Utover høsten har smittespredningen økt også i Norge, og det er innført strengere smitteverntiltak. Husholdningenes etterspørsel faller, og den økonomiske oppgangen blir satt på vent. Bedriftene i Norges Banks regionale nettverk rapporterte i november at de ser for seg svak vekst i aktiviteten fremover.

Antall permitterte har igjen økt. Den registrerte arbeidsledigheten steg til 4,1 prosent i november, som er høyere enn anslått i forrige rapport. Langtidsledigheten har økt betydelig, særlig blant de yngste. En ny periode med lav vekst kan bidra til at det tar enda lengre tid før de som nå er arbeidsledige kommer tilbake i jobb.

Aktiviteten i boligmarkedet har tatt seg videre opp utover høsten. Det har vært høy omsetning av boliger, og boligprisene har steget mer enn anslått. Kredittveksten til husholdningene har steget litt, i tråd med anslagene i forrige rapport.

Figur C Arbeidsledigheten har økt igjen

Registrerte helt ledige som andel av arbeidsstyrken. Sesongjustert. Prosent



Kilde: NAV

Siden forrige rapport er det blitt mer sannsynlig at en eller flere vaksiner vil gjøres bredt tilgjengelig i løpet av 2021. Vaksiner mot koronaviruset vil trolig gi et klart løft i den økonomiske aktiviteten gjennom neste år. Det er fortsatt usikkerhet om det videre forløpet til pandemien og de økonomiske konsekvensene.

Økt smittespredning og gjeninnføringen av smitteverntiltak har ført til at regjeringen har kommet med nye økonomiske tiltak for 2021 som gir noe høyere offentlig pengebruk til neste år enn indikert i nasjonalbudsjettet. Det vedtatte budsjettet kan tyde på at bruken av oljepenger neste år blir litt lavere enn det som ble lagt til grunn i september-rapporten.

Prisveksten har avtatt

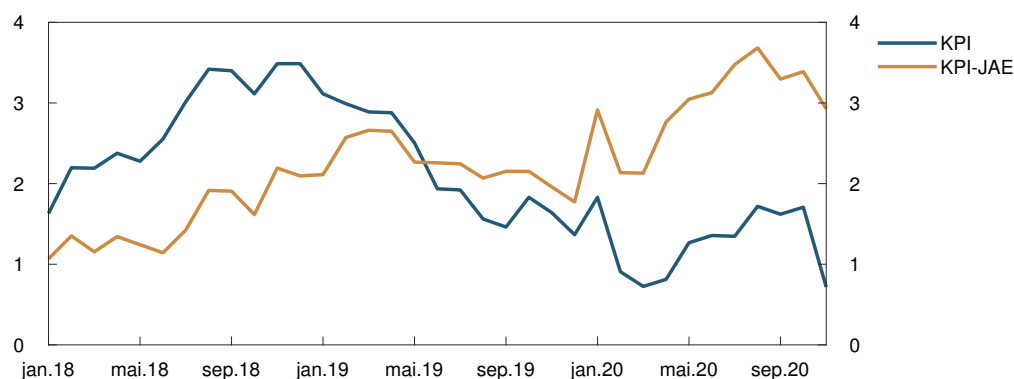
Den underliggende prisveksten, målt ved konsumprisindeksen (KPI) justert for avgifts- endringer og uten energivarer (KPI-JAE), tiltok gjennom våren og sommeren. Oppgangen kan i hovedsak forklares av høyere prisvekst på importerte varer, noe som igjen må ses i sammenheng med kronesvekkelsen gjennom vinteren og våren. De siste månedene har prisveksten avtatt og vært lavere enn anslått i forrige rapport. I november var tolv-månedersveksten i KPI-JAE 2,9 prosent. Norges Banks forventningsundersøkelse indikerer at inflasjonsforventningene på noe lengre sikt er godt forankret rundt inflasjons-målet.

Lavere energipriser bidro til at veksten i KPI avtok markert gjennom fjoråret. Tolv-månedersveksten i KPI tok seg opp gjennom våren og sommeren, men falt brått til 0,7 prosent i november. Fremtidsprisene for elektrisitet og drivstoff har falt siden september og indikerer nå en mindre oppgang i energiprisene gjennom neste år enn tidligere lagt til grunn. Det kan bidra til at veksten i KPI vil stige betydelig mindre det kommende året enn anslått i forrige rapport.

Årets lønnsoppgjør startet i august, og på bakgrunn av frontfagsoppgjøret ble lønns-rammen for industrien samlet anslått til 1,7 prosent. Lønnsoppgjørene for øvrig ser ut til å ha vært i tråd med denne rammen. En markert nedgang i antall sysselsatte i næringer med lavt lønnsnivå bidrar isolert sett til å løfte den samlede årslønnsveksten noe. Denne sammensetningseffekten ser ut til å være større enn tidligere antatt, og lønns-veksten i år anslås nå til 2,2 prosent.

Figur D Prisveksten har avtatt

KPI og KPI-JAE. Tolv månedersvekst. Prosent



Kilde: Statistisk sentralbyrå

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. Gjeninnhentingens bremses nå av den økte smitten og strengere smittevern. På den annen side har det kommet positive vaksine-nyheter, og det er utsikter til at vaksineringen kan starte i løpet av kort tid. Det vil kunne gi en raskere oppgang i den økonomiske aktiviteten enn tidligere antatt. Likevel vil det trolig ta tid før produksjon og sysselsetting er tilbake på nivåene fra før pandemien.

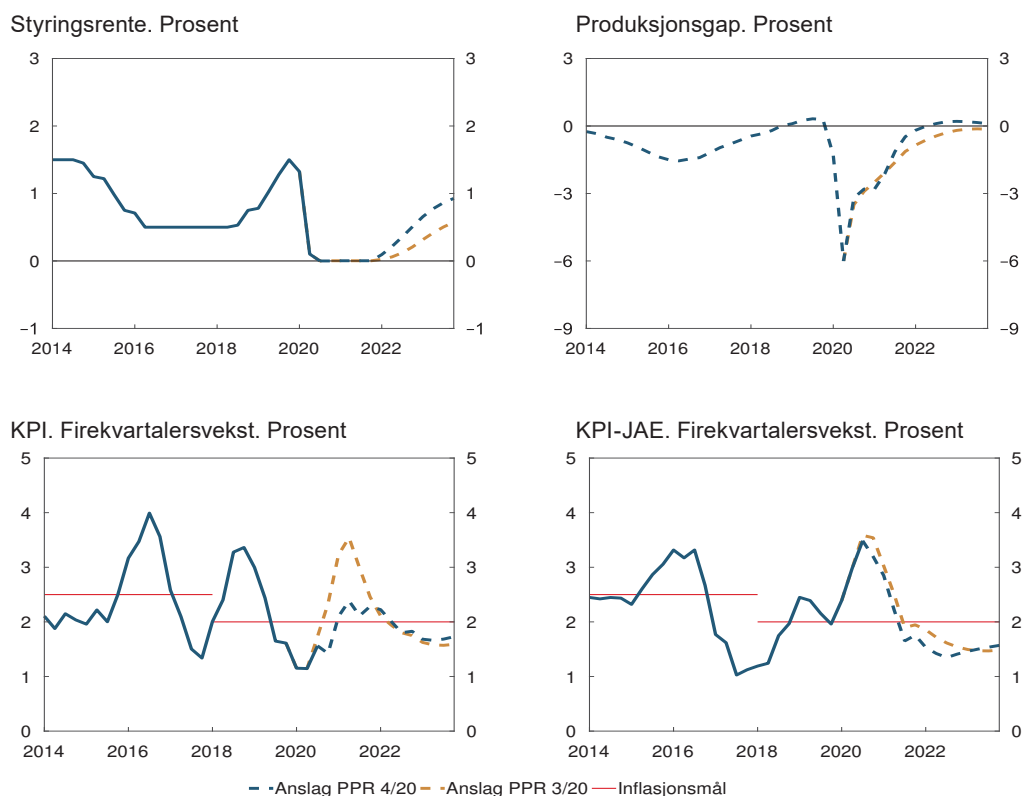
Den underliggende inflasjonen er over målet, men styrkingen av kronen siden mars og utsikter til lav lønnsvekst tilsier at den vil avta videre fremover. Så lenge kapasitetsutnyttningen øker, er det begrenset risiko for at inflasjonen blir for lav.

I de pengepolitiske avveiningene 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. På den annen side var komiteen opptatt av at boligprisene har steget markert siden i vår og 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 innebærer en rente på dagens nivå i over ett år fremover. Fra første halvår 2022 øker renten gradvis etter hvert som aktiviteten nærmer seg et mer normalt nivå. Prognosen innebærer en noe raskere renteoppgang enn anslått i forrige rapport. Med en slik utvikling i renten er det utsikter til at kapasitetsutnyttningen stiger gradvis, og at produksjonsgapet lukkes i løpet av prognoseperioden. Arbeidsledigheten anslås å avta, men bli liggende noe høyere enn før pandemien. Den underliggende prisveksten ventes å avta det neste halvannet året, før den stiger til noe over 1,5 prosent mot slutten av prognoseperioden.

Figur E Lav styringsrente bidrar til å nå målene for pengepolitikken



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

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
 Ingvild Almås
 Jeanette Fjære-Lindkjenn

16. desember 2020

TRE ULIKE ANTAKELSER OM VAKSINE, SMITTE OG SMITTEVERNTILTAK

Det er stor usikkerhet om den videre økonomiske utviklingen, både i Norge og internasjonalt. Utviklingen avhenger i stor grad av hvor raskt vaksiner vil kunne skje og hvor effektivt vaksinene vil kunne beskytte mot sykdom og smitte, som i sin tur vil bestemme det videre smitteforløpet og behovet for smittevern. Det har i den senere tiden kommet stadig flere positive vaksinenyheter. En av vaksinene er nå godkjent i Storbritannia, USA og Canada, og vaksiner av utsatte grupper har allerede startet. EU og Norge følger trolig etter om kort tid. Det ligger an til at flere vaksiner kan bli godkjent i Europa og USA den neste måneden. Vaksiner er også påbegynt i enkelte fremvoksende økonomier med vaksiner utviklet i Russland og Kina. Sannsynligheten for at en effektiv vaksine blir bredt tilgjengelig i løpet av 2021 har økt betydelig siden forrige rapport. Samtidig har økt smitte og nye innstramminger gjennom fjerde kvartal i år bidratt til å svekke de økonomiske utsiktene på kort sikt.

I vårt hovedbilde, som ligger til grunn for anslagene i denne rapporten, antar vi at vaksiner av utsatte grupper starter i løpet av første kvartal 2021, og at befolkningen både i Norge og de landene vi handler mest med langt på vei er vaksinert innen utgangen av 2021, se tabell A. Antakelsene for Norge det nærmeste halvåret er godt forenlig med de siste risikovurderingene fra Folkehelseinstituttet, hvor det heter at: «Vaksinasjon kan sannsynligvis begynne i løpet av første halvår 2021, og det er håp om at store deler av risikogruppa og en del helsepersonell kan bli vaksinert før sommeren».¹ Vi legger videre til grunn at smittespredningen etter hvert avtar i løpet av første kvartal 2021, som en følge av allerede innførte smitteverntiltak. Smitteverntiltakene reverseres gradvis gjennom året. Mot slutten av 2021 vil det likevel fortsatt være noen restriksjoner knyttet til internasjonal reisevirksomhet.

Hovedscenariot bygger på det vi nå vurderer som det mest sannsynlige forløpet for vaksinasjonsgrad og smitteverntiltak. Usikkerheten er imidlertid stor. Vaksinasjonsprosessen kan både gå raskere og ta lenger tid enn det som ligger til grunn i hovedbildet. Vi har valgt å illustrere mulige økonomiske implikasjoner av usikkerheten vi står overfor med et oppside- og nedside-scenario som reflekterer to alternative, men likevel sannsynlige, sett av forutsetninger knyttet til det videre vaksine- og smitteverntiltak.

Tabell A Tidslinje vaksiner og smitteverntiltak

	2021				2022			
	1. kv	2. kv	3. kv	4. kv.	1. kv	2. kv	3. kv	4. kv.
Oppside	Utsatte grupper	Befolkning						
Hovedbilde	Utsatte grupper	Utsatte grupper / Befolkning	Befolkning	Befolkning				
Nedside	Utsatte grupper	Utsatte grupper	Utsatte grupper / Befolkning	Befolkning	Befolkning	Befolkning		

■ Strenge smitteverntiltak
 ■ Mindre strenge smitteverntiltak
 ■ Noen smitteverntiltak
 ■ Få eller ingen smitteverntiltak

¹ Se «COVID-19-EPIDEMIEN: Kunnskap, situasjon, prognose, risiko og respons i Norge etter uke 48». Rapport, Folkehelseinstituttet, 30. november 2020.

Oppsidescenarioet bygger på at produksjonskapasiteten for allerede tilgjengelige vaksiner økes raskt og at ytterligere vaksiner som nå befinner seg i siste utviklingsfase, blir godkjent og kommer i produksjon. I tillegg legger vi her til grunn at distribusjonen av vaksinene ut i befolkningen skjer uten forsinkelser slik at vaksinerings av utsatte grupper fullføres i løpet av første kvartal 2021 og en tilstrekkelig vaksinasjonsgrad oppnås allerede sommeren 2021. Videre antar vi at eksisterende smitteverntiltak er effektive, og at smittetallene faller relativt raskt både her hjemme og internasjonalt. Smitteverntiltakene lettes gradvis i takt med at smitten avtar og utsatte grupper blir vaksinert.

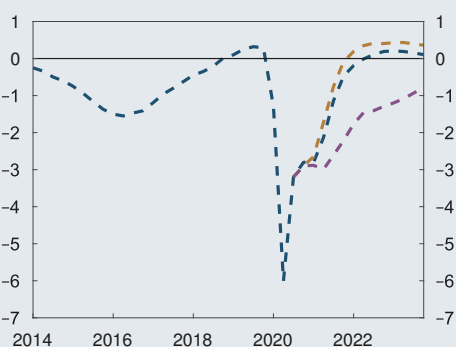
I *nedsidescenarioet* legger vi til grunn at flaskehalsen både i produksjons- og distribusjonsleddet gjør at vaksinerings kommer senere i gang og tar lenger tid enn i hovedscenariet. Vi antar også at smitteverntiltakene som nå er innført ikke er like effektive som i vår, slik at en rekke tiltak må videreføres gjennom 2021. Vi kan også få en ytterligere innstramning, før en gradvis avvikling vil kunne skje gjennom 2022 i takt med at vaksinasjonsgraden øker. Dette scenariet kan også romme et smittevernforløp der perioder med oppmyking blir etterfulgt av økt smitte og nye innstramminger, slik vi så i høst. Vi legger til grunn en tilsvarende utvikling hos våre viktigste handelspartnere. I et slikt scenario får vi derfor lite økonomisk drahjelp fra utlandet.

Figur F Betydelig usikkerhet om utviklingen fremover

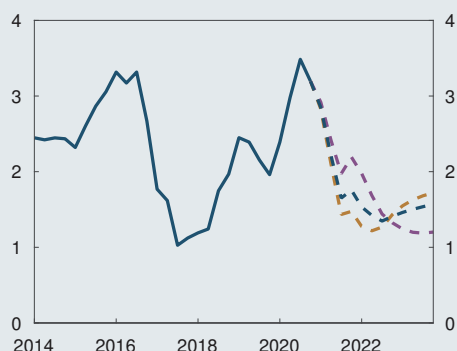
Kvartalsvis BNP for Fastlands-Norge.
Mrd. Kroner



Produksjonsgap. Prosent



KPI-JAE. Firekvartalersvekst. Prosent



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



— Hovedbane — Oppside — Nedside

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Anslagene for økonomiske nøkkelstørrelser de nærmeste kvartalene i henholdsvis oppside- og nedsidescenarioene er blant annet basert på våre vurderinger av utviklingen i enkelt næringer under de to alternative antakelsene om vaksine- og smittevernforløp hjemme og ute. For utviklingen lenger frem, når situasjonen antas å normaliseres, bygger scenarioene på anslag fra vår makroøkonomiske hovedmodell NEMO. Når det gjelder styringsrenten, har vi modellteknisk lagt til grunn at den er null prosent helt til modellanalysen eventuelt tilsier en renteoppgang.

I oppsidescenarioet vil lave smittetall og rask avvikling av smitteverntiltak bidra til økt aktivitet i handels- og tjenestenæringene allerede fra januar. Videreføring av avstandskrav medfører likevel redusert kapasitet i mange næringer en stund fremover. Reiselivsnæringen vil kunne få økt aktivitet fra sommeren 2021. Utfasingen av smitteverntiltakene gjør at privat konsum, og etter hvert også foretaksinvesteringene, øker markert gjennom 2021, se tabell B.

I dette scenarioet tar både produksjonen og sysselsettingen seg raskere opp enn i hovedscenarioet, og produksjonsgapet lukkes allerede i løpet av tredje kvartal 2021, se figur F. En tidligere og mer markert oppgang i styringsrenten bidrar sammen med høyere oljepris til en styrking av kronekursen. Det trekker inflasjonen ned på kort sikt. Høyere lønnsvekst fører likevel til at inflasjonen blir noe høyere enn i hovedscenarioet mot slutten av perioden.

I nedsidescenarioet vil en rekke næringer knyttet til reiseliv, kultur, fritid og enkelte andre tjenester, oppleve en svak utvikling også i 2021. Nedgangen i BNP dempes av at etterspørselen i noen grad vris mot andre næringer som for eksempel innenlandsk vareproduksjon og -handel. Videre antar vi at offentlige myndigheter viderefører støtteordninger etter behov, med en kompensasjonsgrad på linje med det vi har sett hittil i år. Dette demper i noen grad de negative virkningene av smitteverntiltakene. Likevel blir utviklingen i BNP en god del svakere enn i hovedscenarioet, se figur F.

Tabell B Anslag makroøkonomiske hovedstørrelser

	Oppside				Nedside			
	2020	2021	2022	2023	2020	2021	2022	2023
Internasjonalt								
BNP handelspartnere	-5,4	4,9	4,9	2,6	-5,4	0,8	5,1	2,6
Oljepris ¹	41,7	52,5	56,5	59,0	41,7	36,8	36,6	38,7
Norge								
BNP for Fastlands-Norge	-3,5	4,5	3,2	1,5	-3,5	2,1	2,0	1,7
- Husholdningenes konsum	-8,3	7,0	7,2	3,0	-8,3	1,8	5,4	4,3
- Petroleumsinvesteringer	-6,0	-5,0	-2,0	12,0	-6,0	-9,0	-11,0	1,0
- Foretaksinvesteringer	-6,4	4,2	7,1	2,9	-7,3	-9,4	3,9	6,1
Registrert ledighet (rate)	5,0	3,0	2,4	2,4	5,0	3,8	3,0	2,8
Valutakurs (I-44)	115,0	110,3	109,6	108,9	115,0	114,3	114,0	113,9
Årslønn	2,2	2,1	2,5	2,9	2,2	1,8	1,9	2,2
KPI-JAE	3,0	2,0	1,3	1,6	3,0	2,4	1,6	1,2

¹ Brent Blend. USD per fat

Kilder: Refinitiv Datastream, Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Svak vekst i samlet etterspørsel gjennom 2021 vil bidra til at sysselsettingen blir liggende lavere enn i hovedscenariot gjennom hele prognoseperioden, selv om avstanden avtar noe mot slutten. Vedvarende høyere ledighet, lave investeringer og en økning i antall konkurser bidrar til å trekke ned det langsiktige produksjonspotensialet. De avdempede vekstutsiktene og den høye ledigheten betyr også at lønnsveksten i 2021 blir relativt lav. Likevel ligger det an til at inflasjonen i første del av perioden blir liggende høyere enn i hovedbanen. Det må ses i sammenheng med at et ventet fall i oljeprisen bidrar til en vedvarende svakere kronekurs. I dette scenarioet er det utsikter til at styringsrenten blir værende på dagens nivå gjennom store deler av prognoseperioden.

1 Internasjonal økonomi

Aktivitetsnivået hos Norges handelspartnere tok seg betydelig opp i sommer. I høst har en markert økning i smitten ført til strengere smitteverntiltak i mange land, noe som demper aktiviteten på kort sikt. Tilgang på vaksine vil trolig bidra til å løfte veksten fra neste vår. BNP hos handelspartnerne anslås å være tilbake på nivået fra før virusutbruddet i slutten av 2021. Den underliggende prisveksten vil trolig holde seg lav de nærmeste årene. Markedsprisingen indikerer forventninger om svært lave renter hos handelspartnerne i lang tid fremover.

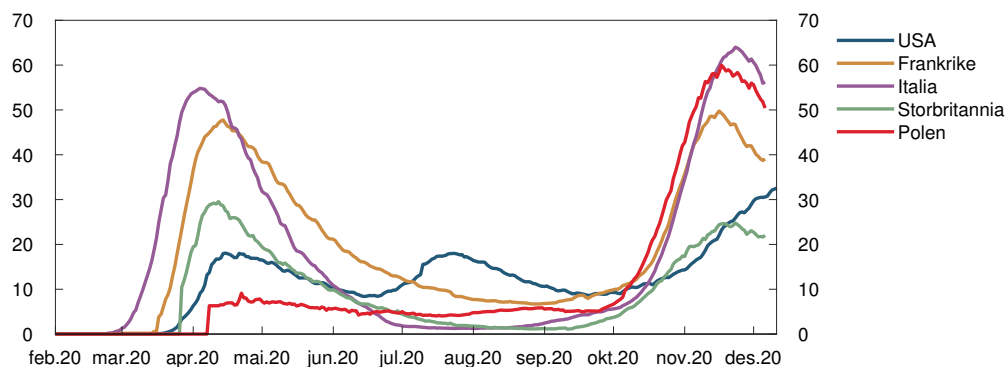
Gjeninnhentingens bremses av økt smitte før vaksine løfter veksten

Den økonomiske aktiviteten internasjonalt har tatt seg betydelig opp etter det markerte fallet i vår. Fra andre til tredje kvartal økte BNP hos handelspartnerne med over 9 prosent. Offentlige stønadsordninger har holdt husholdningenes inntekter oppe og bidratt til en rask oppgang i konsumet. BNP-veksten i tredje kvartal var sterkere enn ventet i forrige rapport, særlig i euroområdet og USA.

Etter lavere smitte frem til sommeren, økte antall nye smittede betydelig i Europa og USA i høst (figur A). Antall sykehusinnleggelser økte også markert, se figur 1.1. Flere land innførte restriksjoner og nedstengninger. Tjenestesektoren rammes på nytt hardt. For å avhjelpe situasjonen har myndighetene i flere land videreført ulike støttetiltak. Mobilitetsdata indikerer fallende aktivitet innen varehandel, kultur og servering i høst, se figur 1.2. I euroområdet anslår vi at BNP vil falle betydelig fra tredje til fjerde kvartal. De strengere smitteverntiltakene har ført til nedgang i smitte og økt mobilitet de siste ukene, og vi anslår at BNP øker noe i første kvartal 2021. I USA venter vi fortsatt vekst i fjerde kvartal, men økende smitte og strengere smitteverntiltak vil trolig bidra til fall i aktiviteten i første kvartal neste år. I fremvoksende økonomier i Asia er det kun moderat økning i smitten, og vi venter at aktivitetsnivået der tar seg ytterligere opp de nærmeste kvartalene.

