



NORGES BANK

2|20

JUNI

**PENGEPOLITISK
RAPPORT**
MED VURDERING AV FINANSIELL STABILITET

Innhold

PENGEPOLITISKE VURDERINGER	5
DEL 1: PENGEPOLITIKKEN	
1 INTERNASJONAL ØKONOMI	11
2 FINANSIELLE FORHOLD	15
2.1 Rentene	15
2.2 Kronekursen	17
3 NORSK ØKONOMI	19
3.1 Produksjon og etterspørsel	19
3.2 Arbeidsledighet og kapasitetsutnyttning	25
3.3 Kostnader og priser	29
<i>Underskudd på statsbudsjettet</i>	32
<i>Økt oljepris og skatteendringer demper fallet i petroleumsinvesteringene</i>	34
<i>Langvarige konsekvenser for sysselsettingen?</i>	37
<i>Uvanlig stor prognoseusikkerhet</i>	40
<i>Modellteknisk tolkning av ny informasjon</i>	42
DEL 2: FINANSIELL STABILITET	
4 FINANSIELL STABILITET	
- BESLUTNINGSGRUNNLAG FOR MOTSYKLISK KAPITALBUFFER	43
4.1 Finansielle ubalanser og tilgang på kreditt	43
4.2 Bankene	46
<i>Hvor hardt blir bankenes utlån til næringseiendom rammet av tilbakeslaget?</i>	50
VEDLEGG	
Anslagstabeller	51

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 10.

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 2/20

På møtene 29. mai og 8. juni 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 17. juni vedtak om styringsrenten. Komiteen vedtok også rådet til Finansdepartementet om nivået på bufferkravet.

Pengepolitiske vurderinger

Koronapandemien har ført til et kraftig tilbakeslag for norsk økonomi. Lave renter bidrar til å dempe tilbakeslaget. Det reduserer faren for mer langvarige konsekvenser for produksjon og sysselsetting. Siden rentemøtet i mai har aktiviteten tatt seg raskere opp enn ventet, men det er fortsatt stor usikkerhet om utviklingen fremover.

Norges Banks komité for pengepolitikk og finansiell stabilitet reduserte styringsrenten fra 1,5 til 0,25 prosent i mars, og ytterligere til null prosent i mai. På rentemøtet 17. juni vedtok komiteen å holde styringsrenten uendret. Det er utsikter til at styringsrenten blir liggende på dagens nivå en god stund fremover.

Kraftig tilbakeslag internasjonalt

Utbruddet av koronaviruset og omfattende tiltak for å begrense smitte har ført til et alvorlig tilbakeslag for internasjonal økonomi. Arbeidsledigheten har økt markert. Myndighetene i de fleste land har iverksatt kraftfulle finanspolitiske tiltak, og sentralbanker har redusert styringsrentene og tilført likviditet for å bedre den økonomiske situasjonen. Markedsprisingen indikerer svært lave renter hos Norges handelspartnere i lang tid fremover.

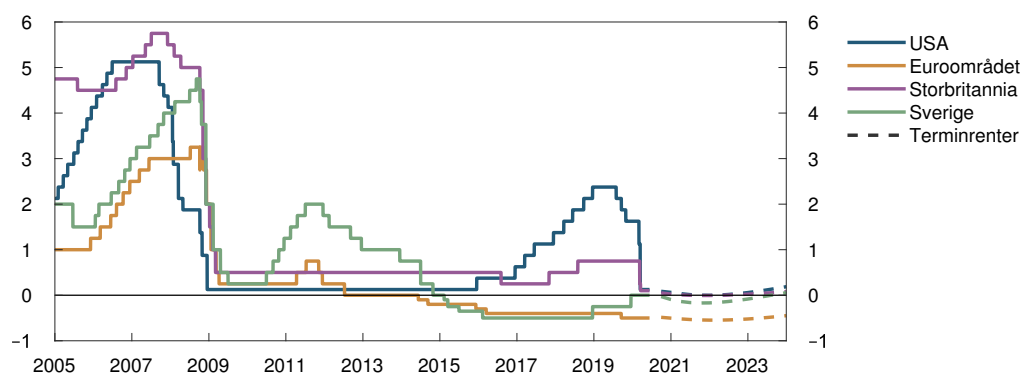
De siste ukene har mange land startet med en gradvis gjenåpning av samfunnet. Aktivitetsindikatorer har steget litt fra svært lave nivåer i mars og april, men det er stor usikkerhet om hvor rask gjeninnhenting blir. Det er utsikter til lav inflasjon internasjonalt i årene fremover.