Figur 1.1 Markert økning i sykehusinnleggelser i høst

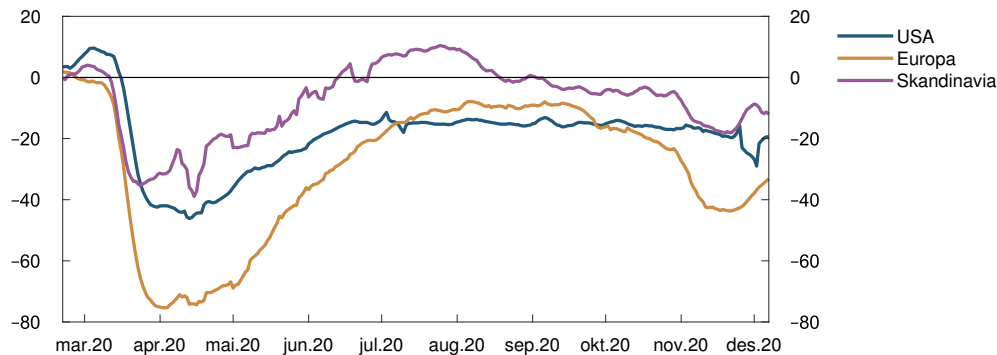
Antall innlagte på sykehus per 100 000 innbyggere



Kilder: covidtracking.com, ECDC, Refinitiv Datastream og Norges Bank

Figur 1.2 Fallende aktivitet i varehandel, kultur og servering i høst

Mobilitet innen detaljhandel og rekreasjon for utvalgte handelspartnere. 7-dagers glidende snitt. Prosentvis avvik fra referanseverdi



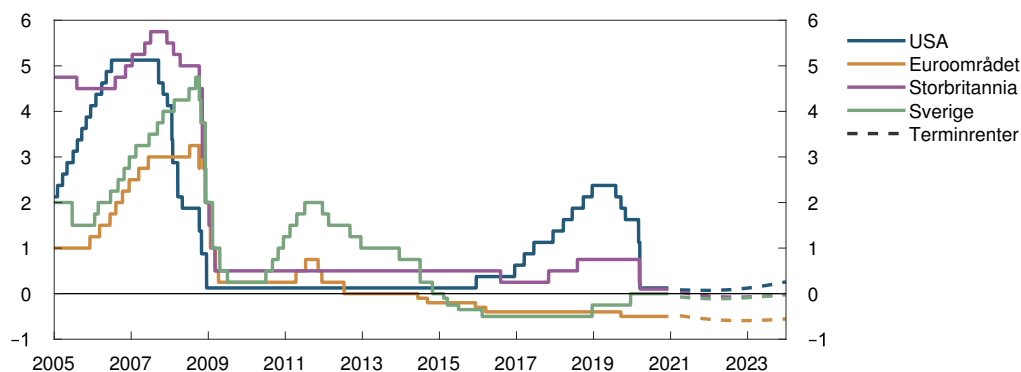
Kilder: Google COVID-19 Community Mobility Reports, IMF og Norges Bank

Til tross for forverring av smitteutviklingen i mange land, har positive nyheter om utviklingen av vaksine bidratt til oppgang i globale aksjemarkeder. Fortsatt penge- og finanspolitisk stimulans og avklaringene rundt valget i USA har også bidratt positivt. Langsiktige amerikanske renter har økt siden forrige rapport, mens langsiktige renter i euroområdet har falt noe. Den europeiske sentralbanken har annonsert en utvidelse av sitt aktivkjøpsprogram samt andre tiltak for å gjøre pengepolitikken mer ekspansiv. Sentralbankene i Storbritannia og Sverige har også utvidet sine aktivkjøpsprogrammer. Risikopåslagene for foretaksobligasjoner har fortsatt å falle litt. Markedsprisingen indikerer forventninger om at styringsrentene hos våre viktigste handelspartnere vil være svært lave i lang tid fremover, se figur 1.3.

Økt smitte og strengere smitteverntiltak demper veksten på kort sikt, men vi legger til grunn at en effektiv vaksine blir tilgjengelig for hele befolkningen hos våre industrialiserte handelspartnere i løpet av det neste året. Dette vil trolig bidra til å løfte veksten fra våren 2021. Antakelsene om smitteforløp, smitteverntiltak og vaksine er nærmere omtalt i en utdyping om alternative scenarier på side 10. Ekspansiv penge- og finanspolitikk bidrar positivt til veksten i de fleste land. Vi anslår en BNP-vekst hos handelspartnerne på over 4 prosent i 2021 og 2022 etter et fall på over 5 prosent i 2020, se tabell 1 i vedlegget. BNP-veksten er nedjustert fra forrige rapport i 2021 og oppjustert i 2022. Med et slikt

Figur 1.3 Forventninger om svært lave styringsrenter i lang tid fremover

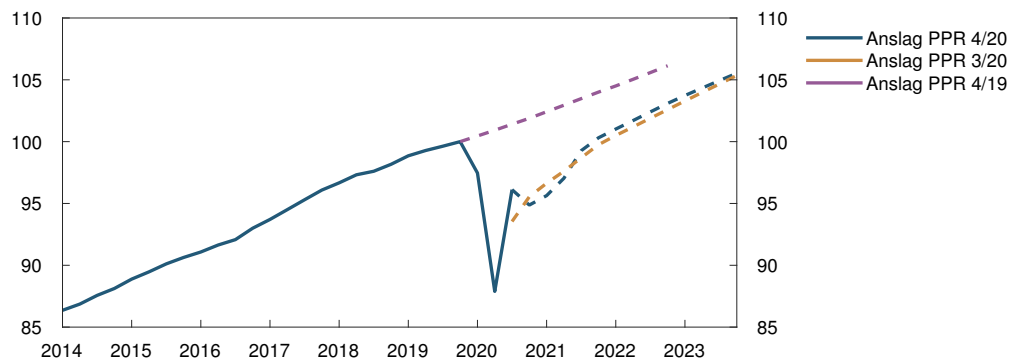
Styringsrenter og beregnede terminrenter i utvalgte land. Prosent



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

forløp vil BNP hos handelspartnerne være tilbake på nivået fra før virusutbruddet i slutten av 2021, se figur 1.4. Importen til handelspartnerne anslås å øke med 6 prosent i 2021. Da anslagene i denne rapporten ble ferdigstilt pågikk fortsatt forhandlingene mellom Storbritannia og EU om en handelsavtale. Økonomiske konsekvenser dersom Storbritannia forlater EUs indre marked og tollunion uten avtale er ikke tatt inn i anslagene.

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

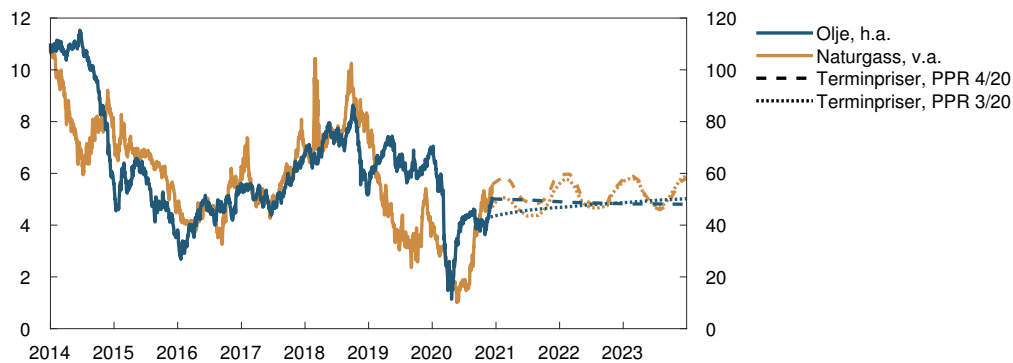
Det er stor usikkerhet om den videre økonomiske utviklingen internasjonalt. Utviklingen vil blant annet avhenge av omfanget av smitte og smitteverntiltak fremover og hvor raskt en vaksine blir bredt tilgjengelig, se utdypingen om alternative scenarier på side 10. Dersom Storbritannia går ut av EUs indre marked og tollunion uten en handelsavtale, kan veksten i Europa bli lavere enn anslått i vårt hovedscenario.

Lav prisvekst fremover

I euroområdet falt den underliggende prisveksten betydelig i sommer, og den har de siste månedene vært svært lav. Det var særlig priser på tjenester knyttet til transport og reiseliv som falt. I USA og Storbritannia holder prisveksten seg bedre oppe. Som følge av det lave aktivitetsnivået venter vi at lønns- og prisveksten hos våre viktigste handelspartnere holder seg lav det nærmeste året, til tross for at blant annet forsyningsproblemer og smitteverntiltak kan gi prispress for enkelte varer og tjenester. Se også nærmere omtale i utdypingen på side 18. Vi anslår at den underliggende prisveksten hos handelspartnerne vil være under inflasjonsmålene i hele prognoseperioden, og anslagene er litt lavere enn i septemberrapporten.

Produsentprisene på konsumvarer som Norge importerer, målt i utenlandsk valuta, har det siste halvåret falt for nesten alle varegrupper. Fallet er størst for lyd- og bildeutstyr og møbler og husholdningsartikler, mens prisene på matvarer har steget betydelig de siste par månedene. Siden forrige rapport har veksten i produsentprisene vært lavere enn anslått, og anslagene for i år er nedjustert, se tabell 1 i vedlegget.

Figur 1.5 Noe høyere olje- og gasspriser
 Olje. USD per fat. Naturgass. USD per MMBtu



Kilder: Refinitiv Datastream og Norges Bank

Noe høyere olje- og gasspriser

Spotprisen for olje er nå rundt 50 dollar per fat. Det er en oppgang siden forrige rapport. Terminprisene noe ut i tid er lite endret og indikerer en oljepris nær dagens nivå de kommende årene, se figur 1.5. På kort sikt kan økt koronasmitte og svakere økonomisk utvikling igjen ramme globalt oljeforbruk. For å motvirke dette, besluttet OPEC-pluss i begynnelsen av desember å begrense økningen i produksjonen fra januar 2021.¹ Etter hvert vil tilgang på vaksine kunne understøtte oljeforbruket. Høye oljelagre i OECD-landene og mye ledig produksjonskapasitet i OPEC-pluss kan dempe en oppgang i oljeprisen de nærmeste årene selv om globalt oljeforbruk ventes å ta seg opp igjen.

Spotpriser for europeisk gass har fortsatt å stige sammen med asiatiske gasspriser siden forrige rapport. Gasslagrene i Europa er fremdeles høye. Svakere økonomisk utvikling kan føre til at gasslagrene holder seg høye en tid fremover. Terminprisene indikerer at gassprisen blir liggende på dagens nivå ut prognoseperioden.

¹ OPEC-pluss består av 13 OPEC-land og 9 land utenfor OPEC. Saudi-Arabia og Russland (som representant for landene utenfor OPEC) fremstår som særlig sentrale aktører i avtalen. Tre av OPEC-landene er unntatt fra produksjonsbegrensninger. Pressemeldingen fra møtet 3. desember 2020 The 12th OPEC and non-OPEC Ministerial Meeting concludes.

UTSIKTER TIL LAV PRISVEKST UTE, MEN USIKKERHETEN ER HØY

Konsumprisveksten (KPI) internasjonalt falt markert da koronapandemien brøt ut i vår og strenge smitteverntiltak ble innført, se figur 1.A. Gjennom sommeren økte prisveksten noe, i takt med gjenåpningen av mange økonomier. I USA fortsatte oppgangen frem til høsten, mens prisveksten avtok raskt igjen i Europa. Siden august har tolv-månedersveksten i KPI i euroområdet vært negativ. For Norges viktigste handelspartnere har den underliggende prisveksten avtatt til det laveste nivået på over 20 år.

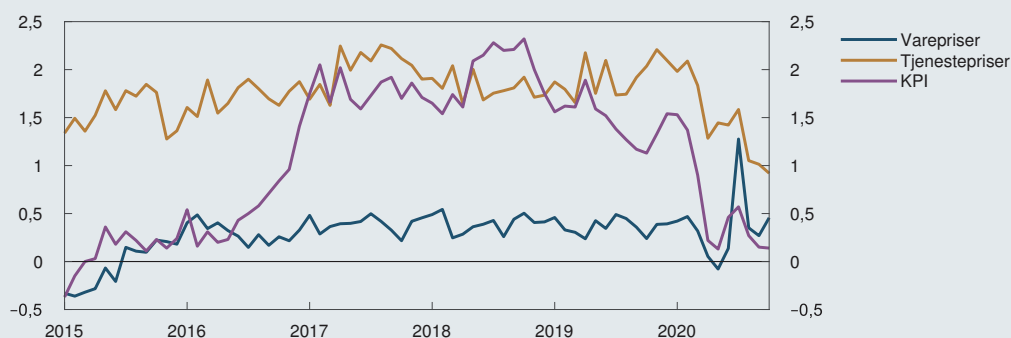
Nedstengingene i vår bidro til å dempe prisveksten, særlig innen tjenestesektoren¹. For det første falt etterspørselen etter tjenester da ansatte ble sendt på hjemmekontor og virksomheter innen turisme, servering og underholdning måtte stenge dørene eller redusere antall gjester. For det andre ga nedstengingen en markert svekkelse av arbeidsmarkedet, med permitteringer og oppsigelser, og et press ned på lønningene. Både tvungen sparing og lavere inntekt og inntektsforventninger blant husholdningene forsterket nedgangen i samlet etterspørsel. Veksten i tjenestepriene hos våre viktigste handelspartnere har dermed falt til det laveste nivået vi har observert de siste tiårene. I tillegg falt oljeprisen kraftig, dels på grunn av fallet i global etterspørsel, slik at samlet prisvekst ble lavere enn både vare- og tjenestepriveksten.

Samtidig førte nedstengingene til brudd i produksjonskjeder og forsyningsproblemer, noe som ga markert prisoppgang på enkelte varer. Sammen med en vridning i etterspørselen fra tjenester til varer, har dette bidratt til å holde prisveksten på varer oppe. Mynighetenes svært ekspansive tiltak, både finanspolitiske og pengepolitiske, påvirker også prisutviklingen. Noen av tiltakene, som redusert merverdiavgift, kan dempe prisveksten på kort sikt, men samlet bidrar tiltakene til å øke etterspørselen og den underliggende prisveksten.

De neste årene venter vi at prisveksten hos våre handelspartnere forblir lav. Arbeidsledigheten er fortsatt høyere enn før pandemien hos handelspartnerne våre, og langtidsledigheten har tiltatt. Det vil dempe lønns- og prisveksten også fremover. Mye ledig

Figur 1.A Veksten i tjenestepriene hos handelspartnerne har avtatt markert

Tolv-månedersvekst i KPI, vare- og tjenestepriener. Prosent



Kilder: Refinitiv Datastream og Norges Bank

¹ Merk at nedstengingene har gitt statistikkbyråene problemer med å måle prisveksten under pandemien fordi de ikke fikk samlet data, og fordi en rekke varer og tjenester i konsumkurven ikke ble solgt i perioden.

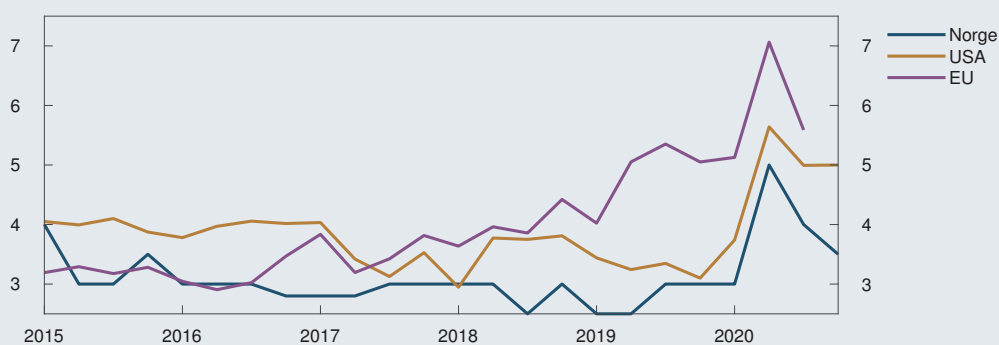
kapasitet, særlig i tjenestesektoren, virker i samme retning. På litt lengre sikt venter vi at prisveksten vil tilta moderat, etter hvert som den globale økonomien normaliseres.

Usikkerheten om prisutviklingen internasjonalt de neste årene er imidlertid uvanlig stor. I anslagene har vi lagt til grunn at pandemien også fremover vil medføre forstyrrelser i produksjonen, og dermed gi høy prisvekst på enkelte varer, slik vi også har sett for enkelte importvarer til Norge de siste månedene. Hvis det blir nødvendig med en ny, omfattende nedstenging på grunn av økt smitte, kan tilbudet av varer og tjenester rammes hardere enn lagt til grunn. På den andre siden har forstyrrelser i produksjonen så langt vært begrensede. Det skyldes dels økt produksjon i Kina og andre asiatiske land hvor pandemien tidlig kom under kontroll, og dels at industrien i land med mye smitte har unngått nedstenging i høst. Dersom fleksibiliteten i industrisektoren er like høy fremover kan det bidra til å holde prisene nede.

Et annet usikkerhetsmoment er knyttet til effektene av myndighetenes ekspansive politikk. Så langt har husholdningene i stor grad reagert på ekspansiv pengepolitikk og finanspolitisk stimulans ved å øke sparingen. En raskere nedgang i sparingen enn ventet kan bidra til økt prispress, dersom tilbudet fortsatt begrenses av smitteverntiltak eller økte konkurser. Enkelte prisendringer i finansmarkedene kan indikere at noen aktører venter at den økte pengemengden vil føre til høyere inflasjon fremover. Blant annet har rentene på langsiktige verdipapirer steget den siste tiden, særlig i USA.

At usikkerheten om inflasjonen fremover er større enn vanlig gjenspeiles også i spørreundersøkelser om inflasjonsforventningene. Blant finansmarkedsaktører og husholdninger har disse forventningene i gjennomsnitt endret seg lite gjennom pandemien. Men, i mange land, også i Norge, har spredningen i husholdningenes kortsiktige inflasjonsforventninger økt markert, se figur 1.B. Særlig i vår ventet flere at inflasjonen ville bli lavere enn vanlig samtidig som det var en vesentlig oppgang i andelen som ventet at inflasjonen ville bli høy. Dette kan blant annet skyldes svært forskjellige effekter av pandemien på ulike husholdninger, som ga større forskjeller mellom husholdningenes konsumkurv enn normalt, knyttet til for eksempel utgifter til helsetjenester og matvarer.

Figur 1.B Spredningen i husholdningenes inflasjonsforventninger økte kraftig i vår
Forskjellen mellom 75. og 25. persentil i inflasjonsforventninger om ett år. Prosentpoeng



Kilder: Epinion, EU-kommisjonen, Ipsos, Opinion, Survey of consumer expectations © 2013 - 2020 Federal Reserve Bank of New York og Norges Bank

Spredningen har blitt mindre i høst, men er fortsatt større enn vanlig.² IMF har påpekt at høyere spredning over tid kan øke risikoen for at forankringen av inflasjonsmål svekkes.³

På lengre sikt kan endringer i strukturelle forhold også påvirke prisutviklingen. Pandemien kan både utløse og fremskynde slike endringer. Mens den samlede investeringsveksten har vært svært lav under pandemien har innføringen av digitale løsninger og automatisering i mange sektorer økt. Dette kan bidra til høyere produktivitet og lavere prisvekst fremover. Mer netthandel og økt bruk av hjemmekontor og videoløsninger for bedriftene kan også påvirke de relative prisene mellom ulike varer og tjenester, som igjen kan ha effekter for prisveksten i en overgangsfase.

Etter flere tiår med nedbygging av handelshindre mellom land har utviklingen snudd de siste årene. Dette har delvis skjedd med henvisning til nasjonal sikkerhet, men også et ønske om å beskytte egen industri. Under pandemien har det i tillegg blitt økt fokus på mulig sårbarhet i forsyninger ved stor importavhengighet. En utvikling mot mer hjemflytting av produksjon og mindre handel vil kunne bidra til høyere prisvekst fremover. Mer generelt har myndigheter og forbrukeres fokus på klima, forurensing og rettfærdige arbeidsforhold økt.⁴ Dersom dette skulle føre til høyere kostnader for bedriftene, vil det kunne bidra til høyere priser på enkelte varer og tjenester.

2 Se Erlandsen, S. og I.N. Friis (2020) «Er inflasjonsforventningene upåvirket av koronapandemien?». Bankplassen blogg, 30. juni, og Armantier, O., G. Kosar, R. Pomerantz, D. Skandalis, K. Smith, G. Topa og W. van der Klaauw (2020) «Inflation Expectations in Times of COVID-19», Federal Reserve Bank of New York Liberty Street Economics, 13. mai.

3 Se Ebrahimi, E., D. Igan og S.M. Peria (2020) «The Impact of COVID-19 on Inflation: Potential Drivers and Dynamics», IMF Special Notes Series on COVID-19, 10. september.

4 Se ILO og OECD (2020) «The impact of the COVID-19 pandemic on jobs and incomes in G20 economies», ILO-OECD paper prepared at the request of G20 Leaders 2020, Harvard Business School, Impact-weighted accounts og OECD (2020) «Building back better: A sustainable, resilient recovery after COVID-19», OECD policy brief, 5. juni.

2 Finansielle forhold

Siden styringsrenten ble satt ned i vår har utlånsrentene til husholdninger og foretak og risikopåslagene i obligasjonsmarkedet falt. De siste månedene har påslagene i obligasjonsmarkedet avtatt noe videre, mens boliglånsrentene har endret seg lite. Rentene i pengemarkedet har steget litt som følge av en oppgang i pengemarkedspåslaget.

Det har vært en del svingninger i kronekursen de siste månedene. Den siste tiden har kursen vært noe sterkere enn anslått i forrige rapport.

2.1 Rentene

Lave boliglånsrenter

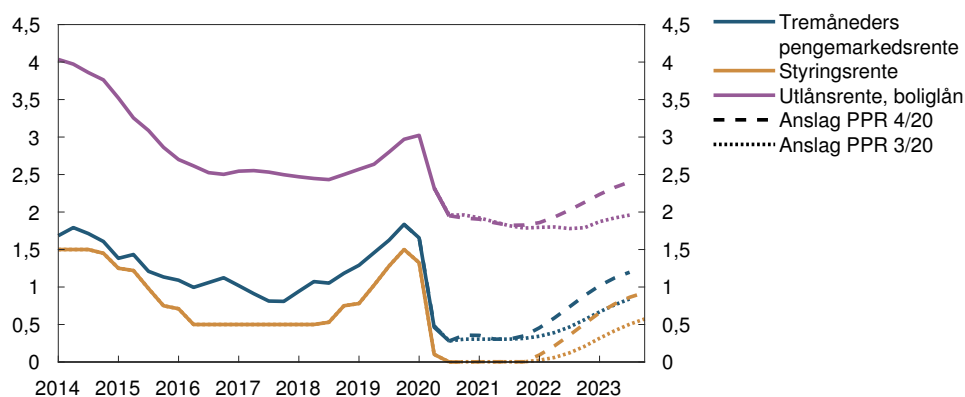
Boliglånsrentene i Norge er på historisk lave nivåer. Etter at styringsrenten ble redusert med til sammen 1,5 prosentenheter i vår, har den gjennomsnittlige boliglånsrenten avtatt med om lag 1 prosentenheter, se figur 2.1. Ved utgangen av oktober var gjennomsnittlig boliglånsrente 1,9 prosent, som var marginalt lavere enn i august.

At boliglånsrentene har falt mindre enn styringsrenten, må ses i sammenheng med utviklingen i innskuddsrentene. Bankenes boliglån finansieres i hovedsak ved innskudd og markedsfinansiering. Mens prisen på markedsfinansieringen har avtatt i tråd med styringsrenten, har nedgangen i innskuddsrentene trolig blitt begrenset av at bankene ikke ønsker å gi kundene negative renter på innskudd. Bankene kan ha søkt å kompensere for dette ved å øke marginen mellom boliglånsrenten og pengemarkedsrenten.

For den nærmeste tiden ser vi for oss at den gjennomsnittlige boliglånsrenten vil holde seg om lag uendret. På litt lengre sikt legger vi til grunn at boliglånsrenten avtar noe videre, blant annet som følge av refinansiering av eksisterende boliglån til en lavere rente. Deretter venter vi at boliglånsrenten øker mot slutten av prognoseperioden, som følge av at styringsrenten blir satt opp. Oppgangen i både styringsrenten og boliglånsrenten mot slutten av prognoseperioden er noe større enn i forrige rapport.

Figur 2.1 Lav utlånsrente

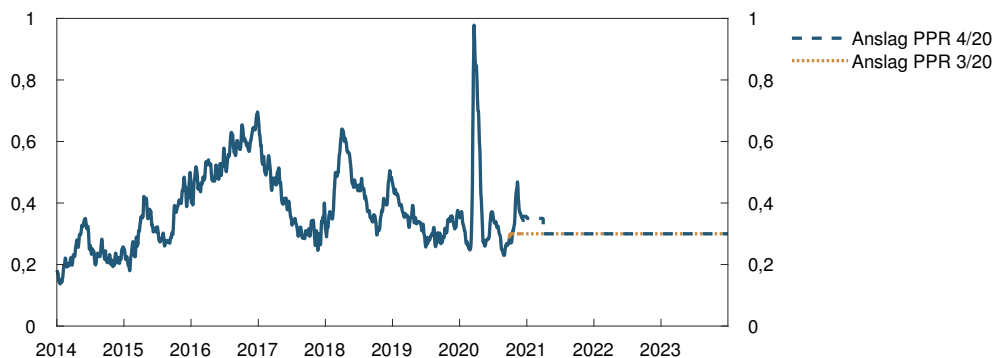
Prosent



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 2.2 Litt lavere pengemarkedspåslag fremover

Prosentenheter



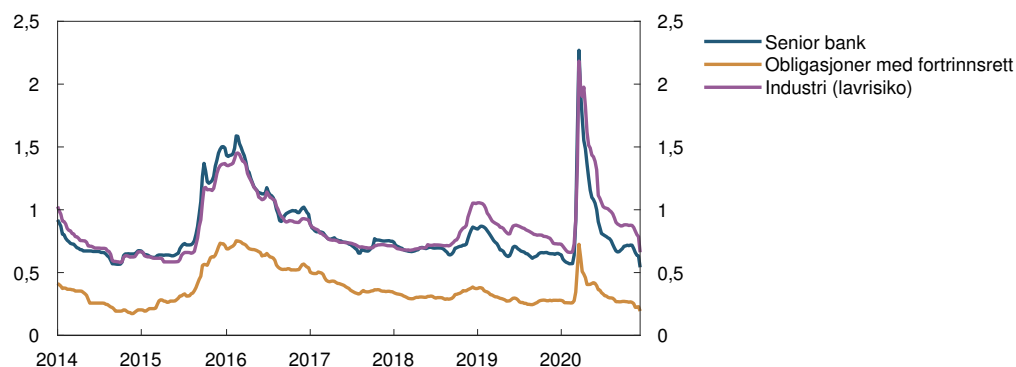
Kilder: Refinitiv Datastream og Norges Bank

Ved utgangen av oktober var gjennomsnittlig utlånsrente til foretak 2,5 prosent. Det er om lag 1,5 prosentenheter lavere enn i starten av året. Bankenes utlånsrente til foretak er som regel knyttet til tremåneders pengemarkedsrente (Nibor). Pengemarkedsrenten består av markedets forventning til styringsrenten de neste tre månedene og et risikopåslag, ofte omtalt som pengemarkedspåslaget. Siden forrige rapport har pengemarkedspåslaget økt litt og vært litt høyere enn ventet. Oppgangen skyldes i hovedsak at lavere samlet likviditet i banksystemet har bidratt til å øke prisen på å bytte valuta mot kroner i markedet for valutabytteavtaler. Ettersom Nibor er konstruert som en valutabytterente, vil det slå ut i pengemarkedspåslaget. Fremover venter vi at påslaget avtar litt og at det på sikt vil holde seg nær 0,3 prosentenheter, se figur 2.2.

Større foretak kan også velge å hente finansiering direkte i obligasjonsmarkedet. Risikopåslaget for ikke-finansielle foretak i obligasjonsmarkedet er noe lavere enn i september, men er fortsatt høyere enn nivåene fra før uroen tiltok i mars, se figur 2.3.

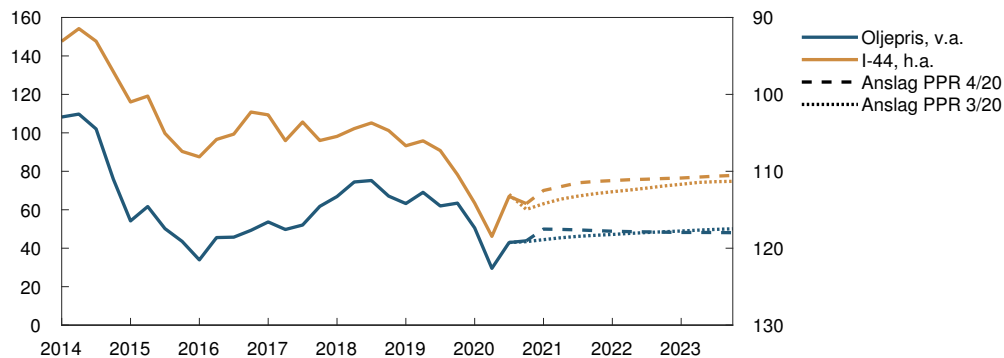
Figur 2.3 Videre nedgang i risikopåslag

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



Kilder: DNB Markets og Nordic Bond Pricing

Figur 2.4 Sterkere kronkurs fremover
 Importveid valutakursindeks (I-44) og oljepris



Kilder: Refinitiv Datastream og Norges Bank

Markedsaktørene venter litt raskere renteoppgang

Aksjekursene på Oslo Børs og langsiktige norske renter har økt siden forrige rapport. Oppgangen ser i hovedsak ut til å ha blitt drevet av positive vaksinyheter og en høyere oljepris.

Markedsaktørenes forventninger til styringsrenten mot slutten av prognoseperioden er litt høyere enn i september, mens prisingen for det neste året har endret seg lite. Markedsprisingen indikerer forventninger om at styringsrenten vil heves fra dagens nivå i løpet av våren 2022.

2.2 Kronekursen

Sterkere kronkurs enn ventet

Kronkursen, 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, se figur 2.4. Kronebevegelsene gjennom året har i stor grad fulgt utviklingen i oljeprisen og risikosentimentet i internasjonale finansmarkeder. De siste månedene har det vært en del svingninger i kronkursen. Kronen har styrket seg siden september og er nå sterkere enn anslått i forrige rapport. Styrkingen av kronen har kommet sammen med en oppgang i oljeprisen og redusert usikkerhet i internasjonale finansmarkeder.

Fremover venter vi at kronkursen vil styrke seg gradvis, og være sterkere enn anslått i forrige rapport. Den ventede kronestyrkingen må ses i sammenheng med utsikter til en økning i rentedifferansen mot handelspartnerne i årene fremover. Terminprisene indikerer at oljeprisen vil endre seg lite gjennom prognoseperioden. Det er stor usikkerhet om det langsiktige nivået på kronkursen.

3 Norsk økonomi

Koronapandemien har ført til et kraftig tilbakeslag i norsk økonomi. Gjeninnhentingens bremses nå av økningen i smitte gjennom høsten og strengere smittevern. På den annen side ser det ut til at vaksinerings mot koronaviruset kan starte i løpet av kort tid. Vaksinerings og nedtrapping av smitteverntiltak er ventet å løfte veksten gjennom 2021. Lave renter bidrar også til oppgangen gjennom hele prognoseperioden. Med økende aktivitet i økonomien venter vi at arbeidsledigheten avtar, men den vil trolig fortsatt ligge noe høyere enn før pandemien ved utgangen av prognoseperioden. Kapasitetsutnyttningen er anslått å nærme seg et normalt nivå i begynnelsen av 2022, som er tidligere enn anslått i forrige rapport.

Den underliggende prisveksten har falt de siste månedene, i hovedsak som følge av lavere prisvekst på importerte varer. De neste kvartalene venter vi at prisveksten avtar ytterligere etter hvert som effekten av kronesvekkelsen fra tidligere i år fases ut. Lav lønnsvekst og fortsatt mye ledig kapasitet i norsk økonomi bidrar til å dempe prisveksten gjennom hele prognoseperioden. I 2023 anslår vi at prisveksten vil være noe over 1,5 prosent.

3.1 Den økonomiske utviklingen

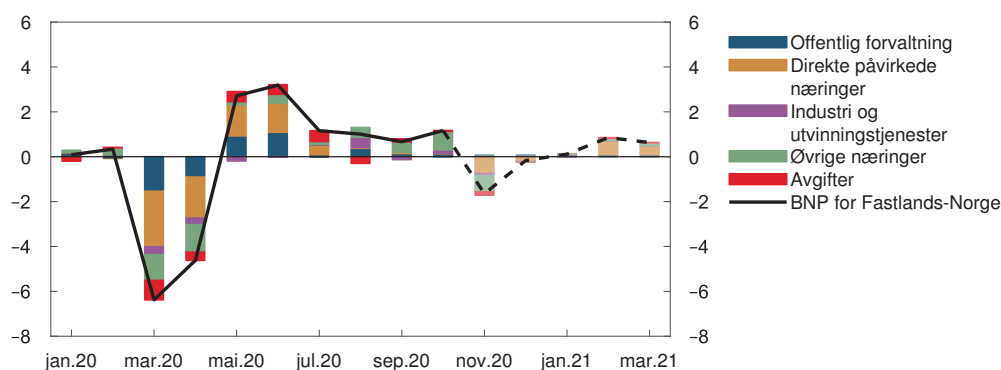
Økt smitte og strenge smitteverntiltak bremser oppgangen på kort sikt

Gjeninnhentingens i fastlandsøkonomien har fortsatt etter sommeren, men i en lavere takt enn i mai og juni, se figur 3.1. BNP for Fastlands-Norge var i oktober 1,5 prosent lavere enn før pandemien brøt ut i mars. Den økte smittespredningen og strenge smitteverntiltak de siste månedene vil trolig gi et fall i aktiviteten gjennom fjerde kvartal. Nye permitteringer førte til at arbeidsledigheten steg igjen i november.

Særlig tjenester innen kultur, restaurant, overnatting og transport rammes av smitteverntiltakene. Den svakere økonomiske utviklingen reflekteres allerede i vårt regionale nettverk, hvor kontaktene rapporterer om lavere vekst de siste månedene. Innenfor

Figur 3.1 Oppgangen bremses av smitteverntiltak

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



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

tjenesteyting overfor husholdningene rapporterer kontaktene om et markert fall i produksjonen. At skoler, barnehager og tjenester som tannhelse og fysioterapi ikke omfattes av nedstengingen, gjør at fallet i aktiviteten trolig ikke blir like stort som i vår. Industriproduksjonen ser også ut til å bli lite berørt.

I starten av neste år venter vi at smittespredningen avtar nok til at smitteverntiltakene igjen kan lettes på. Det vil bidra til at veksten i fastlands-BNP igjen tar seg opp, i stor grad drevet av de næringene som nå rammes av strenge smitteverntiltak. Anslagene for BNP-veksten i fjerde kvartal i år og første kvartal 2021 er nedjustert siden forrige rapport, mens anslagene for resten av 2021 er oppjustert.

Det ser nå ut til at en eller flere vaksiner blir tilgjengelig i Norge i løpet av kort tid. Likevel er det fortsatt stor usikkerhet om det videre forløpet for smitte og vaksiner, og om varigheten av smitteverntiltak, se egen omtale side 10. Vi har i anslagene lagt til grunn at store deler av befolkningen vil bli vaksinert i løpet av 2021. Det vil bidra positivt til veksten, særlig gjennom at husholdningenes konsum tar seg mye opp, se figur 3.2.

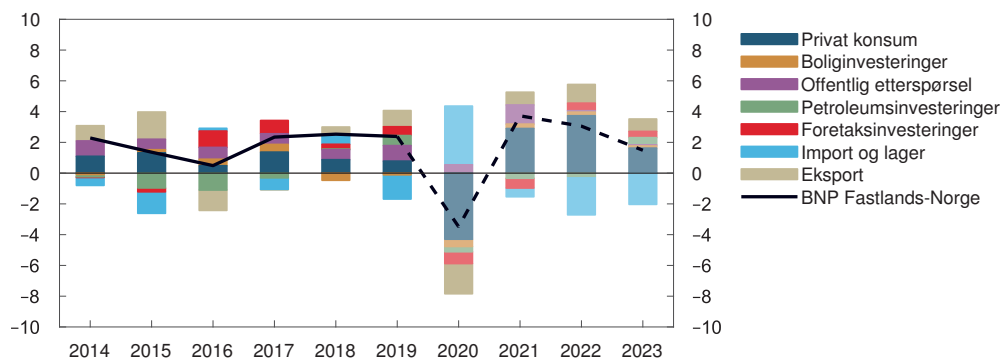
Vi venter at gjeninnhenting i norsk økonomi fortsetter med god vekst både i 2021 og 2022, før veksten avtar i 2023. Det er utsikter til at fastlands-BNP når nivået fra før pandemien neste høst. Anslaget for BNP-veksten i 2021 er ikke endret siden forrige rapport, mens veksten i 2022 er oppjustert.

Et historisk konsumfall i år avløses av sterk vekst de neste par årene, blant annet drevet av lave renter og mye oppsparte midler. Økende aktivitet hos våre handelspartnere vil gi et løft til norsk eksport fremover. Finanspolitikken vil understøtte veksten neste år, men utover i prognoseperioden er det lagt til grunn noe lavere vekst i offentlig pengebruk enn i år og neste år. Mot slutten av prognoseperioden ligger det an til at sterk vekst i petroleumsinvesteringene vil gi et positivt bidrag til veksten.

Husholdningenes etterspørsel vil dempes midlertidig

Etter et kraftig fall i vår økte husholdningenes konsum mye gjennom sommeren og tidlig i høst. Veksten i tredje kvartal var om lag som ventet i forrige rapport. Smitteverntiltakene og nedstengingen i vår førte til en klar vridning i husholdningenes konsum fra tjenester til varer, se figur 3.3.¹ I tredje kvartal økte konsumet av tjenester med mer enn 10 prosent, noe som gjenspeiler den gradvise åpningen av samfunnet i andre kvartal og ytterligere

Figur 3.2 Husholdningenes konsum løfter veksten fremover
BNP for Fastlands-Norge. Bidrag til årsvekst. Prosent



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

¹ Se utdyping i Pengepolitisk rapport 3/20 «Husholdningenes konsum under korona»

lettelser i tredje kvartal. Til tross for den sterke veksten, var tjenestekonsumet i oktober fortsatt om lag 10 prosent lavere enn før koronautbruddet. Varekonsumet har økt betydelig helt siden april, og var i oktober om lag 9 prosent høyere enn før pandemien.

Gjeninnføringen av smitteverntiltak den siste tiden fører trolig til et fall i tjenestekonsumet i fjerde kvartal. Det er særlig konsumet av overnattings- og serveringstjenester, fritidstjenester og passasjertransport som vil falle. Vi venter at fallet i tjenestekonsumet ikke blir like kraftig som i mars og april, da en rekke tjenester som barnehager og helse-tjenester ikke omfattes av de nye smitteverntiltakene. Varekonsumet vil trolig ikke bli berørt i samme grad av den økte smittespredningen og smitteverntiltakene. Tall for samlet kortbruk via BankAxept indikerer at varekjøpene holdt seg oppe på et høyt nivå i november, mens kjøp av tjenester avtok markert. Samlet anslår vi et fall i husholdningenes konsum i fjerde kvartal før det igjen tar seg opp fra midten av første kvartal neste år i takt med at det lettes på smitteverntiltakene.

Utover i 2021 venter vi at veksten i varekonsumet vil avta i takt med at vridningen mellom tjeneste- og varekonsum som skjedde i vår blir reversert, og husholdningene gradvis gjenopptar sitt utenlandskonsum når reiserestriksjonene lettes på.

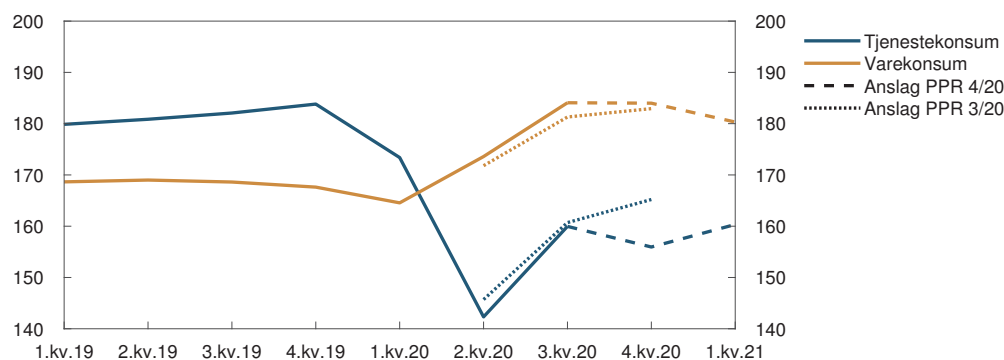
Utsikter til at store deler av befolkningen kan bli vaksinert neste år vil trolig bidra til et løft i husholdningenes konsum gjennom 2021. Høy sparing etter en lang periode med begrensede forbruksmuligheter er også ventet å bidra til sterk vekst i konsumet, både neste år og utover i prognoseperioden, se figur 3.4 og utdyping på side 38.

Den høye sparingen gjennom 2020 gir rom for å øke forbruket betydelig mer enn inntektene de nærmeste årene. Vi anslår at spareraten vil avta raskt fra starten av neste år og utover i prognoseperioden. Anslagene for spareraten er lite endret siden forrige rapport.

Veksten i husholdningenes konsum er anslått å bli noe lavere i år og neste år enn i forrige rapport, mens det er noe høyere i 2022. Endringene i anslagene reflekterer at normaliseringen av konsumet er skjøvet noe ut i tid på grunn av den økte smittespredningen og gjeninnføringen av smitteverntiltak.

Figur 3.3 Vridning fra konsum av tjenester til varer

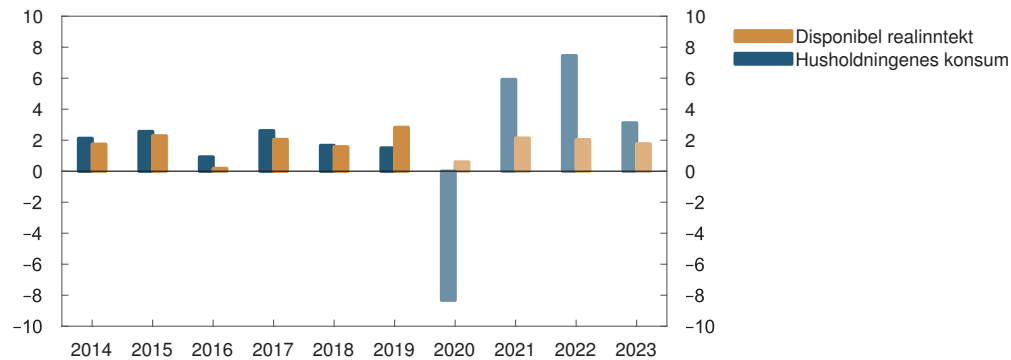
Vare- og tjenestekonsum. Faste priser. Sesongjustert. Mrd. kroner



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 3.4 Utsikter til sterk konsumvekst de neste årene

Årsvekst. Prosent



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Pandemien synes ikke å ha dempet aktiviteten i bruktboligmarkedet. Etter et par måneder med boligprisfall tidlig i vår har prisene økt markert og vært høyere enn anslått. Også fremover er det utsikter til at boligprisveksten kan bli høyere enn anslått i forrige rapport. Lavere renter stimulerer boligmarkedet, men økt bruk av hjemmekontor og begrensede forbruksmuligheter kan også ha økt betalingsviljen for bolig. Se kapittel 5 for en nærmere omtale av utviklingen i boligmarkedet.

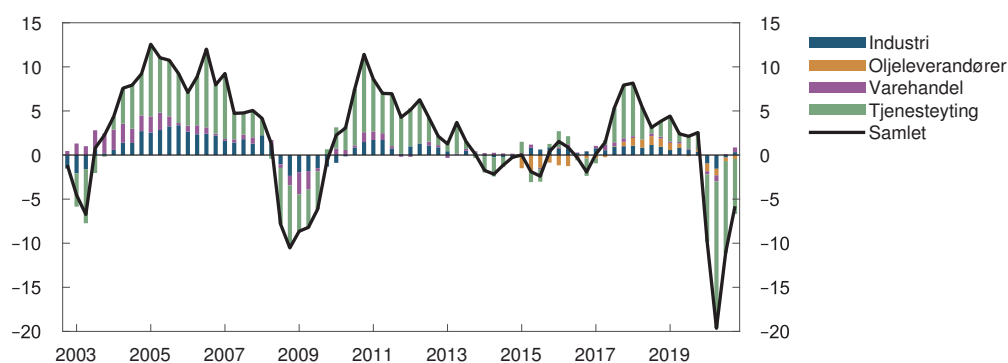
Vi venter at oppgangen i boligprisene gjennom 2020 vil gi et løft til boliginvesteringene i fjerde kvartal etter svak utvikling så langt i år. At salget av nye boliger har tatt seg betydelig opp gjennom sommeren og høsten, understøtter dette. Utover i prognoseperioden venter vi at stigende boligpriser vil bidra til videre oppgang i boliginvesteringene.