Oljeprisen har steget etter det kraftige fallet tidligere i vår, og er nå om lag 40 dollar per fat. Prisen på leveranser av olje frem i tid har økt mindre, men indikerer fortsatt at oljeprisen vil ta seg noe opp i årene som kommer.

I kjølvannet av virusutbruddet var det betydelig uro i finansmarkedene, med fall i aksjeindekser og økte risikopåslag i rentemarkedene. I likhet med andre sentralbanker har

Figur A Lave renter lenge internasjonalt

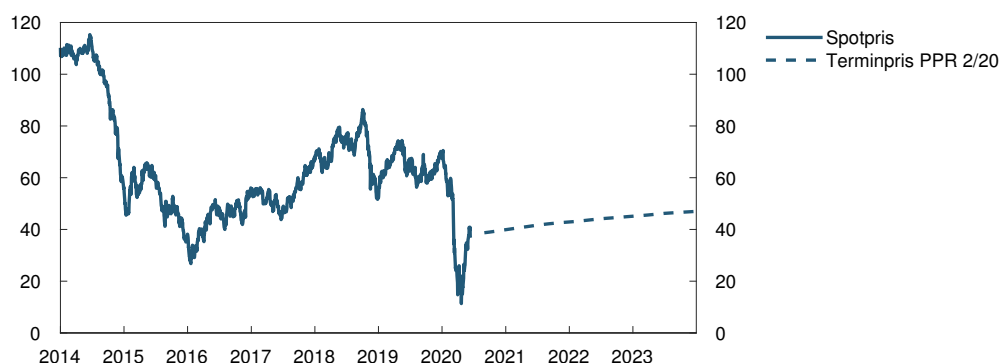
Styringsrenter og beregnede terminrenter i utvalgte land. Prosent



Kilder: Bloomberg, Refinitiv Datastream og Norges Bank

Figur B Oljeprisen har steget fra svært lave nivåer

USD per fat



Kilde: Refinitiv Datastream

Norges Bank gjennomført flere tiltak for å bedre likviditeten i markedet. Utover våren har uroen i finansmarkedene avtatt. Aksjeindekser har steget og påslagene i penge- og obligasjonsmarkedene har falt. Siden rentemøtet i mai er pengemarkedspåslaget lite endret. Boliglånsrentene ble satt ned etter at styringsrenten ble redusert til null prosent.

Kronekursen, målt ved den importveide kursindeksen I-44, nådde rekordsvake nivåer under uroen i finansmarkedene i mars. Siden har kronen styrket seg, og den er nå sterkere enn ved rentemøtet i mai. Høyere oljepris og mindre usikkerhet i internasjonale finansmarkeder har trolig bidratt til å styrke kronen.

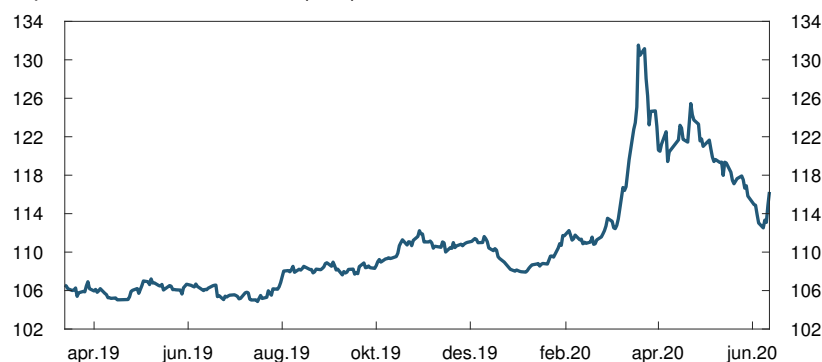
Aktiviteten i norsk økonomi på vei opp igjen

Etter noen år med god vekst passerte norsk økonomi konjunkturtoppen ved inngangen til året. Veksten var allerede på vei ned da regjeringen den 12. mars innførte omfattende tiltak for å begrense spredningen av koronaviruset. Tiltakene førte til produksjonsstans og redusert aktivitet for en rekke virksomheter. Mange arbeidstakere ble permittert eller mistet jobben.