Svake utsikter for foretaksinvesteringene

Store deler av næringslivet er hardt rammet av pandemien og smitteverntiltakene. Det har dempet investeringsviljen og -evnen i fastlandsforetakene. Så langt i år har likevel investeringene falt mindre enn ventet, og i tredje kvartal viste de en liten økning. Vi venter et fall i investeringene i fjerde kvartal og videre inn i neste år. Det er i tråd med bildet både kontaktene i vårt regionale nettverk og investeringstillingen for industri og kraftforsyning tegner. Bedriftene i nettverket har oppjustert forventningene til investe-

Figur 3.5 Svake investeringsutsikter i bedriftene

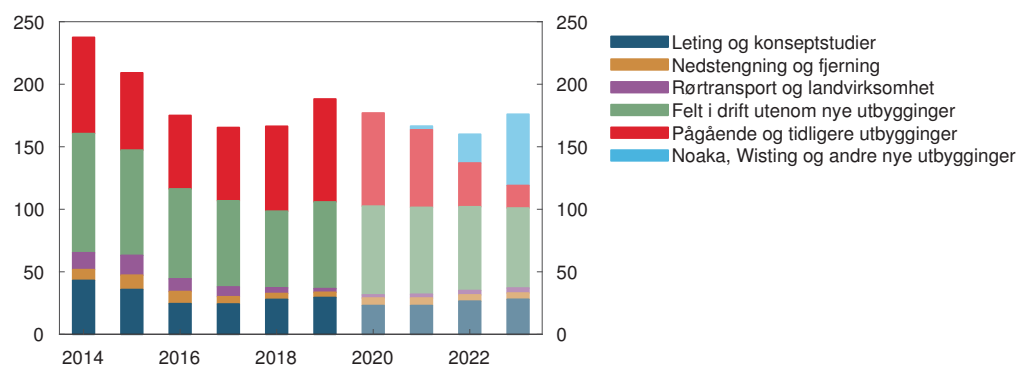
Forventede endringer i investeringer neste 12 måneder. Prosent



Kilde: Norges Bank

Figur 3.6 Nedgang i petroleumsinvesteringene

Petroleumsinvesteringer. Faste 2020-priser. Mrd. kroner



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

ringene siden augusttrunden, men venter fortsatt investeringsfall de neste 12 månedene, se figur 3.5. I 2022 og 2023 venter vi at bedret lønnsomhet og lysere utsikter for norsk økonomi bidrar til å løfte investeringene i fastlandsforetakene. Anslagene for veksten i investeringene er oppjustert i år og neste år, og lite endret resten av prognoseperioden.

Fallet i olje- og gassprisene i vår, økt usikkerhet og smitteverntiltak har ført til nedgang i petroleumsinvesteringene i år etter kraftig vekst i fjor. Det er særlig investeringer i leting og utbygging som har falt, se figur 3.6. De nærmeste årene venter vi at ferdigstilling av flere store utbygginger vil gi ytterligere fall i investeringene, men i 2023 ligger det an til en markert oppgang. Det må sees i sammenheng med at de midlertidige skattelettelsene for oljenæringen gjelder for alle nye utbygginger hvor plan for utbygging og drift (PUD) er levert innen utgangen av 2022. Investeringene i petroleumsvirksomheten ser ut til å falle mer i år enn tidligere ventet, men de anslåtte investeringene i 2021 til 2023 er høyere enn i forrige rapport.

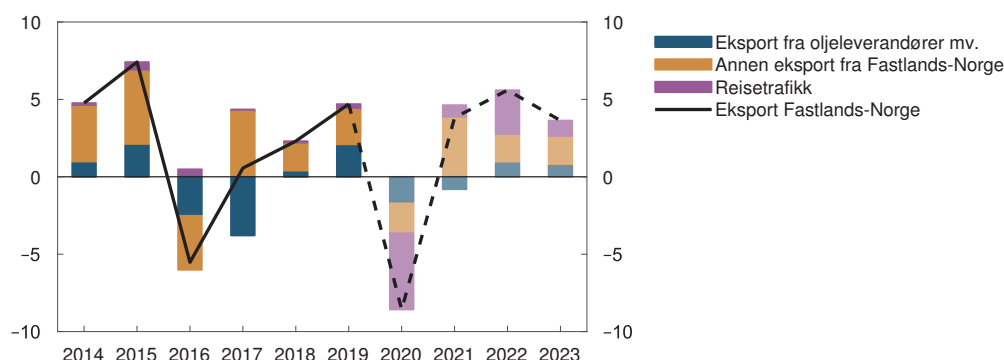
Utenrikshandelen på vei opp igjen

Eksporten fra fastlandsbedriftene økte markert i tredje kvartal i takt med høyere aktivitet hos våre handelspartnere. Det ligger likevel an til at eksporten vil falle med nesten 9 prosent fra 2019 til 2020. Over halvparten av fallet har sammenheng med svært lav reiseaktivitet fra utlandet til Norge siden midten av mars. Eksporten fra oljeleverandørene vil falle kraftig i år som følge av store kutt i investeringsplanene i oljenæringen globalt.

De nærmeste kvartalene venter vi at oppbremsingen internasjonalt som følge av den økte smittespredningen og strenge smitteverntiltak, vil dempe eksportveksten. Deretter vil økende aktivitet hos handelspartnerne bidra til god vekst i eksporten. Bedret kostnadsmessig konkurranseevne som følge av kronesvekkelsen tidligere i år vil også bidra positivt til eksporten fremover. Gjennom 2021 og 2022 venter vi en betydelig oppgang i reiseaktiviteten og økt turisme til Norge, noe som vil gi et løft til eksporten, se figur 3.7. Anslagene for eksporten er noe høyere enn i forrige rapport.

Importen tok seg kraftig opp i tredje kvartal etter et betydelig fall gjennom første halvår. På samme måte som eksporten har vært preget av lav reiseaktivitet fra utlandet til Norge, har importen også blitt dempet av reiserestriksjonene. Utenlandskonsumet stod for om lag halvparten av nedgangen i importen av tradisjonelle varer og tjenester i første halvår, og bidro også betydelig til oppgangen i tredje kvartal. Som for eksporten, venter vi et

Figur 3.7 Eksporten er ventet å ta seg opp
Eksport fra Fastlands-Norge. Bidrag til årsvekst. Prosent



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

fall i importen i fjerde kvartal i år og første kvartal neste år før den tar seg opp utover i 2021.

Lavere oljepengebruk

Etter at pandemien brøt ut i mars iverksatte regjeringen omfattende finansielle tiltak. I nasjonalbudsjettet for 2021 la regjeringen opp til at de fleste tiltakene skulle fases ut neste år, og at bruken av oljepenger skulle reduseres betydelig. Med den økte smittespredningen og gjeninnføringen av smitteverntiltak de siste månedene har regjeringen lagt frem nye økonomiske tiltak for 2021. Det bidrar til noe høyere offentlig pengebruk til neste år enn indikert i nasjonalbudsjettet. Regjeringens budsjettforlik i Stortinget trekker i samme retning.

Vi har lagt til grunn at det strukturelle, oljekorrigerede underskuddet vil utgjøre 3,3 prosent av Statens pensjonsfond (SPU) utland i 2021.² Det er i tråd med nasjonalbudsjettet og det vi kjenner til av nye økonomiske tiltak. Utover i prognoseperioden har vi lagt til grunn at oljepengebruken avtar gradvis slik at det strukturelle, oljekorrigerede underskuddet utgjør om lag 3,2 prosent av fondet i 2022 og 3,1 prosent i 2023.³ Den antatte bruken av oljepenger er noe lavere enn lagt til grunn i forrige rapport gjennom hele prognoseperioden. Anslagene for veksten i etterspørselen fra offentlig forvaltning er også nedjustert siden forrige rapport.

Bedringen i arbeidsmarkedet satt på vent

Etter sommeren fortsatte arbeidsledigheten å avta, og stadig flere permitterte kom tilbake i jobb. Utviklingen i september og oktober var i tråd med anslagene i forrige rapport. I november økte imidlertid ledigheten, se figur 3.8. Oppgangen skyldtes i hovedsak en økning i permitteringer som følge av økt smitte og strengere smitteverntiltak.

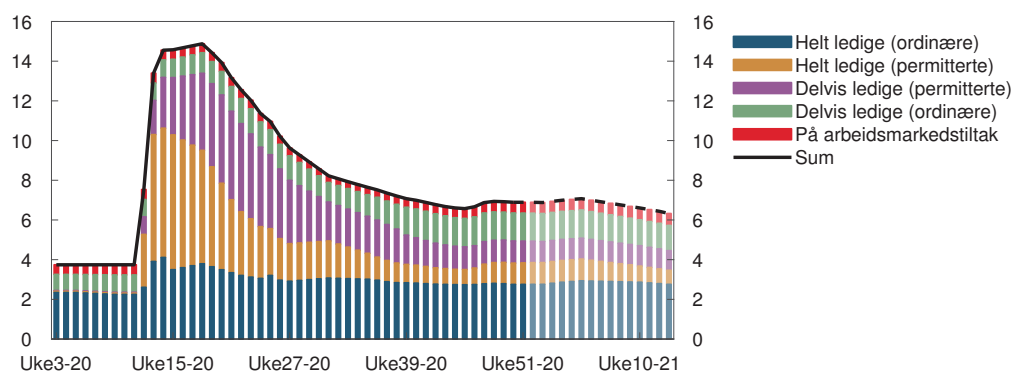
Under nedstengningen i vår var det på det meste i overkant av 270 000 permitterte arbeidstakere. Siden da har mange kommet tilbake i jobb, og i november var rundt 60 000 arbeidstakere helt eller delvis permittert. Til sammenligning lå antall permitterte i gjennomsnitt rundt 5 500 i perioden 2010 til 2019. Det har også blitt færre ordinært helt ledige siden i vår, men de siste månedene har antallet stabilisert seg.

² Anslått verdi SPU ved inngangen til året fra nasjonalbudsjettet 2021.

³ Anslått verdi 24SPU utland ved inngangen til 2022 og 2023 fra nasjonalbudsjettet 2021.

Figur 3.8 Arbeidsledigheten har økt litt igjen

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



Kilder: NAV og Norges Bank

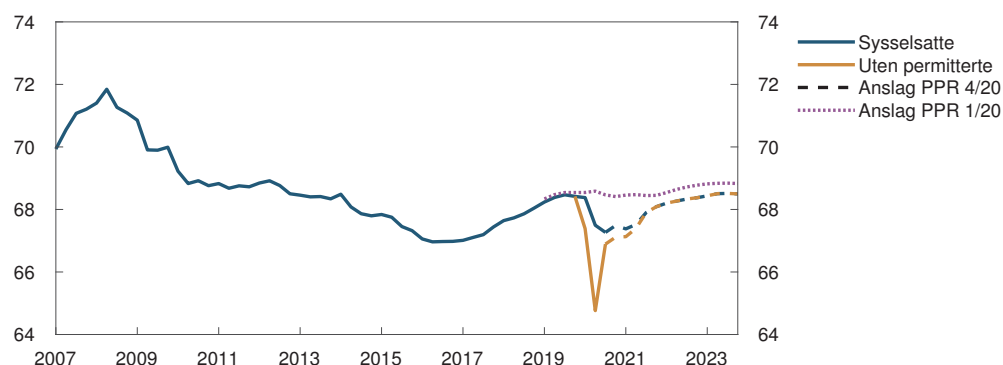
De ukentlige ledighetstallene tyder på at smitteverntiltakene som ble innført i november ga størst utslag i arbeidsmarkedet idet de ble innført. Vi anslår at den sesongjusterte arbeidsledigheten avtar litt igjen i desember og januar, før den begynner å falle mer markert utover i 2021 i takt med lettelser i smitteverntiltakene. Det er særlig en nedgang i antall permitterte som bidrar til fallet i arbeidsledigheten gjennom neste år. Antall ordinært ledige er også ventet å avta, men mer gradvis.

Sysselsettingen har vært litt høyere enn ventet i forrige rapport. Slik sysselsettingen måles i nasjonalregnskapet, fortsatte den å falle etter sommeren, til tross for at arbeidsledigheten avtok, se figur 3.9. Det skyldes at de permitterte regnes som sysselsatte i nasjonalregnskapstallene i de tre første månedene av permitteringsperioden. De permitterte fra mars og april som fortsatt var permittert etter sommeren, ble derfor først i tredje kvartal tatt ut av sysselsettingsstatistikken. Vi venter at sysselsettingen vil endre seg lite de neste to kvartalene før veksten tiltar gjennom 2021. Det er i tråd med signalene fra kontaktene i vårt regionale nettverk.

Lavere etterspørsel etter arbeidskraft har sammen med reiserestriksjoner ført til en nedgang i arbeidsinnvandringen under pandemien. Innvandringen var svært lav i andre kvartal, men tok seg noe opp i tredje kvartal. Fremover har vi lagt til grunn av innvandringen vil holde seg lav også gjennom neste år, før den tar seg opp igjen, i tråd med

Figur 3.9 Færre sysselsatte

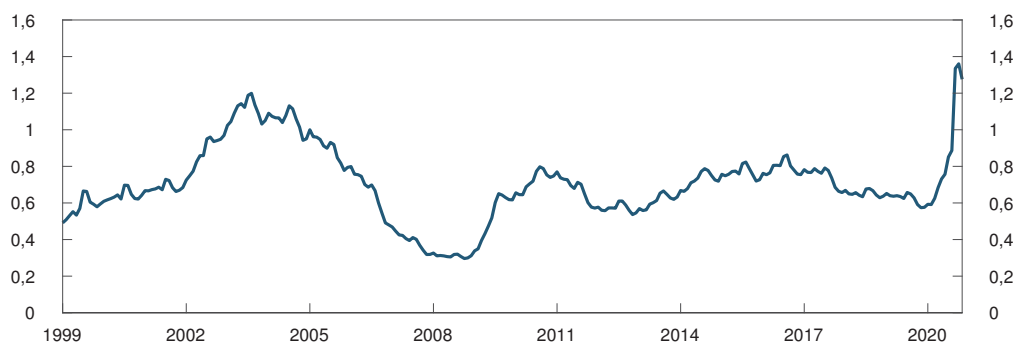
Sysselsatte som andel av befolkning (15–74 år). Sesongjustert. Prosent



Kilder: NAV, Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 3.10 Markert oppgang i langtidsledigheten

Andel av arbeidsstyrken. Prosent



Kilder: NAV og Norges Bank

fremskrivinger fra Statistisk sentralbyrå. Det vil bidra til å dempe veksten i arbeidsstyrken det nærmeste året.

Med økende aktivitet i norsk økonomi gjennom 2021 venter vi at etterspørselen etter arbeidskraft igjen tar seg opp og at flere melder seg på arbeidsmarkedet. Sysselsettingen er imidlertid anslått å øke mer enn arbeidsstyrken, slik at arbeidsledigheten avtar til noe under 3 prosent ved utgangen av neste år. Deretter venter vi en mer gradvis nedgang, og ved utgangen av prognoseperioden vil arbeidsledigheten trolig fortsatt være noe høyere enn før pandemien. Sysselsettingen anslås å nå nivået fra før virusutbruddet i midten av 2022. På kort sikt er anslaget for ledigheten oppjustert som følge av den økte smitten og smitteverntiltakene. Anslaget for sysselsettingen på kort sikt er også oppjustert, men det har sammenheng med at utviklingen i tredje kvartal var bedre enn ventet. Utover i prognoseperioden er anslagene for nivået på sysselsettingen lite endret fra forrige rapport.

Pandemien og det kraftige tilbakeslaget vil kunne ha enkelte langvarige effekter på arbeidsmarkedet. Den siste tiden har langtidsledigheten, det vil si arbeidstakere som har vært ledige mer enn et halvt år, steget markert til et rekordhøyt nivå, se figur 3.10. En del av økningen reflekterer at arbeidstakere har vært permittert i mer enn et halvt år, men mesteparten av økningen har kommet blant ordinært ledige. Tallene viser også at det er særlig blant unge at langtidsledigheten har økt. Langvarig ledighet kan i seg selv redusere sannsynligheten for å komme tilbake i jobb. Dette kan skyldes at motivasjonen for å søke jobb faller, tap av ferdigheter, og at langtidsledighet i seg selv kan være negativt når arbeidsgivere vurderer arbeidssøkere. Mange vil også måtte omstille seg til nye jobber, og erfaringene viser at det kan ta tid og være krevende for lavt utdannet arbeidskraft.⁴ At arbeidsledigheten fortsatt er på et høyt nivå og at mange er blitt langtidsledige, understøtter vurderingen vår om at pandemien vil få enkelte langvarige negative konsekvenser for deltakelsen i arbeidsmarkedet.

Utsikter til mindre ledig kapasitet i økonomien

Det kraftige tilbakeslaget har ført til at det har blitt mye ledige ressurser i norsk økonomi. Selv om kapasitetsutnyttningen økte fra andre til tredje kvartal, er den etter vår vurdering fortsatt svært lav. Med svak utvikling i aktiviteten mot slutten av 2020 og starten av neste år venter vi en utflating i kapasitetsutnyttningen, før den tar seg markert opp fra og med andre kvartal neste år. Anslagene for kapasitetsutnyttningen på kort sikt er nedjustert fra forrige rapport.

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

Med god vekst i fastlandsøkonomien neste år er det utsikter til at kapasitetsutnyttningen vil øke raskt og nærme seg et mer normalt nivå tidligere enn anslått i forrige rapport (figur E). Antakelsen om bred tilgang på vaksine neste år er en sentral forutsetning for en slik utvikling.

Det er spesielt utfordrende å anslå kapasitetsutnyttningen i den situasjonen økonomien nå er i. Når vi anslår nivået på kapasitetsutnyttningen, tar vi utgangspunkt i et bredt sett av indikatorer, men sammenhengen mellom flere av disse størrelsene har trolig endret seg under pandemien.

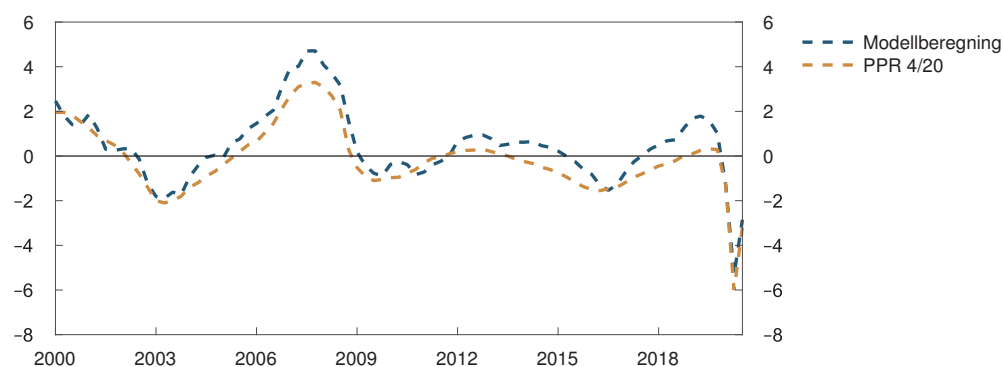
Ved tidligere økonomiske tilbakeslag har vi sett at mange trekker seg helt ut av arbeidsstyrken, blant annet som følge av at flere velger å studere eller at arbeidsinnvandrere reiser ut av landet. Det har bidratt til at økningen i arbeidsledigheten gjerne har vært liten sammenlignet med utslagene i produksjon, sysselsetting og kapasitetsutnyttning. Dette tilbakeslaget er spesielt fordi det har ført til en unormalt kraftig økning i antall permitterte arbeidstakere. Mange permitterte forventer trolig å få komme tilbake i jobbene sine når aktiviteten i økonomien tar seg opp. Det kan gjøre at de ikke er like aktivt arbeidssøkende som andre arbeidsledige, og er dermed ikke å regne som en ledig ressurs i samme grad som andre arbeidsledige. Med utgangspunkt i historiske mønstre kan derfor den høye registrerte ledigheten indikere et for lavt nivå på kapasitetsutnyttningen.

Vurderingen av kapasitetsutnyttningen blant kontaktene i vårt regionale nettverk har vanligvis vært en god indikator på kapasitetsutnyttningen i økonomien. Resultatene fra den siste runden tilsier at kapasitetsutnyttningen avtok litt fra tredje til fjerde kvartal. Det er imidlertid stor usikkerhet om hvor godt tallene nå reflekterer nivået på kapasitetsutnyttningen. Tallene fanger opp hvor stor andel av bedriftene som opplever kapasitetsbegrensninger, men ikke hvor mye eller lite ledig kapasitet bedriftene har. Tolkningen av tallene for kapasitetsutnyttning i nettverket blir derfor mer usikker når noen næringer opplever svært store produksjonsfall.

En modellberegning som tar hensyn til utviklingen i flere sentrale størrelser indikerer at det er mye ledige ressurser i økonomien, men at kapasitetsutnyttningen økte fra andre til tredje kvartal, se figur 3.11. Estimater fra denne modellberegningen er særlig nyttig i vår vurdering av den løpende utviklingen i kapasitetsutnyttningen.⁵

Figur 3.11 Mye ledige ressurser

Produksjonsgap. Prosent



Kilde: Norges Bank

⁵ Som følge av pandemien er produksjonspotensialet i modellene nedjustert også bakover i tid, noe vi ikke har lagt til grunn i våre vurderinger. Det er bakgrunnen for at modellene anslår et noe høyere produksjonsgap enn vårt estimat i forkant av koronautbruddet.

PRODUKSJONSGAP

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.

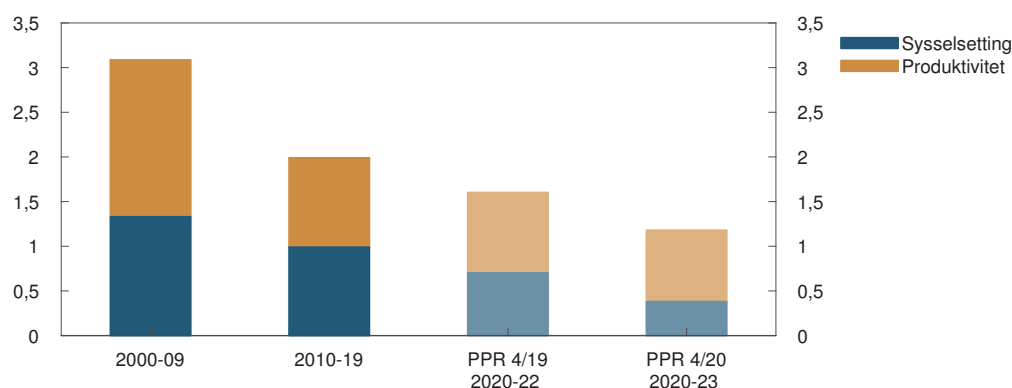
Hvis vi forsøker å holde produksjon og sysselsetting høyere enn dette, kan lønns- og prisveksten bli for høy. Produksjonsgapet er derfor også en viktig indikator for fremtidig inflasjon og er knyttet til Norges Banks mål om å sikre lav og stabil inflasjon.

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.

Anslaget for nivået på kapasitetsutnyttningen i denne rapporten baserer seg særlig på at høy arbeidsledighet og lav sysselsetting indikerer at det er mye ledige ressurser i arbeidsmarkedet. Vurderingen er også basert på at pandemien og det kraftige tilbakeslaget har ført til lavere vekst i økonomiens produksjonspotensial, se figur 3.12. Sammenlignet med før koronautbruddet er anslagene for sysselsettingspotensialet nedjustert. Vi har lagt til grunn at vedvarende høy arbeidsledighet fører til at flere trekker seg ut av arbeidsmarkedet. Sammen med utsikter til lavere innvandring tilsier det noe lavere sysselsettingspotensiale fremover.

Figur 3.12 Lavere vekst i produksjonspotensialet

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



Kilde: Norges Bank

I gjennomsnitt anslår vi en potensiell vekst i fastlandsøkonomien på 1,2 prosent i årene 2020 til 2023. Anslaget er om lag som i forrige rapport. Gjennomsnittet for de neste årene påvirkes av at anslaget for veksten i potensialet i 2020 er lavt som følge av nedstengninger knyttet til pandemien. Mot slutten av prognoseperioden legger vi til grunn en årlig vekst i potensialet på 1,4 prosent. Det gjenspeiler en anslått vekst i produktiviteten på rundt $\frac{3}{4}$ prosent og en vekst i sysselsettingen på $\frac{1}{2}$ prosent. Den potensielle veksten mot slutten av prognoseperioden ligger dermed nær anslagene vi hadde før koronautbruddet.

3.2 Kostnader og priser

Lav lønnsvekst

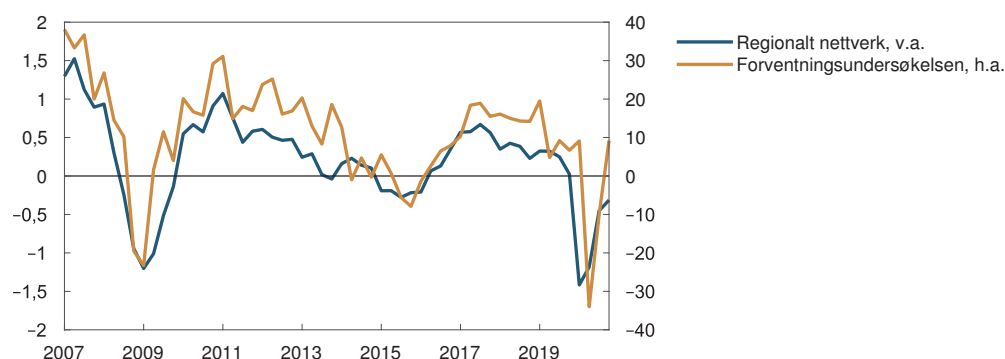
Koronapandemien har medført en markert svekkelse av lønnsomheten i næringslivet, se figur 3.13. Sammen med kraftig oppgang i arbeidsledigheten vil det bidra til at lønnsveksten avtar betydelig i år. På bakgrunn av lønnsoppgjøret i frontfaget anslo partene en lønnsvekst i industrien på 1,7 prosent. Øvrige oppgjør ser ut til å ha vært i tråd med denne rammen.

I år vil store endringer i sammensetningen av sysselsettingen påvirke den samlede lønnsveksten. Siden koronapandemien brøt ut i mars har det vært et betydelig fall i sysselsettingen for personer med lavt lønnsnivå. Det vil føre til at det gjennomsnittlige lønnsnivået øker selv i en situasjon der lønnen til hver enkelt sysselsatt hadde vært uendret. Disse sammensetningseffektene fanges opp på forskjellige måter i de ulike målene på lønn, og har ført til at løpende indikatorer har gitt et sprikende bilde av lønnsutviklingen gjennom året. Vi har lagt til grunn at slike effekter vil føre til at årslønnsveksten, slik den måles i nasjonalregnskapet, blir høyere enn rammen i lønnsoppgjøret. Anslaget på 2,2 prosent lønnsvekst i år er høyere enn i forrige rapport, se figur 3.14. Sammensetningseffektene i årslønnsveksten ser ut til å bli noe større enn tidligere lagt til grunn.

De neste årene venter vi at lønnsveksten tar seg gradvis opp etter hvert som den økonomiske aktiviteten øker og arbeidsledigheten avtar. Fortsatt ledig kapasitet, lav lønnsomhet og lav produktivitetsvekst vil dempe oppgangen, slik at lønnsveksten holder seg forholdsvis lav gjennom hele prognoseperioden. Neste år venter vi at mange lavtlønnede kommer tilbake i jobb, noe som vil føre til en delvis reversering av sammensetningseffektene fra i år. Årslønnsveksten kan dermed falle litt fra i år til neste år.

Figur 3.13 Svakere lønnsomhet i næringslivet

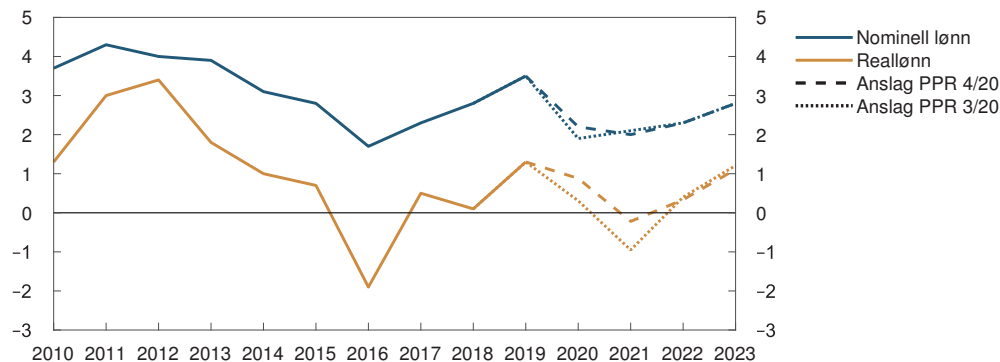
Endring i driftsmarginen ifølge bedrifter i Regionalt nettverk og Forventningsundersøkelsen



Kilder: Epinion, Ipsos, Opinion og Norges Bank

Figur 3.14 Lav lønnsvekst fremover

Lønn. Årsvekst. Prosent



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

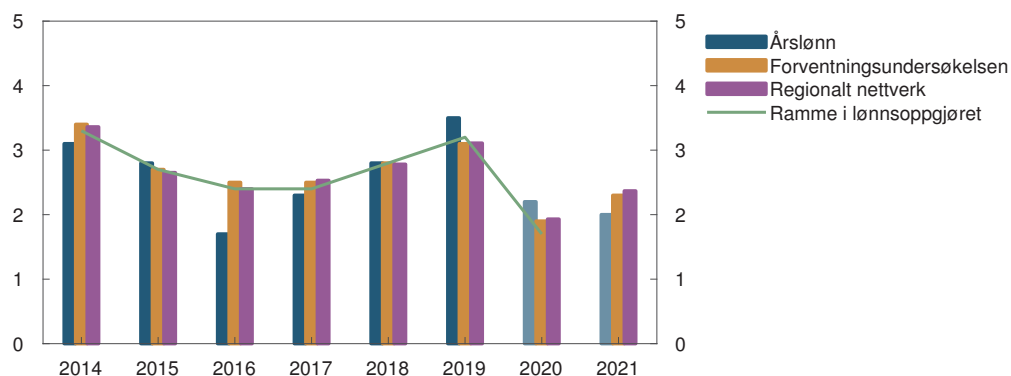
Både Norges Banks forventningsundersøkelse og regionalt nettverk indikerer en lavere lønnsvekst i 2020 og en høyere lønnsvekst i 2021 enn våre anslag, se figur 3.15. Vi har lagt til grunn at lønnsforventningene i begrenset grad fanger opp at sammensetnings-effektene trekker årslønnsveksten opp i 2020 og ned i 2021.

Utsikter til lavere underliggende prisvekst

Den underliggende prisveksten, målt ved tolv månedersveksten i konsumprisindeksen justert for avgiftsendringer og uten energivarer (KPI-JAE), tiltok fra mars i år og var over tre prosent i et halvt år. De siste månedene har prisveksten avtatt. Veksten i KPI-JAE har avtatt fra 3,7 prosent på det høyeste i august til 2,9 prosent i november, og har vært lavere enn anslått i forrige rapport. Tolvmånedersveksten i konsumprisindeksen (KPI) var 0,7 prosent i november, også lavere enn ventet. Gjennomsnittet av tolv månedersveksten i andre indikatorer for underliggende inflasjon falt fra 2,9 prosent i oktober til 2,5 prosent i november, se figur 3.16.⁶

Figur 3.15 Forventninger om litt høyere lønnsvekst i 2021

Årslønnsvekst og lønnsforventninger. Prosent

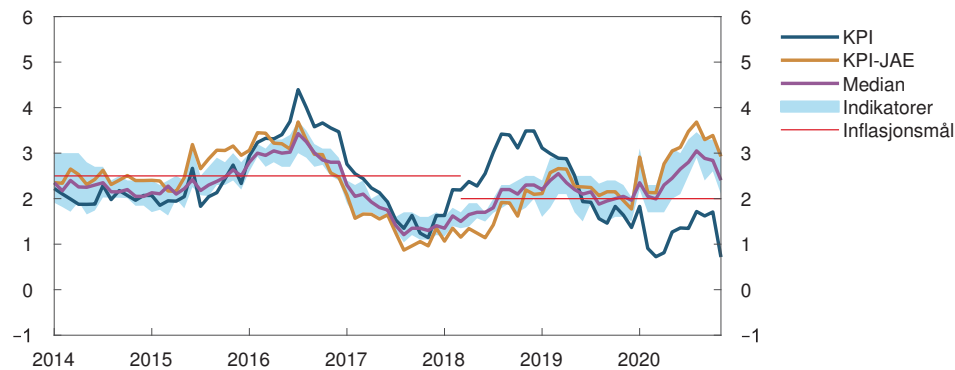


Kilder: Epinion, Opinion, Ipsos, Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

⁶ For en nærmere gjennomgang av ulike indikatorer, se Husabø, E. (2017) «Indikatorer for underliggende inflasjon i Norge» Staff Memo 13/2017. Norges Bank

Figur 3.16 Inflasjonen har avtatt

KPI og indikatorer for underliggende inflasjon. Tolvmånedersvekst. Prosent



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

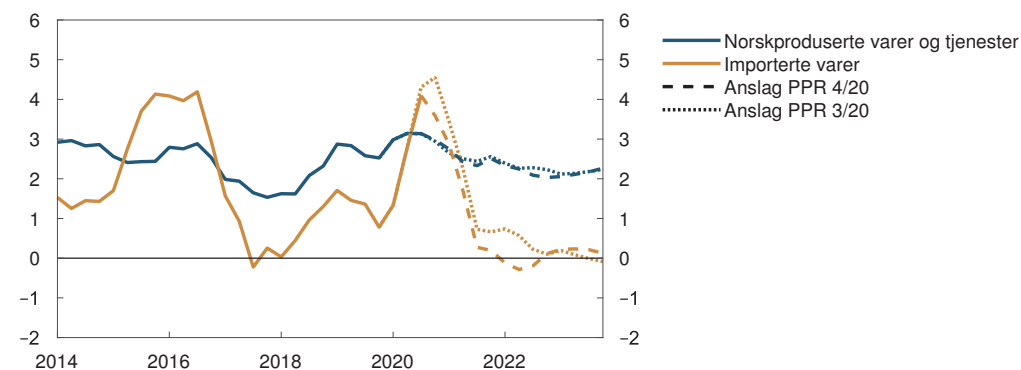
Prisveksten på importerte varer steg markert i vår og sommer som følge av den kraftige kronesvekkelsen tidligere i år, se figur 3.17. Siden forrige rapport har den importerte prisveksten falt i tråd med at effekten av kronesvekkelsen har avtatt. Nedgangen i den importerte prisveksten har kommet litt raskere enn vi så for oss i forrige rapport. Samlet sett har utviklingen i importert prisvekst siden i vår vært i tråd med hva den historiske sammenhengen med kronekursen skulle tilsi.

Prisveksten på norskproduserte varer og tjenester har holdt seg nær 3 prosent siden forrige rapport, i tråd med anslagene. Normalt ville vi vente at det markerte fallet i kapasitetsutnyttningen i norsk økonomi ville dempe innenlandsk prisvekst, men den har holdt seg stabil gjennom hele 2020. Trolig er det spesielle forhold knyttet til pandemien som bidrar til å holde prisveksten oppe, som at enkelte næringer har økte kostnader knyttet til smittevern. Midlertidige avgiftsreduksjoner kan også ha trukket den avgiftsjusterte prisveksten opp, se boks side 37.

Gjennom neste år venter vi at veksten i KPI-JAE dempes i takt med at effektene av kronesvekkelsen på importert prisvekst avtar ytterligere. Lav lønnsvekst og fortsatt mye ledig kapasitet i norsk økonomi er også ventet å bidra til lavere prisvekst fremover. At enkelte næringer må øke prisene som følge av smittevernkostnader, vil trolig bidra til å holde

Figur 3.17 Fortsatt høy importert prisvekst

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



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

prisveksten oppe også neste år. Vi anslår at veksten i KPI-JAE faller nokså raskt neste år. Utsikter til sterkere krone bidrar til at anslagene for veksten i KPI-JAE er noe lavere de neste par årene enn i forrige rapport. I 2023 anslår vi at prisveksten tar seg litt raskere opp enn sist, og at tolv månedersveksten i KPI-JAE ved utgangen av prognoseperioden er i overkant av 1,5 prosent.

Anslagene for KPI-veksten er betydelig nedjustert i 2021 sammenlignet med forrige rapport. Lave energipriser har bidratt til å dempe KPI-veksten det siste året. Ved publiseringen av forrige rapport indikerte terminprisene at energiprisene skulle stige markert det neste året. Siden september har terminprisene falt og tyder nå på at energiprisene vil holde seg lave lenger og øke mindre neste år, noe som bidrar til å dempe KPI-veksten i samme periode. Lavere avgifter på blant annet sukker og alkohol bidrar også til å trekke ned veksten i KPI neste år.

Den lave veksten i KPI i år vil føre til en vekst i reallønningene på nesten én prosent, til tross for at lønnsveksten blir forholdsvis lav. Neste år innebærer anslagene våre for lønnsvekst og KPI at reallønnen faller litt, men mindre enn i forrige rapport. Det gjenspeiler forventede lavere energipriser. I 2023 venter vi at reallønnsveksten tar seg betydelig opp.

Større spredning i inflasjonsforventningene

Etter at koronapandemien brøt ut har det blitt større spredning i forventningene til fremtidig inflasjon, både her i Norge og i flere andre land, se utdyping side 18.⁷ I Norges Banks forventningsundersøkelse for andre kvartal 2020 steg både andelen som ventet høyere prisvekst og andelen som ventet lavere prisvekst, og spriket var større enn normalt. Dette gjaldt spesielt forventningene til inflasjonen på 1-2 års sikt. Den økte spredningen blant respondentene kan trolig forklares med større usikkerhet om den økonomiske utviklingen, i tillegg til at pandemien legger press på inflasjonen i begge retninger gjennom ulike drivkrefter. Gjennom høsten har variasjonen i inflasjonsforventningene avtatt.

På lengre sikt er inflasjonsforventningene lite endret, og ligger nær målet på 2 prosent.

7 Se Erlandsen, S og I. Nielsen Friis (2020) «Er inflasjonsforventningene upåvirket av koronapandemien?» Innlegg publisert på Bankplassen blogg 30. juni 2020

MÅLING AV PRISER UNDER KORONAPANDEMIEN

Gjennom pandemien har prisveksten for tjenester som har hatt nærmest fullt bortfall som følge av smitteverntiltak blitt estimert. I november ble i underkant av 3 prosent av vektgrunnet i konsumprisindeksen (KPI) fremskrevet enten med sesongvariasjon eller med total KPI.

Som et økonomisk støttetiltak ble merverdiavgiften (MVA) på varer og tjenester med lav sats redusert fra 12 til 6 prosent i perioden fra 1. april 2020 til 1. juli 2021. Det gjelder blant annet persontransport og overnatting, samt adgang til kino, idrettsarrangementer, fornøylesparker og opplevelsessentre. Avgiftsreduksjonen har trolig påvirket den målte prisveksten. Dersom bedriftene reduserer sine utsalgspriser mindre enn reduksjonen i MVA-satsen isolert sett skulle tilsi, vil det avgiftsjusterte prisnivået alt annet likt øke. Statistisk sentralbyrå 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 justert for avgifter og energi (KPI-JAE) opp.

HISTORISK HØY SPARING I HUSHOLDNINGENE

Koronapandemien har ført til at mange husholdninger har redusert sitt private forbruk. Samtidig har lavere renteutgifter og ulike støtteordninger bidratt til å dempe fallet i husholdningenes inntekt. Det har resultert i en historisk høy sparing i husholdningene. Om lag to tredjedeler av sparingen har vært finanssparing, og bankinnskudd utgjør en stor andel av dette. Husholdningenes bankinnskudd var nesten 10 prosent høyere i tredje kvartal i år sammenlignet med samme periode i fjor.

Store deler av nedgangen i økonomien under koronapandemien kan knyttes til redusert konsum. Utviklingen i husholdningenes konsum fremover vil derfor være helt avgjørende for den økonomiske gjeninnhenting. Det er imidlertid stor usikkerhet om husholdningenes atferd fremover. Denne usikkerheten er både knyttet til hvordan koronapandemien utvikler seg og hvordan husholdningene tilpasser seg et gitt pandemiforløp.

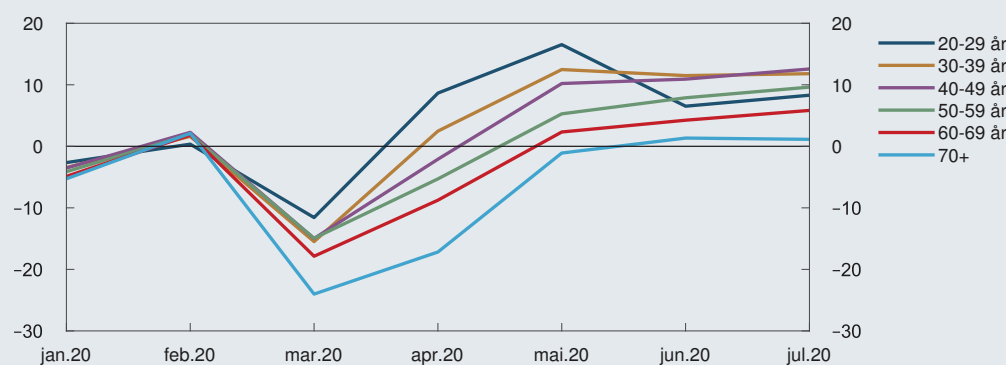
For å kunne anslå det videre forløpet for husholdningenes konsum, er det viktig å forstå hvorfor sparingen er så høy. Dersom mange husholdninger har økt sparingen grunnet usikkerhet om fremtidig inntekt (forsiktighetsmotivert sparing), kan det ta noe tid før sparingen normaliseres. Dersom den høye sparingen i hovedsak skyldes at enkelte varer og tjenester har vært utilgjengelige grunnet smitteverntiltak (tvungen sparing), kan man derimot tenke seg at husholdningene vil bruke noe av de oppsparte midlene og at forbruket vil ta seg raskere opp når koronapandemien er over.

Det er også relevant å vite noe om hvem som står bak den store økningen i sparingen. Data for nordmenns kortbruk indikerer at det er de eldste aldersgruppene som har redusert forbruket mest. Forskjellen er særlig stor for kjøp av varer, der de yngre var mye raskere til å vri konsumet til varekjøp, se figur 3.A. Selv om alle aldersgrupper har redusert kjøp av tjenester markert etter koronautbruddet, er det de eldre som også her har kuttet mest.

Ved hjelp av korttransaksjonsdata har vi anslått hvor mye hver aldersgruppe har spart.¹ Vi finner at de over 60 år står for om lag en tredjedel av økningen i sparingen i første

Figur 3.A De unge vridde seg raskt mot varekjøp

Verdi av korttransaksjoner for varekjøp utenom dagligvarer i 2020 relativt til 2019. Vekstjustert. Prosent



Kilder: DnB og Norges Bank

¹ Sparingen er beregnet som differansen mellom faktisk kortbruk i første halvår i år og kortbruk i samme periode i 2019 justert for en aldersspesifikk vekstrate. Vekstraten er beregnet basert på årsveksten i januar og februar i år. På grunn av manglende informasjon om disponibel inntekt fordelt etter alder, antar vi at utviklingen i disponibel inntekt har vært likt fordelt på tvers av aldersgrupper.

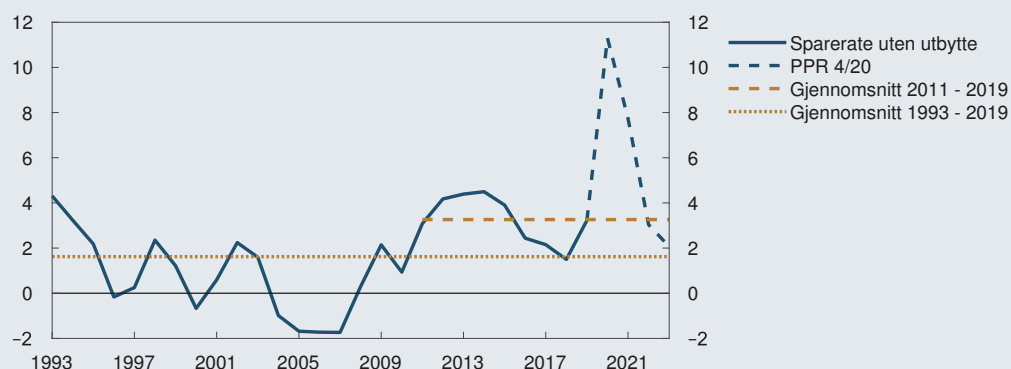
halvår i år, selv om de kun står for om lag en femtedel av forbruket i normale år. De eldre har dermed relativt sett spart mer enn de yngre, selv om de trolig står overfor mindre inntektsusikkerhet. Det kan tyde på at smittefrykt er et motiv bak noe av spareøkningen.² Siden det er tjenestekjøpene som har falt mest, spiller smitteverntiltak en viktig rolle. Dette er i tråd med at våre empiriske modeller for husholdningenes sparing, som inneholder indikatorer for inntektsusikkerhet, kun kan forklare om lag 10 prosent av økningen i sparingen under koronapandemien. Også beregninger gjennomført av den europeiske sentralbanken for de fem største landene i euroområdet indikerer at kun 10 prosent av økningen i sparingen kan tilskrives forsiktighetsmotivert sparing.³ Dette indikerer at spareraten kan falle relativt raskt når koronapandemien er under kontroll.

Hvilke aldersgrupper som står bak den store økningen i sparingen er av betydning når vi skal anslå hvor mye av de oppsparte midlene som vil bli brukt på privat konsum fremover. Den kraftige økningen i finanssparing som følge av at husholdningene ikke har kunnet konsumere som vanlig, har ingen historiske paralleller i nyere tid. En studie på norske data som ser på hvordan husholdningene responderer på en lotterigevinst, kan imidlertid gi nyttig innsikt. Studien finner at eldre sparer mer av gevinsten enn yngre.⁴ Det stemmer med at eldre historisk sett har hatt en høyere sparerate enn yngre. Dersom vi legger til grunn resultatene fra lotteristudien og tar hensyn til aldersfordelingen av sparingen, finner vi at husholdningene vil bruke om lag en tredjedel av de oppsparte midlene på privat konsum de første årene etter pandemien. Det vil isolert sett løfte konsumet med om lag 2 prosent de nærmeste årene.

Anslagene våre for sparing og konsum innebærer at husholdningene vil bruke opp noe av de oppsparte midlene, om lag i tråd med funnene fra lotteristudien. Dette henger sammen med at store deler av spareøkningen trolig skyldes smittefrykt og smittevern-

Figur 3.B Utsikter til lav sparerate i 2022 og 2023

Prosent



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

2 Kortdata fra Portugal indikerer også at det er de eldre som har spart mest under koronapandemien, se Eichenbaum, M.S., M. Godinho de Matos, F. Lima, S. Rebelo og M. Trabandt (2020) «How do people respond to small probability events with large, negative consequences?». NBER working paper, series 27988.

3 Se Dossche, M. og S. Zlatanos (2020) «How do people respond to small probability events with large, negative consequences?». NBER working paper, series 27988.

4 Se Fagereng, A., M. Holm, og G. Natvik (2019) «MPC Heterogeneity and Household Balance Sheets». CESifo Working Paper Series No. 7134.

tiltak, men også at renten er lav. Spareraten anslås derfor å falle markert når koronapandemien er under kontroll i 2022 og 2023, se figur 3.B. Vi venter at spereraten vil ligge noe under det vi anser som et normalnivå ved slutten av prognoseperioden. Strukturelle forhold som demografiske endringer, i form av en aldrende befolkning, og regulatoriske endringer, som pensjonssystemet fra 2011, har trolig økt normalnivået for husholdningenes spererate. Vi legger derfor til grunn at normalnivået på spereraten ligger rundt snittet fra 2011 til 2019.

4 Pengepolitisk analyse

Styrringsrenten ble holdt uendret på null prosent på rentemøtet 16. desember. 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 innebærer en rente på dagens nivå i over ett år fremover. Fra første halvår 2022 øker renten gradvis, etter hvert som aktiviteten nærmer seg et mer normalt nivå. Prognosen for styrringsrenten er noe oppjustert siden forrige rapport.

4.1 Mål og tilbakeblikk

Lav og stabil inflasjon

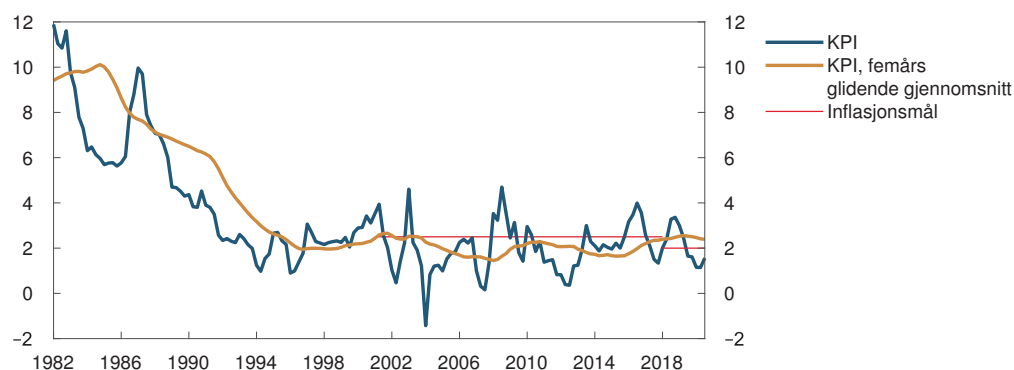
Det overordnede målet for pengepolitikken er lav og stabil inflasjon. Fra innføringen av inflasjonsmålet i 2001 var det operative målet en årsvekst i konsumprisene på 2,5 prosent. I mars 2018 ble måltallet endret til 2 prosent. Årsveksten i konsumprisene har i gjennomsnitt vært om lag 2 prosent siden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

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 avveinger i pengepolitikken er nærmere beskrevet i ramme på side 49.

En ekspansiv pengepolitikk

For å bidra til å dempe det økonomiske tilbakeslaget som følge av koronapandemien, ble styrringsrenten i vår redusert fra 1,5 til null prosent. Pengepolitikken virker ekspansivt så lenge renten over tid ligger under sitt nøytrale nivå. Vi anslår at den nøytrale tre-måneders pengemarkedsrenten i Norge ligger nær 2 prosent, men anslaget er forbundet med stor usikkerhet, se Pengepolitisk rapport 3/20. For realrenten, som er nominell rente

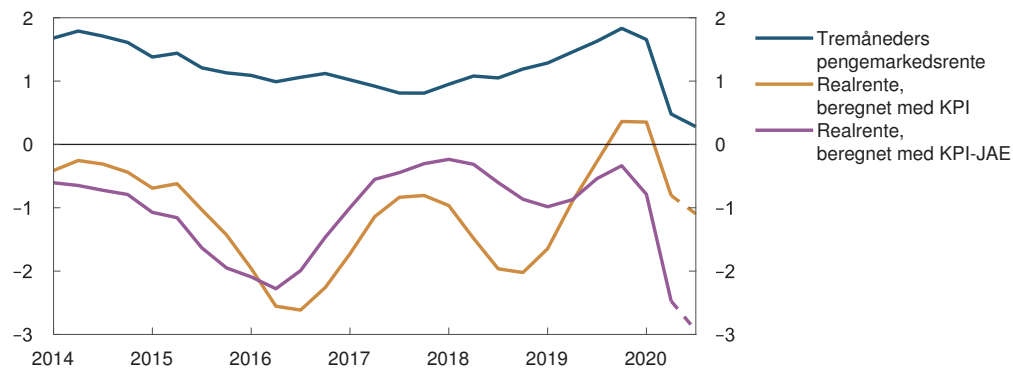
Figur 4.1 Inflasjonen i gjennomsnitt nær målet
Konsumprisindeksen (KPI). Firekvartalersvekst. Prosent



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 4.2 Realrenten har falt

Tremåneders pengemarkedsrente og realrenter. Prosent



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

fratrukket forventet inflasjon, anslås det nøytrale nivået å ligge nær null. Det innebærer at realrenten var nær et nøytralt nivå før koronapandemien, mens rentekuttene siden da har bragt realrenten godt under sitt nøytrale nivå, se figur 4.2.

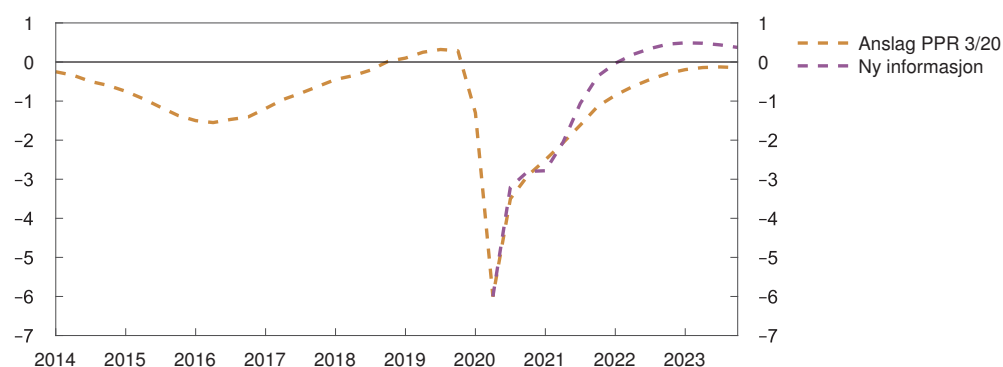
4.2 Modellteknisk tolkning av ny informasjon

For å belyse hvordan ny informasjon og nye vurderinger isolert sett påvirker de økonomiske utsiktene, gjør vi en modellteknisk øvelse. I denne legger vi inn ny informasjon og nye vurderinger av den økonomiske situasjonen i modellapparatet, men beholder rentebanen fra forrige rapport.¹ Rentebanen fra september antydte at styringsrenten ville bli liggende på null prosent til andre halvår 2022, for så å øke forsiktig.

Den økte smittespredningen og strengere smitteverntiltak i siste halvdel av 2020 ventes å dempe den økonomiske veksten i inneværende kvartal og litt inn i neste år. I starten

Figur 4.3 Ny informasjon tilsier høyere kapasitetsutnyttning

Anslag på produksjonsgapet. Betinget på ny informasjon om den økonomiske utviklingen og prognosen for styringsrenten fra PPR 3/20. Prosent

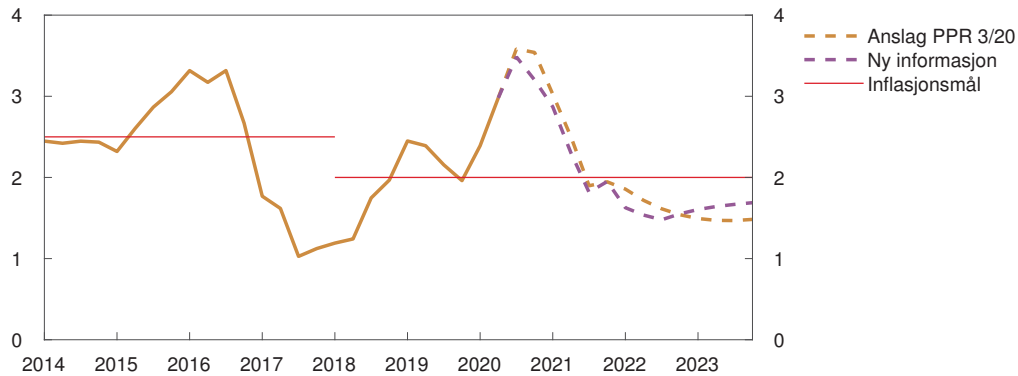


Kilde: Norges Bank

¹ Normalt baserer vi prognosene våre på korttidsanslag for inneværende og neste kvartal, mens vår makroøkonomiske modell NEMO benyttes for å fremmskrive anslag for resten av prognosebanen. Gitt at anslagene bygger på konkrete antagelser knyttet til ikke-modellerte faktorer som smittespredning, smitteverntiltak og tilgang på vaksiner, har vi i denne rapporten forlenget perioden med korttidsanslag med to ekstra kvartaler.

Figur 4.4 Ny informasjon tilsier litt lavere inflasjon den nærmeste tiden

KPI-JAE. Anslag betinget på ny informasjon om den økonomiske utviklingen og prognosen for styringsrenten fra PPR 3/20. Firekvartalersvekst. Prosent



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

av neste år venter vi at smittespredningen avtar nok til at smitteverntiltakene igjen kan lettes på. Samtidig har sannsynligheten for at en vaksine blir bredt tilgjengelig neste år økt betydelig siden forrige rapport. Det trekker i retning av en høyere vekst frem i tid. Samlet sett legger vi til grunn en utsatt, men noe mer markert gjeninnhenting. I analysen med uendret rentebane innebærer det på kort sikt litt lavere kapasitetsutnyttning enn i forrige rapport, mens den deretter blir høyere, se figur 4.3.

Den underliggende prisveksten har vært lavere enn ventet i forrige rapport, men ligger fremdeles over inflasjonsmålet på 2 prosent. Den midlertidig høye prisveksten kan i hovedsak forklares med kronesvekkelsen gjennom vinteren og våren, som har gitt høyere prisvekst på importerte varer. 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 utsikter til en noe sterkere kronkurs fremover. Etter hvert blir inflasjonen i øvelsen med uendret rentebane litt høyere enn anslått i forrige rapport. Det må ses i sammenheng med at kapasitetsutnyttningen i denne øvelsen etter hvert blir liggende høyere enn tidligere lagt til grunn.

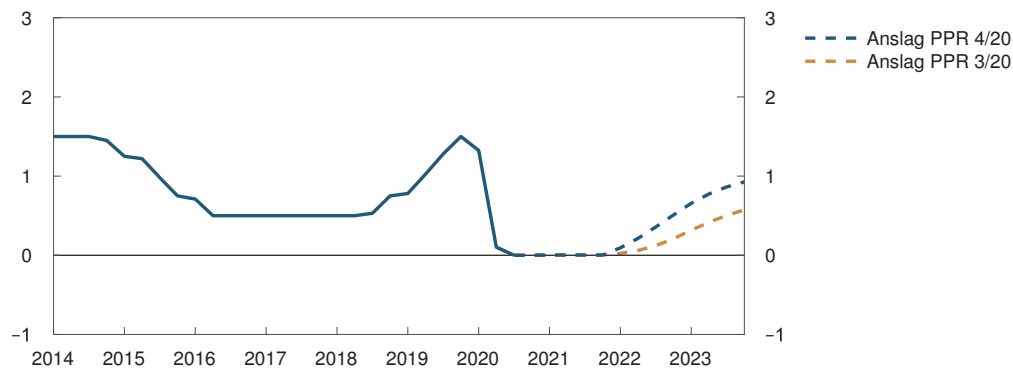
Den modelltekniske øvelsen med uendret rentebane trekker i retning av en noe høyere rentebane på grunn av utsikter til litt høyere inflasjon og særlig høyere kapasitetsutnyttning enn i forrige rapport. Litt svakere utvikling på kort sikt, særlig knyttet til økte smittespredningen og strengere smitteverntiltak, trekker isolert sett i retning av en noe lavere rente i begynnelsen av prognoseperioden.

4.3 Rentebane og renteregnskap

Noe raskere renteoppgang

Komiteen vedtok å holde styringsrenten på null prosent på rentemøtet 16. desember og ser for seg at renten blir værende på dagens nivå en god stund fremover. Ny informasjon og nye vurderinger innebærer at renten vil bli liggende på null prosent i over ett år fremover. Fra første halvår 2022 ventes renten å øke gradvis, se figur 4.5. Fordi det ventes en raskere gjeninnhenting, innebærer prognosen også en noe raskere renteoppgang enn anslått i forrige rapport. Anslagene innebærer at realrenten øker gjennom prognoseperioden, først 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

Figur 4.5 Noe raskere renteoppgang
Styringsrenten. Prosent



Kilde: Norges Bank

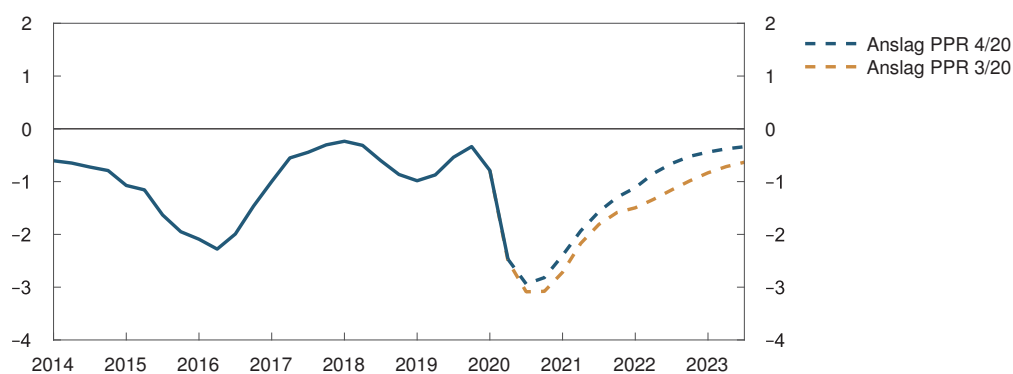
godt under et nøytralt nivå de nærmeste årene. Med utsikter til lavere inflasjon på kort sikt og høyere rentebane lenger ut, anslår vi at realrenten blir liggende høyere enn i forrige rapport.

Innenlandsk etterspørsel trekker rentebanen opp

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.

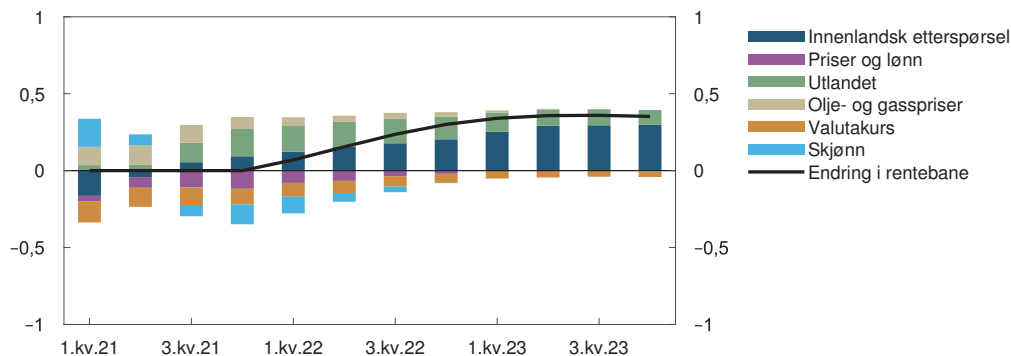
Når vi utarbeider renteregnskapet, tar vi utgangspunkt i modellberegninger, men det er ingen mekanisk sammenheng mellom nyheter som avviker fra prognosene i forrige rapport og virkninger på den nye rentebanen. Søylene for de ulike økonomiske faktorene er basert på hvordan vi historisk har reagert på nyheter, uten å ta hensyn til at nyheter kan påvirke rentesettingen på en annen måte når renten allerede er på et svært lavt nivå. Søylene for skjønnsvurderinger i renteregnskapet er et resultat av komiteens samlede vurdering av innretningen av pengepolitikken. Utdypingen på side 47 går nærmere inn på hvordan nyheter påvirker rentebanen når renten er nær null.

Figur 4.6 Fortsatt ekspansiv pengepolitikk
Realrente. Prosent



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 4.7 Innenlandsk etterspørsel trekker rentebanen opp
Akkumulerte bidrag. Prosentenheter



Kilde: Norges Bank

Både spotprisen på olje og europeiske gasspriser har steget siden forrige rapport. Terminprisene er lite endret, og indikerer priser nær dagens nivåer de nærmeste årene. Høyere *olje- og gasspriser* bidrar til mer aktivitet i petroleumsrelatert virksomhet og trekker i retning av en litt høyere rentebane, se beige søyler.

Ny informasjon om *innenlandsk etterspørsel* trekker rentebanen ned de første kvartalene, men opp etter hvert, se mørkeblå søyler. Forløpet preges av hva vi venter rundt smitteverntiltak. Den økte smittespredningen og strengere smitteverntiltak i siste halvdel av 2020 ventes å gi en tregere gjeninnhenting i konsumet enn vi så for oss i september. Det bidrar til å trekke rentebanen ned. Samtidig venter vi at smittespredningen avtar nok til at smitteverntiltakene igjen kan lettes på i starten av neste år. I tillegg har sannsynligheten for at en vaksine blir bredt tilgjengelig neste år økt betydelig siden forrige rapport. Det vil bidra til at konsumveksten etter hvert blir høyere enn tidligere lagt til grunn, og trekker rentebanen opp. Innenlandsk etterspørsel løftes også av boligprisene, som har steget mer enn ventet denne høsten. Høyere boligpriser virker stimulerende på boliginvesteringene. Videre øker bidraget fra innenlandsk etterspørsel av at oljeinvesteringene fra og med neste år vil være litt høyere enn hva endringen i oljeprisen skulle tilsi, og høyere enn tidligere ventet. Bidraget fra innenlandsk etterspørsel trekkes ned av at vi har lagt til grunn noe lavere vekst i offentlig etterspørsel i 2022 og 2023 enn i forrige rapport.

Anslagene for veksten hos *våre handelspartnere* er oppjustert. I begynnelsen av prognoseperioden gir det nøytrale impulser til rentebanen. I løpet av neste år øker kapasitetsutnyttningen markert, og blir høyere enn vi la til grunn i forrige rapport. Det innebærer høyere importvekst fra våre handelspartnere og bidrar til en høyere rentebane, se grønne søyler.

Kronekursen har siden forrige rapport styrket seg litt mer enn hva utviklingen i rentedifferansen og oljeprisen skulle tilsi. Det bidrar til lavere importert prisvekst, og trekker rentebanen litt ned, se oransje søyler.

Rentebanen trekkes på kort sikt også noe ned av ny informasjon om *priser og lønn*, se lilla søyler. Den importerte prisveksten har siden forrige rapport falt, ettersom effekten av kronesvekkelsen fra tidligere i år har avtatt. Nedgangen i den importerte prisveksten har imidlertid kommet litt raskere enn vi så for oss i forrige rapport, og raskere enn utviklingen i kronekursen normalt skulle tilsi. Dette vil holde den importerte prisveksten litt lavere også i den nærmeste tiden.

Samlet sett trekker faktorene over i retning av en lavere rentebane enn i forrige rapport de første kvartalene, men deretter en noe høyere rentebane.

Renteprognozen holdes uendret på null prosent i over ett år fremover. Komiteens samlede *skjønnsvurderinger* kommer til uttrykk ved de lyseblå søylene. I den nåværende situasjonen er det komiteens vurdering at kostnadene ved å redusere styringsrenten under null overstiger gevinstene. Da vil nyheter om svakere økonomiske utsikter heller gjøre at renten blir liggende på dagens nivå noe lengre. I tillegg er det komiteens vurdering 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. Det gjør at rentebanen de nærmeste årene heves noe mindre enn nyheter alene skulle tilsa. Begge disse faktorene gjenspeiles i skjønnsøylene, som holder rentebanen på null prosent gjennom 2021, og trekker rentebanen litt ned gjennom 2022.

NYHETER OG ENDRINGER I RENTEBANEN NÅR RENTEN ER NÆR NULL

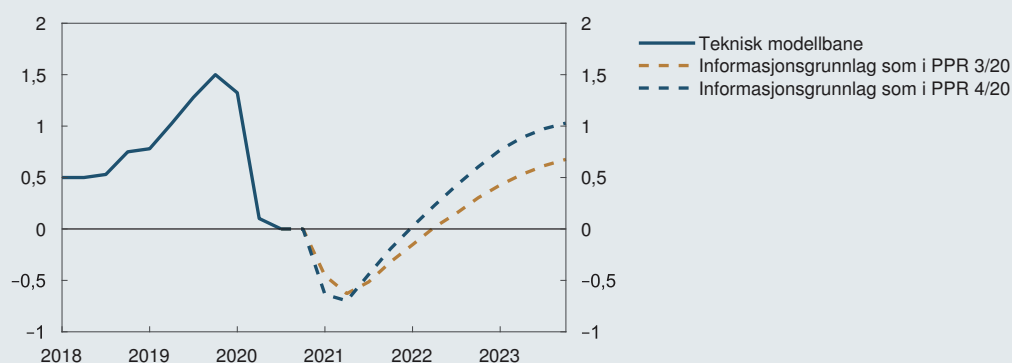
Norges Banks rentebane baserer seg på komiteens avveieringer og samlede vurdering av de økonomiske utsiktene. Vår makroøkonomiske modell NEMO er et viktig hjelpemiddel for å lage rentebanen. Modellapparatet brukes blant annet til å systematisere og tallfeste utslagene på rentebanen av ny informasjon og nye vurderinger. For å vise effekten av nyheter, publiserer Norges Bank et renteregnskap, se figur 4.7. Det er ingen mekanisk sammenheng mellom nyheter og virkningen på rentebanen. Modellen representerer en forenkling av virkeligheten og bygger på en rekke antakelser. Rentebanen justeres skjønnsmessig for å fange opp både faktorer utenfor modellen og komiteens avveieringer.

Når prognosen for styringsrenten er nær null prosent, kan det være behov for større justeringer enn vanlig. I NEMO virker renten som normalt også ved svært lave og negative nivåer. Dette er en forenkling som ikke er realistisk, og som det er gode grunner til å overprøve. Det er for eksempel grunn til å anta at styringsrenten får gradvis mindre gjennomslag til de rentene husholdninger og bedrifter står overfor når den blir svært lav. I tillegg kan et svært lavt rentenivå ha usikre, og til dels uønskede, effekter på finansmarkedene samt føre til oppbygging av finansielle ubalanser. Slik situasjonen er nå, er det komiteens vurdering at kostnadene ved å redusere styringsrenten ytterligere overstiger gevinstene. Derfor går ikke rentebanen i denne rapporten lavere enn null prosent.

I renteregnskapet er vurderingene knyttet til at renten ikke settes under null reflektert i søylene som representerer en samlet skjønnsutøvelse. Det betyr at søylene for de andre faktorene bør tolkes som virkningen av nyheter slik vi historisk har reagert, uten at de er justert for å ta hensyn til at disse sammenhengene kan endre seg når renten allerede er svært lav.

Når renten ligger på null i lengre tid, kan det være vanskelig å lese et handlingsmønster for pengepolitikken ut av hvordan rentebanen påvirkes av ny informasjon og nye vurderinger. En teknisk modellbane, som er rentebanen fra NEMO der det ikke er lagt til noen justeringer som følge av særskilte forhold knyttet til at renten er nær null, kan gjøre dette enklere. En slik modellbane gir informasjon om hvordan modellen tolker effekten av nyheter på renten, og hvor lav rente de økonomiske utsiktene kunne tilsi dersom renten virket som normalt under null.

Figur 4.A Nyheter trekker modellbanen først ned, så opp



Kilde: Norges Bank

Figur 4.A viser den tekniske modellbanen basert på informasjonsgrunnlaget i denne og forrige rapport. Endringen i den tekniske modellbanen viser hvordan modellen tolker virkningen av ny informasjon på rentesettingen. Med ny informasjon blir modellbanen noe lavere på kort sikt. Det gjenspeiler at den økte smittespredningen og strengere smitteverntiltak fører til en midlertidig svakere økonomisk utvikling. Etter hvert blir den tekniske modellbanen høyere, ettersom vi venter at både smitteverntiltak avvikles og en vaksine blir bredt tilgjengelig raskere enn tidligere lagt til grunn. Differansen mellom modellbanene i figur 4.A tilsvarer summen av alle søylene utenom skjønn i renteregnskapet i figur 4.7.

Nivået på den tekniske modellbanen sier noe om størrelsen på de skjønnsmessige justeringene som gjøres for å ta hensyn til at NEMO ikke gir en dekkende beskrivelse av hvordan renten virker når renten er under null. Når modellbanen går langt under null, er disse justeringene store. Da vil i liten grad endringer i modellbanen gjenspeiles i den faktiske rentebanen. Selv om nyheter skulle trekke modellbanen ned på kort sikt, vil renten i den nåværende situasjonen mest sannsynlig bli værende på null. Renteregnskapet vil i slike tilfeller vise positive skjønnsøyler. Tilsvarende vil heller ikke nyheter som trekker modellbanen opp på kort sikt nødvendigvis gi en høyere styringsrente. Renteregnskapet vil da vise negative skjønnsøyler.

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 gitt Finansdepartementet råd om å holde kravet til motsyklisk kapitalbuffer uendret på 1,0 prosent.¹ Slik komiteen nå vurderer den økonomiske utviklingen og utsiktene til tap og utlånskapasitet i bankene, vil den gi råd om økt bufferkrav i løpet av 2021. Komiteen ser for seg at bufferen på noe sikt skal tilbake til 2,5 prosent.

I løpet av koronapandemien har boligprisveksten tatt seg markert opp, og kredittveksten til husholdningene har økt noe. Vedvarende høy boligprisvekst og økt kredittvekst kan føre til at finansielle ubalanser bygger seg videre opp. Kredittverdige foretak og husholdninger synes å ha god tilgang på kreditt. Bankenes utlånstap avtok i tredje kvartal, men det er fortsatt stor usikkerhet om tapsutviklingen fremover. Norske banker er godt rustet til å tåle økte tap og samtidig opprettholde kreditttilbudet.

5.1 Tilgang på kreditt

Kredittverdige foretak og husholdninger synes å ha god tilgang på kreditt. Bankene har kapital og likviditet til å opprettholde kreditttilbudet, se kapittel 5.3. I Norges Banks utlånsundersøkelse meldte bankene om små endringer i sin kredittpraksis i tredje kvartal. For fjerde kvartal venter bankene en svak innstramning i kredittpraksisen overfor husholdninger, i hovedsak fordi de utvidede fleksibilitetskvotene i boliglånsforskriften ikke ble videreført etter tredje kvartal. Dette reflekteres i Finanstilsynets boliglånsundersøkelse for 2020, som viser at lån som gikk utover ett eller flere av kravene i boliglånsforskriften, utgjorde 12 prosent av samlet lånebeløp. Det er innenfor de utvidede fleksibilitetskvotene, men høyere enn de ordinære kvotene. Finansdepartementet har nylig besluttet at boliglånsforskriften videreføres uten endringer de neste fire årene.

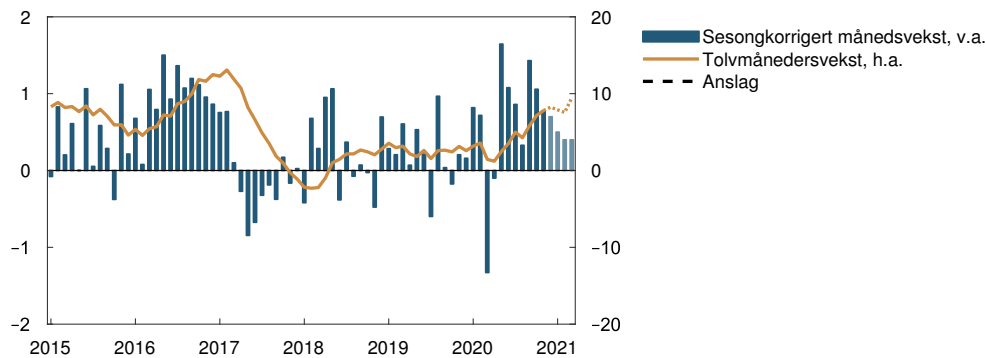
For foretak har bankene i Norges Banks utlånsundersøkelse meldt om uendret kredittpraksis for fjerde kvartal. I obligasjonsmarkedet for foretak har utstedelsesvolumene vært på normale nivåer i høst. Risikopåslagene har falt noe siden forrige rapport, men er fortsatt litt høyere enn nivåene fra før uroen tiltok i mars, se kapittel 2.1.

¹ Se brev fra Norges Bank til Finansdepartementet 16. desember 2020.

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. En figurpakke med alle indikatorer som inngår i rammeverket, finnes oppdatert på Norges Banks nettsider.

Figur 5.1 Boligprisveksten har tatt seg markert opp
Prosent



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

5.2 Finansielle ubalanser

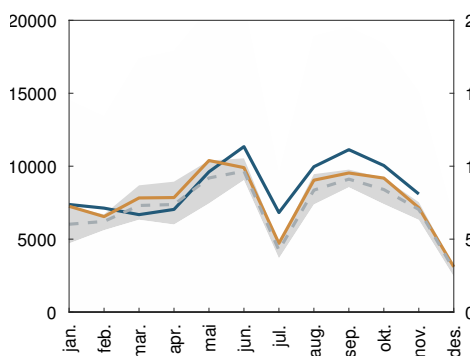
Før reduksjonen i mars var kravet til motsyklisk kapitalbuffer 2,5 prosent med bakgrunn i at finansielle ubalanser hadde bygd seg opp over lengre tid. Husholdningenes gjeldsbelastning er høy og har økt mye gjennom mange år. Etter å ha vokst kraftig i lengre tid, er eiendomsprisene på høye nivåer. De siste årene har gjeldsveksten avtatt, og eiendomsprisene har vokst moderat. I løpet av koronapandemien har boligprisveksten tatt seg markert opp, og kredittveksten til husholdningene har økt noe. Utviklingen bør ses i sammenheng med lavere utlånsrenter og den midlertidige lettelsen i boliglånsforskriften. Vedvarende høy boligprisvekst og økt kredittvekst kan føre til at finansielle ubalanser bygger seg videre opp. Prisene på næringseiendom falt markert i første halvår i år, men fallet ble hentet inn i tredje kvartal.

Betydelig press i boligmarkedet

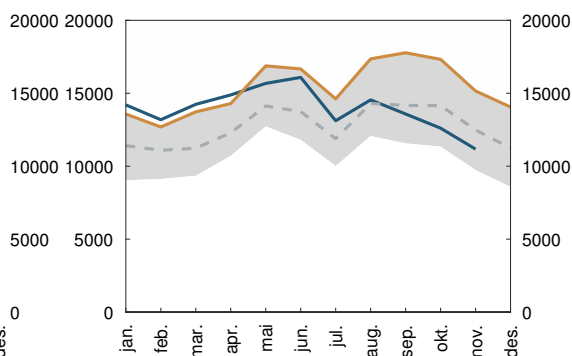
Boligprisene har økt markert siden mai, se figur 5.1. Tolv månedersveksten i boligprisene var 7,8 prosent i november, som er høyere enn anslått i forrige rapport. Prisveksten har økt i alle områder i landet, men er høyest i Oslo. Omsetningen av bruktboliger har vært høy sammenlignet med tidligere år, se figur 5.2, mens tilbudet av bruktboliger ikke har

Figur 5.2 Høy aktivitet i bruktboligmarkedet

Omsetning. Antall boliger



Usolgte. Antall boliger

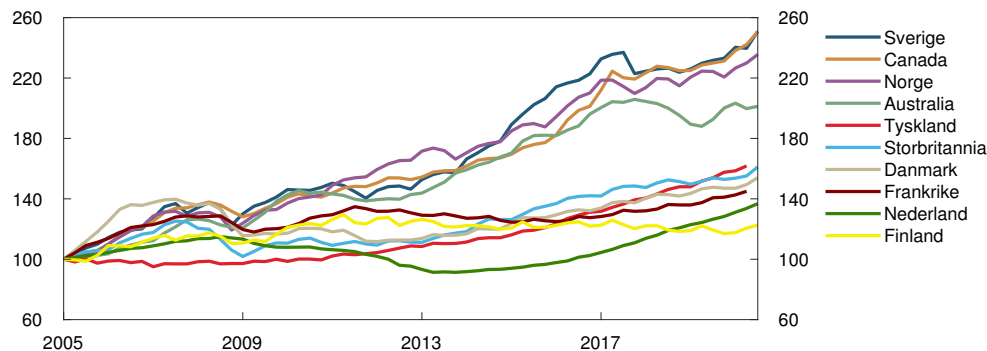


— 2020 — 2019 — Gjennomsnitt 2010 – 2019 — Maks./Min. 2010 – 2019

Kilder: Eiendom Norge, Eiendomsverdi og Finn.no

Figur 5.3 Boligprisene øker i mange land

Indeks. 1. kv. 2005 = 100



Kilder: Australian Bureau of Statistics, BIS, Danmarks Statistik, Eiendom Norge, Eiendomsverdi, Eurostat, Finn.no, HM Land Registry, Statistics Netherlands og Valuegard

økt like mye. Det har ført til at beholdningen av usolgte bruktboliger har avtatt markert (figur 5.2). Høy aktivitet og færre tilgjengelige boliger tyder på et betydelig press i boligmarkedet. Nyboligsalget har også tatt seg opp siden mars og har i høst vært noe høyere enn tidligere år. Samtidig har det blitt lagt ut få boligprosjekter for salg i perioden. Antall usolgte nye boliger har derfor avtatt, særlig nye boliger under bygging. Ved inngangen til året var antall usolgte boliger under bygging på et høyt nivå. Det har trolig bidratt til at det legges ut få boliger for salg. Vi venter at tilbudet av nye boligprosjekter vil øke igjen etter hvert som boliger under bygging selges unna.

Den sterke boligprisveksten har sammenheng med svært lave boliglånsrenter og den midlertidige lettelsen i boliglånsforskriften. En høyere betalingsvilje for bolig kan også ha sammenheng med økt bruk av hjemmekontor og at forbruksmulighetene har vært noe begrensede etter utbruddet av koronapandemien. Samtidig kan den økte arbeidsledigheten ha virket mindre dempende på boligprisveksten enn ventet. Det skyldes at ledigheten i større grad har rammet yrkesgrupper med lav inntekt, og andelen som eier bolig er vesentlig lavere blant husholdninger med lav inntekt enn høyere inntekter.

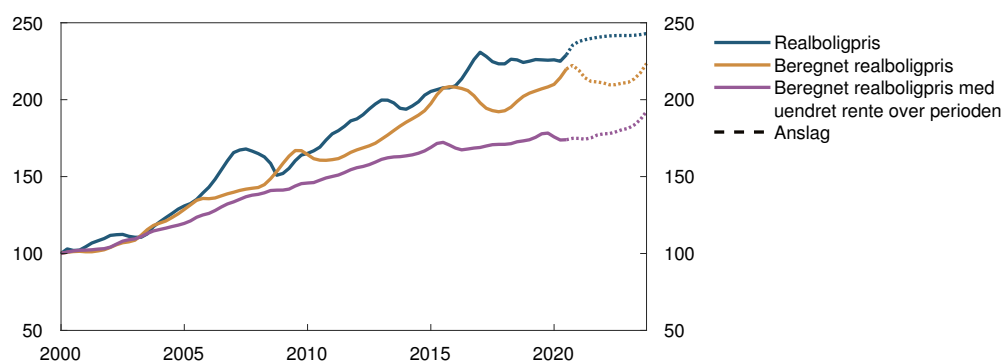
Boligprisene i mange andre land har også økt under pandemien, se figur 5.3. Dette gjelder både land som har hatt tilsvarende boligprisvekst som Norge de siste 15 årene, som i Sverige og Canada, og i land hvor prisveksten over perioden har vært lavere, som i Danmark. Veksten den siste tiden skyldes trolig mange av de samme drivkreftene som i Norge. Mange land hadde imidlertid svært lave renter også lenge før pandemien, men det økonomiske tilbakeslaget kan ha gitt boligkjøperne forventninger om at rentene blir værende lave enda lengre.

Vi legger til grunn at presset i boligmarkedet vil avta noe fremover, blant annet som følge av at effekten av lavere renter blir mindre, og de midlertidige lettelsene i boliglånsforskriften er reversert. Vi venter at boligprisene vil fortsette å øke den nærmeste tiden, men med en lavere månedsvekst enn de siste månedene (figur 5.1). På litt lengre sikt vil trolig økt boligbygging og noe høyere renter føre til at veksten avtar ytterligere, og mot slutten av prognoseperioden venter vi en årsvekst nær 2 prosent, se tabell 3 i vedlegget.

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, men det har nå snudd igjen, og fremover legger vi til grunn at boligprisene vokser raskere enn disponibel inntekt. Boligprisveksten de siste 20 årene kan i stor grad forklares med

Figur 5.4 Boligprisene vokser mer enn inntekt og rente skulle tilsi

Indeks. 1. kv. 2000 = 100



Kilder: Eiendom Norge, Eiendomsverdi, Finn.no, Norges Eiendomsmeglerforbund (NEF), Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

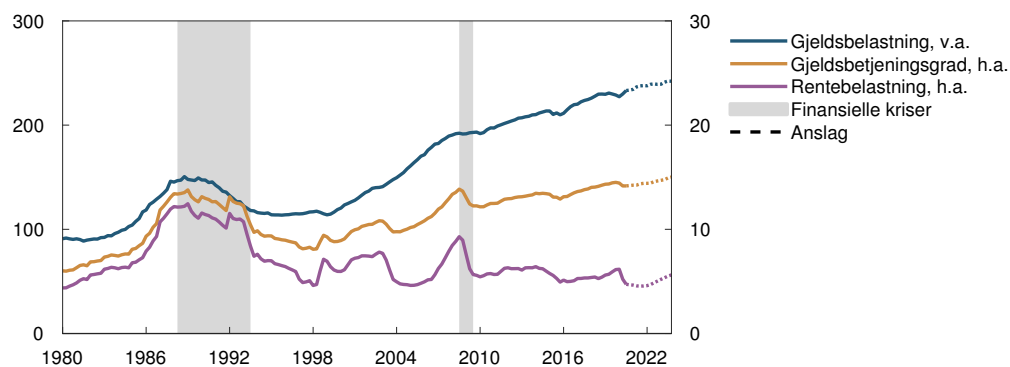
veksten i husholdningenes inntekter og lavere boliglånsrenter, se figur 5.4.² Det er naturlig at boligprisene øker i takt med inntekten. Lavere utlånsrenter stimulerer til økt gjeldsopptak og påvirker også boligprisene. Lavere utlånsrenter ansås å kunne forklare omtrent en tredjedel av boligprisøkningen over perioden. I perioder har økningen i boligprisene vært større enn utvikling i inntekt og renter skulle tilsi (avviket mellom blå og gul linje i figur 5.4). Dette avviket var særlig stort i 2016 da boligprisveksten var sterk, men har deretter gradvis avtatt i takt med moderat boligprisvekst og et balansert boligmarked. Anslagene for boligpriser, renter og inntekt i denne rapporten innebærer at avviket øker igjen fremover fordi husholdningene trolig vil bruke en større del av inntekten på bolig enn tidligere.

Press i boligmarkedet øker gjelden i husholdningene

Husholdningenes gjeldsbelastning er på et høyt nivå etter å ha økt over lang tid, 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

Figur 5.5 Høyere gjeldsbelastning fremover

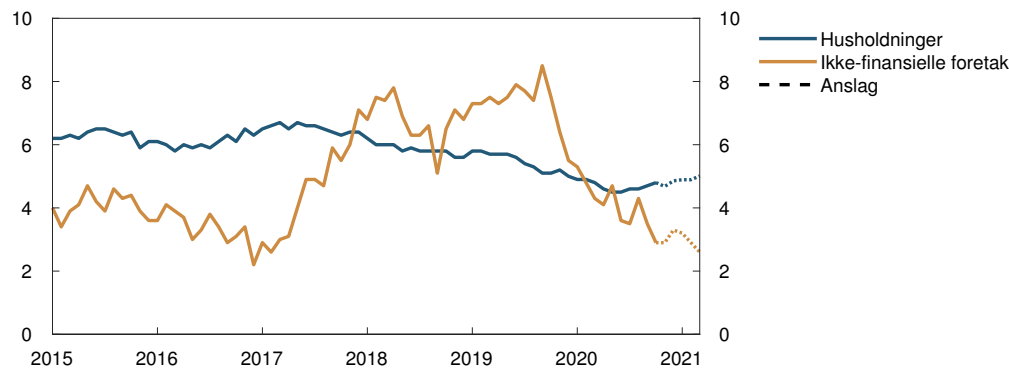
Prosent



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

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

Figur 5.6 Kredittveksten øker noe for husholdninger og avtar videre for foretak
Fastlands-Norge. Tolvmånedersvekst. Prosent



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

av avdragsfrihet økte kraftig på vårparten. Det har gjort 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. De siste månedene har kredittveksten økt noe igjen, og i oktober var tolv månedersveksten 4,8 prosent. Det var omtrent som anslått i forrige rapport. Økt press i boligmarkedet har bidratt til å løfte kredittveksten. I tråd med utviklingen i boligmarkedet venter vi økt kredittvekst også den nærmeste tiden, før veksten avtar noe på lengre sikt, se tabell 3 i vedlegget. Vi venter at kredittveksten vil være høyere enn veksten i disponibel inntekt fremover, slik at gjeldsbelastningen øker noe (figur 5.5).

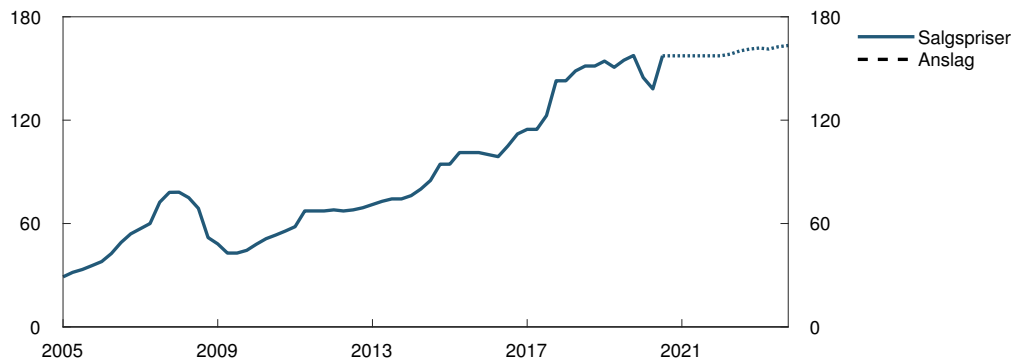
Fastlandsforetakenes gjeld vokste markert raskere enn verdiskapingen i årene før bank- og finanskrisen, men har vokst mer i takt med verdiskapingen de siste ti årene. Veksten i foretakenes innenlandske kreditt tiltok gjennom 2017, men har falt markert siden i fjor høst (figur 5.6). Siden mars har kredittveksten til foretak falt moderat. I oktober avtok tolv månedersveksten videre til 2,9 prosent. Det var en mindre nedgang enn anslått i forrige rapport. Vi venter at foretakenes kredittvekst avtar noe videre den nærmeste tiden. Utviklingen i foretakenes kredittvekst henger i stor grad sammen med utviklingen i foretaksinvesteringene (kapittel 3.1). Bankene i Norges Banks utlånsundersøkelse rapporterte om økt etterspørsel etter lån til investeringsformål i tredje kvartal og færre likviditetslån. Ifølge bankene har ikke likviditetslån fortrenget lån til investeringsformål i særlig grad.

Næringseiendomsprisene tilbake på nivået før pandemien

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.

Salgsprisene for prestisjelokaler steg lenge, og før koronapandemien var de på et historisk høyt nivå, se figur 5.7. I første halvår falt salgsprisene betydelig før de steg markert i tredje kvartal. Salgsprisene er nå tilbake på nivået før pandemien. Salgsprisene beregnes som forholdet mellom leiepriser og avkastningskrav. Lavere leiepriser trakk salgsprisene

Figur 5.7 Næringseiendomsprisene tilbake på nivået før tilbakeslaget
Tusen kroner per kvadratmeter

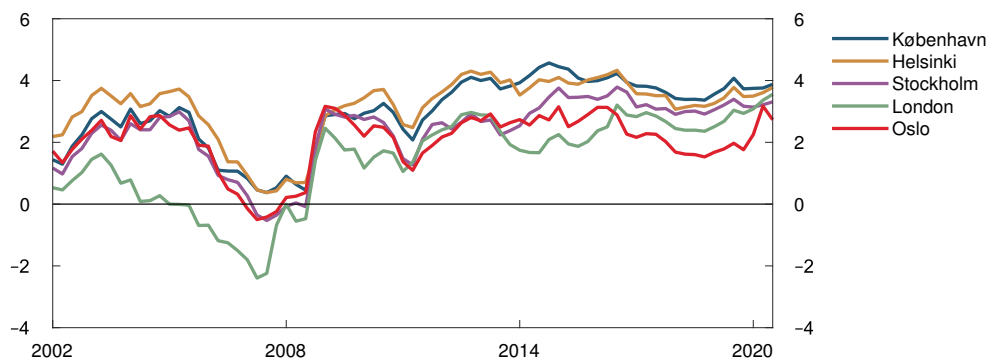


Kilder: CBRE og Norges Bank

ned i første halvår, mens lavere avkastningskrav og en svak økning i leieprisene trakk salgsprisene opp igjen. I første halvår økte avkastningskravet marginalt til tross for markert nedgang i lange renter. Det reflekterte blant annet økt risikopremie som følge av utbruddet av koronaviruset, og risikopremien på kontoreiendommer i Oslo nærmet seg andre byer etter å ha ligget markert lavere i lengre tid, se figur 5.8. Lavere avkastningskrav i tredje kvartal skyldes hovedsakelig at risikopremien falt noe tilbake, trolig på grunn av redusert usikkerhet.

Vi venter at salgsprisene holder seg om lag uendret den nærmeste tiden (figur 5.7). På litt lengre sikt venter vi en gradvis økning i salgsprisene som følge av at leieprisene øker i takt med en normalisering av aktivitetsnivået i økonomien.³ Det er imidlertid betydelig usikkerhet både om den realøkonomiske utviklingen og om langsiktige endringer i næringseiendomsmarkedet. Dersom koronapandemien fører til strukturelle endringer, som permanent økt bruk av hjemmekontor, kan etterspørselen etter kontorareal bli redusert.⁴ Da øker risikoen for en betydelig reduksjon i leie- og salgsprisene. Lavere nivå på leieprisene vil over tid redusere næringseiendomsforetakenes gjeldsbetjeningsevne.

Figur 5.8 Risikopremien på næringseiendom i Oslo noe lavere enn i andre europeiske byer
Avkastningskrav (yield) fratrukket femårs swaprente. Prosentenheter



Kilder: CBRE og Datastream

³ Analyser indikerer at leieprisene i kontorleiemarkedet i hele Oslo utvikler seg i tråd med realøkonomiske forhold, se Bjørland, C. og M. Hagen (2019) «What drives office rents?». *Staff Memo* 12/2019.

⁴ Pandemien kan også ha forsterket trenden med økt netthandel. Dette kan virke positivt på logistikkbransjen og negativt på varehandelen.

Salgsprisene vil også avhenge av utviklingen i avkastningskravet. Dersom finansiell uro skulle oppstå igjen og vare ved, kan avkastningskravet stige kraftig og føre til at salgsprisene faller markert.

5.3 Bankene

De norske bankene har klart seg godt under koronapandemien. Omfattende myndighetstiltak har begrenset utlånstapene. Bankene har god lønnsomhet og har vært i stand til å opprettholde kredittilbudet til både husholdninger og foretak. Bankene har god tilgang på langsiktig markedsfinansiering, og risikopåslagene på obligasjonsfinansiering er lite endret siden forrige rapport. I høst utstedte bankene mye obligasjoner med fortrinnsrett (OMF), men også senior obligasjonsgjeld og etterstilt gjeld.

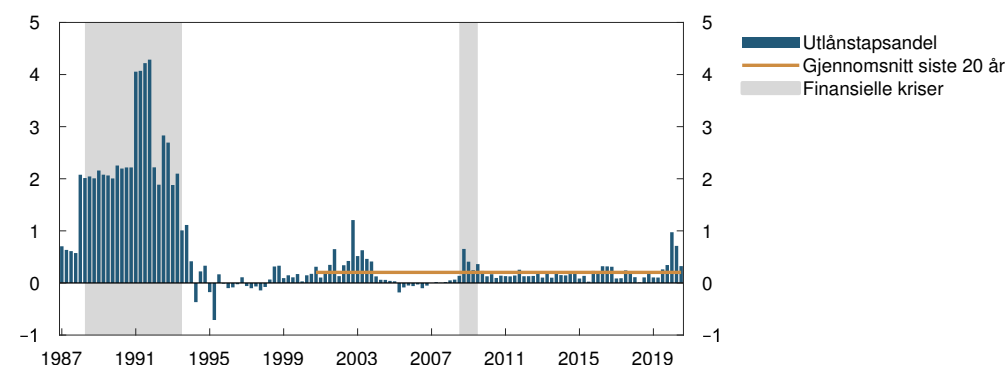
Tap på foretakslån er den viktigste årsaken til svingninger i bankenes inntjening, men de mest utsatte næringene under tilbakeslaget utgjør en relativt liten andel av bankenes samlede utlån. Bankenes samlede utlånstapsandel avtok fra 1,0 prosent i første kvartal til 0,3 prosent i tredje kvartal, se figur 5.9. Samlet var tapene i årets tre første kvartaler om lag tre ganger høyere enn gjennomsnittet de siste 20 årene, men betydelig lavere enn under bankkrisen. Om lag halvparten av de store bankenes utlånstap i årets tre første kvartaler var på utlån til oljerelaterte næringer. En stor del av nedgangen i utlånstap de siste kvartalene skyldes lavere avsetninger til forventede tap, som reflekterer at bankenes vurdering av utsiktene ikke er forverret. De norske bankene har til tross for økte utlånstap gått med overskudd så langt i år. Fra andre til tredje kvartal i år økte lønnsomheten noe, men den er fortsatt lavere enn i fjor, se figur 5.10.

Våre analyser viser at bankene har god evne til både å absorbere tap og opprettholde kredittilbudet, se Finansiell stabilitet 2020. Vi venter at utlånstapsandelen for bankene vil bli lavere i 2021 enn i 2020, men fortsatt markert høyere enn gjennomsnittet de siste 20 årene.⁵ Det er særlig tap på utlån til oljeservice som bidrar til utlånstapene på kort sikt.

Det er stor usikkerhet om den videre tapsutviklingen. Den nærmeste tiden vil økt smitte-spredning og strenge smitteverntiltak trolig gi et nytt fall i aktiviteten i flere næringer.

Figur 5.9 Utlånstapene nær normale nivåer i tredje kvartal

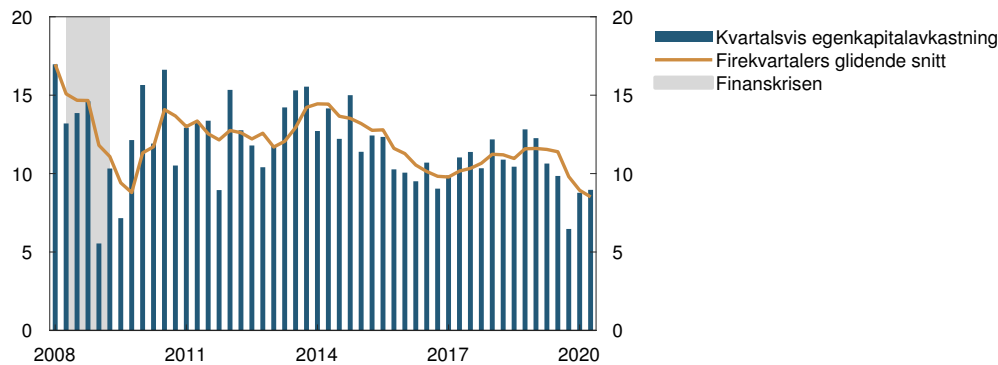
Andel av utlån. Annualisert. Prosent



Kilde: Norges Bank

⁵ Se Hjelseth, I.N., E.S. Arbatli, H. Solheim og B.H. Vatne (2020) «Anslag på bankenes tap på utlån til ikke-finansielle foretak». Staff Memo 10/2020. Norges Bank. Analysen utnytter detaljerte mikrodata for hvert enkelt foretak og lån i hver enkelt bank for å anslå tap på utlån til foretak i årene 2020–2022.

Figur 5.10 Bankene har fortsatt god lønnsomhet
Egenkapitalavkastning. Annualisert. Prosent



Kilder: SNL / S&P MI og Norges Bank

Flere foretak har tært på buffere de hadde før tilbakeslaget. Hvis de fortsetter å ha lav omsetning, kan vi forvente at antallet konkurser fremover øker. Da vil trolig også bankenes tap øke. Reiseliv, transport og personlig tjenesteyting er særlig rammet av koronapandemien og smitteverntiltakene. Disse utgjør imidlertid bare om lag 5 prosent av bankenes samlede utlån til foretak. Det begrenser bankenes tapsrisiko. Samtidig kan problemer i enkeltforetak påføre en bank betydelige tap dersom foretakets lån utgjør en stor andel av bankens låneportefølje. Det kan isolert sett redusere bankens kredittilbud til andre foretak.⁶

Utviklingen i næringsseidom vil være særlig viktig for bankenes utlånstap fremover. Bankene har store deler av sine utlån til dette segmentet, og tapene på slike lån har vært høye under tidligere kriser. Vår vurdering er at næringsseidomsmarkedet var i god balanse ved utgangen av 2019, og foretakene har tilstrekkelige finansielle buffere til å takle det leieprisfallet vi har sett så langt i 2020. Det er imidlertid betydelig usikkerhet knyttet til utviklingen fremover. Tapsrisikoen i næringsseidom er særlig høy hvis man får et langvarig fall i leiepriser og en påfølgende fall i markedsprisene. Våre analyser indikerer at bankene må tære på bufferkapitalen for å opprettholde kredittilbudet dersom tapene blir vesentlig høyere enn ventet, se Finansiell stabilitet 2020.

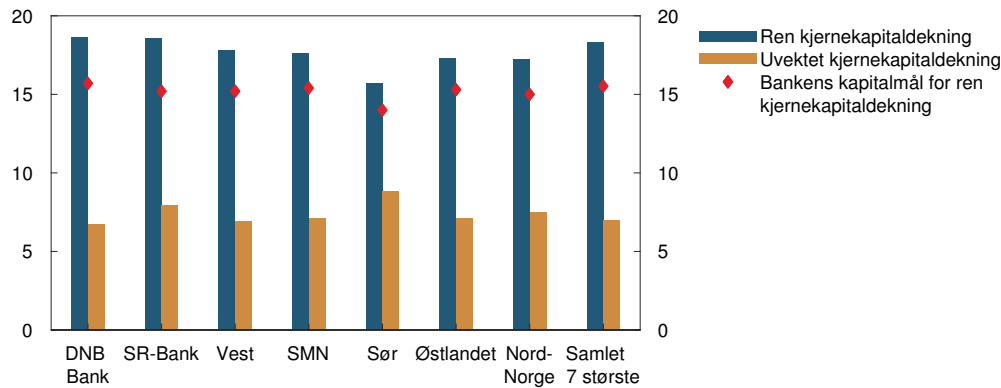
Tapsutsiktene i bankene dempes av at myndighetene har forlenget enkelte støttetiltak til hardt rammede foretak, og av at det har kommet oppløftende nyheter rundt utviklingen av vaksiner den siste tiden.

Bankenes kapitaldekning har økt og ligger godt over kapitalkravene. Ren kjernekapitaldekning økte med 0,4 prosentenheter fra utgangen av andre til utgangen av tredje kvartal i år. Både økt ren kjernekapital og nedgang i beregningsgrunnlaget for enkelte banker forklarer oppgangen. Uvektet kjernekapitaldekning økte samtidig med 0,1 prosentenheter til 6,9 prosent. De største bankene oppfyller kapitalmålene med god margin, også når det tas hensyn til økt systemrisikobuffer og risikovektgult på bolig- og næringsseidoms-lån, se figur 5.11.⁷ Selv med en økt motsyklisk kapitalbuffer vil bankenes kapitaldekning i utgangspunktet ligge godt over kapitalkravene.

⁶ Se Galaasen, S., R. Jamilov, R. Juelsrud og H. Rey (2020) «Granular Credit Risk». *Working Paper 15/2020*. Norges Bank. Analysen viser at det er konsentrasjonsrisiko i Norge i form av at enkelte store foretakskunder utgjør en relativt stor andel av bankers samlede utlån. Analysen er basert på et nytt datasett som dekker alle banklån gitt til aksjeselskaper i Norge i perioden 2003–2015.

⁷ Kapitalmålene er hensyntatt økt systemrisikobuffer fra 3 til 4,5 prosent ved utgangen av 2020 for banker med IRB-metode. Det er besluttet innføring av midlertidige gult for gjennomsnittlig risikovektning av norske bolig- og næringsseidoms-lån på henholdsvis 20 og 30 prosent ved utgangen av 2020. Våre analyser tyder på at gultene vil ha liten effekt for norske banker fordi deres gjennomsnittlige risikovekter er på nivå med eller høyere enn gultene.

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



Kilder: Bankkonsernernes kvartalsrapporter og Norges Bank

En høyere motsyklisk kapitalbuffer gjør bankene bedre rustet for fremtidige forstyrrelser. Norsk økonomi er inne i et kraftig tilbakeslag, se kapittel 3. En illustrativ øvelse i Finansiell stabilitet 2020 viser at gjeninnhenting i økonomien kan bli forsinket hvis kapitalkravet blir satt opp i dårlige tider, og bankene må stramme inn på kreditten for å oppfylle høyere kapitalkrav. Det er usikkerhet knyttet til hvor stor virkning økte bufferkrav har på bankenes utlånspraksis og norsk økonomi i en gjeninnhenting. Den innstrammende effekten av et høyere bufferkrav er trolig mindre dersom bankene i utgangspunktet har god margin til kapitalkravene eller god inntjening.

Selv om bankene så langt i år har utbetalt lite utbytte, gir reduserte og utsatte utbytter for 2019 kun en økning på 0,2 prosentenheter for rapportert ren kjernekapitaldekning. Det skyldes at store deler av utbyttet er utsatt, men ikke kansellert. Om en større del av utbyttet for 2019 kanselleres, vil bankenes kapitaldekning øke mer enn vist i figur 5.11. Bankenes lønnsomhet og kapitaldekning tilsier at de er i stand til å betale utbytte, men ved beslutninger om utbytte må fortsatt usikkerheten knyttet til den økonomiske utviklingen hensyntas.

Vedlegg

Tabeller med detaljerte anslag

Tabell 1 Internasjonale anslag

Endring i anslag fra Pengepolitisk rapport 3/20 i parentes	Vekter ¹ Prosent	Prosentvis endring fra foregående år				
		2019	2020	2021	2022	2023
BNP						
USA	10	2,2 (-0,1)	-3,6 (0,9)	3,5 (-0,1)	3,2 (0,2)	2,1 (-0,4)
Euroområdet	35	1,3 (0)	-7,5 (0,8)	3,9 (-1,4)	4,4 (1)	1,9 (-0,5)
Storbritannia	11	1,3 (-0,2)	-11,1 (-0,7)	5,2 (-0,5)	4,7 (1,1)	3 (0,2)
Sverige	13	1,4 (0,1)	-3,2 (0,3)	2,9 (-1)	3,9 (1)	2,2 (0)
Kina	6	6,1 (0)	1,8 (-0,2)	8,2 (0,3)	5,6 (-0,1)	5,6 (0)
13 handelspartnere ¹	100	2 (0)	-5,4 (0,5)	4,2 (-0,7)	4,1 (0,7)	2,5 (-0,2)
5 handelspartnere ²		2 (0)	-5,7 (0,4)	4,4 (-0,8)	4,3 (0,8)	2,5 (-0,3)
Priser						
Underliggende prisvekst ³		1,4 (0)	1,1 (-0,1)	1 (-0,1)	1,3 (0)	1,6 (-0,1)
Priser på konsumvarer Norge importerer ⁴		1,6 (-0,1)	0,4 (-0,2)	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				2021		
	sep	okt	nov	des	jan	feb	mar
KPI							
Faktisk	1,6	1,7	0,7				
Anslag PPR 3/20	2,1	2,3	2,1	2,5			
Anslag PPR 4/20				2,2	1,9	2,8	2,9
KPI-JAE							
Faktisk	3,3	3,4	2,9				
Anslag PPR 3/20	3,6	3,7	3,4	3,5			
Anslag PPR 4/20				3,3	2,5	2,9	3,1
Importerte varer i KPI-JAE							
Faktisk	3,8	4,1	3,2				
Anslag PPR 3/20	4,5	4,5	4,5	4,6			
Anslag PPR 4/20				3,5	2,5	3,3	3,9
Norskproduserte varer og tjenester i KPI-JAE							
Faktisk	3,0	3,0	2,8				
Anslag PPR 3/20	3,0	3,2	2,8	2,9			
Anslag PPR 4/20				3,1	2,4	2,6	2,6

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

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

	2020			
	2. kv.	3. kv.	4. kv.	1. kv.
Faktisk	-6,0	5,2		
Anslag PPR 3/20		5,2	1,3	
Anslag PPR 4/20			0,8	0,2

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

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

	2020				2021		
	sep	okt	nov	des	jan	feb	mar
Faktisk	0,7	1,2					
Anslag PPR 3/20	0,5	0,3	0,3				
Anslag PPR 4/20			-1,6	-0,2	0,1	0,9	0,6

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

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

	2020				2021		
	sep	okt	nov	des	jan	feb	mar
Faktisk	3,8	3,7	4,1				
Anslag PPR 3/20	3,8	3,8	3,7	3,7			
Anslag PPR 4/20				3,9	3,7	3,6	3,4

Kilder: NAV og Norges Bank

Tabell 3 Anslag på makroøkonomiske hovedstørrelser

Endring i anslag fra Pengepolitisk rapport 3/20 i parentes	Prosentvis endring fra foregående år (der annet ikke fremgår)					
	Mrd.kr. 2019	2019	Anslag			
			2020	2021	2022	2023
Priser og lønninger						
KPI		2,2	1,3 (-0,3)	2,2 (-0,9)	2,0 (0,1)	1,7 (0,1)
KPI-JAE		2,2	3,0 (-0,1)	2,1 (-0,2)	1,4 (-0,3)	1,5 (0,0)
Årslønn		3,5	2,2 (0,3)	2,0 (-0,1)	2,3 (0,0)	2,8 (0,0)
Realøkonomi¹						
Bruttonasjonalprodukt (BNP)	3568	0,9	-1,3 (0,5)	4,0 (0,2)	3,1 (0,2)	1,6 (-0,3)
BNP for Fastlands-Norge	3068	2,4	-3,5 (0,1)	3,7 (0,0)	3,1 (0,4)	1,5 (-0,3)
Produksjonsgap for Fastlands-Norge (nivå)		0,2	-3,3 (0,1)	-1,6 (0,2)	0,0 (0,6)	0,2 (0,4)
Sysselsetting, personer, KNR		1,6	-1,6 (0,4)	0,3 (-0,2)	1,8 (0,1)	0,9 (-0,1)
Registrert ledighet (rate, nivå)		2,3	5,0 (0,0)	3,2 (0,0)	2,5 (-0,2)	2,4 (-0,1)
Etterspørsel¹						
Etterspørsel fra Fastlands-Norge	3191	2,2	-4,8 (0,1)	3,7 (-1,3)	4,5 (0,7)	2,2 (-0,4)
- Husholdningenes konsum	1590	1,5	-8,3 (-0,8)	5,9 (-1,8)	7,5 (2,1)	3,1 (-0,1)
- Foretaksinvesteringer	325	5,6	-7,3 (5,3)	-6,3 (1,3)	5,4 (-0,4)	4,3 (-1,1)
- Boliginvesteringer	195	-1,7	-7,5 (-1,8)	4,7 (-0,6)	3,8 (-0,3)	2,3 (-1,0)
- Offentlig etterspørsel	1081	2,9	1,6 (-0,1)	3,4 (-1,1)	0,2 (-0,6)	0,2 (-0,7)
Petroleumsinvesteringer	178	12,6	-6,0 (-3,0)	-6,0 (6,0)	-4,0 (-2,0)	10,0 (2,0)
Eksport fra Fastlands-Norge	701	4,7	-8,6 (0,1)	3,8 (1,2)	5,6 (0,1)	3,6 (-0,6)
Import	1242	4,7	-12,5 (0,0)	5,1 (0,4)	7,9 (1,2)	4,8 (0,0)
Boligpriser og gjeld						
Boligpriser		2,6	4,4 (0,7)	6,7 (1,5)	2,4 (-1,3)	1,8 (-0,8)
Kreditt til husholdningene (K2)		5,0	4,9 (0,1)	4,8 (0,5)	4,4 (0,2)	4,4 (0,2)
Renter, valutakurs og oljepris						
Styringsrente (nivå)		1,1	0,4 (0,0)	0,0 (0,0)	0,3 (0,2)	0,8 (0,3)
Importveid valutakurs (I-44) (nivå)		107,6	115,0 (-0,1)	111,8 (-1,7)	111,1 (-1,2)	110,7 (-0,7)
Pengemarkedsrente hos handelspartnere (nivå)		0,5	0,0 (0,0)	-0,2 (0,0)	-0,2 (0,0)	-0,1 (0,0)
Oljepris Brent Blend. USD per fat		64,4	41,7 (0,1)	49,6 (3,9)	48,6 (0,7)	48,2 (-1,4)
Husholdningenes inntekt og sparing¹						
Disponibel realinntekt utenom aksjeutbytte		2,8	0,6 (-0,9)	2,1 (1,0)	2,0 (0,0)	1,8 (-0,6)
Sparerate (rate, nivå)		7,6	15,2 (0,7)	11,7 (2,6)	7,1 (0,9)	6,0 (0,6)
Sparerate utenom aksjeutbytte (rate, nivå)		3,2	11,3 (0,3)	7,7 (2,5)	3,0 (0,8)	2,1 (0,5)
Netto finansinvesteringer utenom aksjeutbytte (rate, nivå)		-2,5	6,7 (0,3)	3,3 (2,9)	-1,8 (1,3)	-3,2 (0,8)
Finanspolitikken						
Strukturelt, oljekorrigert underskudd som andel av SPU ²		2,9	3,9 (0,1)	3,3 (-0,2)	3,2 (-0,2)	3,1 (-0,2)

¹ Alle tall er virkedagskorrigeret.

² Statens pensjonsfond utland ved inngangen til året. Anslått fondsverdi er hentet fra nasjonalbudsjettet 2021.

Kilder: Eiendom Norge, Eiendomsverdi, Finansdepartementet, 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 4|20 – desember