Myndighetene har iverksatt kraftfulle tiltak for å dempe de økonomiske konsekvensene av koronautbruddet. De økonomiske tiltakene er rettet inn mot å støtte bedrifter og husholdninger som opplever inntektsfall, samt stimulere til økt aktivitet etter hvert som

Figur C Kronen har styrket seg fra rekordsvake nivåer

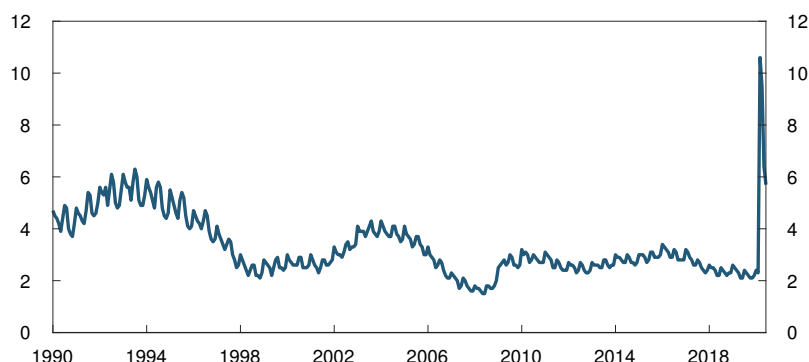
Importveid valutakursindeks (I-44)



Kilde: Norges Bank

Figur D Arbeidsledigheten har falt fra høye nivåer

Registrerte helt ledige som andel av arbeidsstyrken. Prosent



Kilde: NAV

samfunnet gjenåpner. Bruken av oljepenger ser nå ut til å bli noe høyere enn lagt til grunn i den pengepolitiske oppdateringen i mai.

De nærmeste årene vil veksten i norsk økonomi dempes av en nedgang i petroleumsinvesteringene. Oljeselskapene har kuttet i sine investeringsplaner som følge av lavere oljepris, men den siste investeringstillingen tilsier at nedgangen kan bli mindre enn lagt til grunn i mai. Det betydelige tilbakeslaget hos våre handelspartnere har gjort at etterspørselen rettet mot norske eksportbedrifter har falt kraftig.

BNP for Fastlands-Norge falt med 11,3 prosent fra februar til april. Bedriftene i Norges Banks regionale nettverk bekrefter bildet av et markert fall i produksjonen de siste månedene.

Etter hvert som smitten i befolkningen har avtatt og myndighetene gradvis har lettet på smitteverntiltakene, har aktiviteten steget igjen. Oppgangen har vært sterkere enn anslått i mai. Særlig har husholdningenes etterspørsel tatt seg opp. Boligprisene har vært høyere enn ventet og omsetningen i boligmarkedet har økt igjen. Arbeidsledigheten har kommet ned fra de svært høye nivåene i mars og april. BNP for Fastlands-Norge anslås nå å falle med 3,5 prosent i år, som er en mindre nedgang enn anslått i mai.

Midlertidig økt prisvekst

Lavere energipriser har bidratt til en markert nedgang i veksten i konsumprisindeksen (KPI) gjennom det siste året. Samtidig har den underliggende prisveksten målt ved KPI justert for avgiftsendringer og uten energivarer (KPI-JAE) tiltatt. I mai steg tolv månedersveksten i KPI og KPI-JAE til henholdsvis 1,3 og 3,0 prosent.

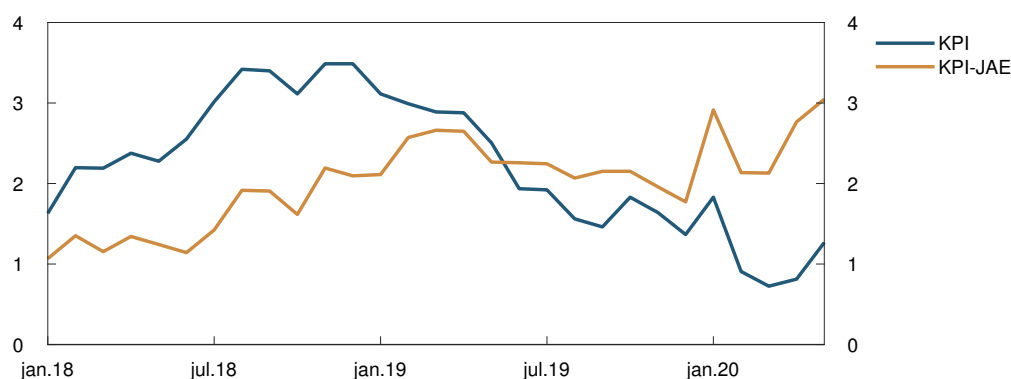
Tolv månedersveksten i KPI-JAE har økt markert i vår og har vært høyere enn anslått i mairapporten. Oppgangen kan i hovedsak forklares av høyere prisvekst på importerte varer, noe som igjen må ses i sammenheng med kronesvekkelsen gjennom vinteren og våren.

Økte kostnader og lavere produktivitet som følge av virusutbruddet vil også kunne bidra til økt prisvekst på enkelte varer og tjenester fremover. I tillegg kan brudd i internasjonale produksjonskjeder gi redusert tilgang på enkeltvarer og tilfeller av høyere prisvekst.

For mange bedrifter har smitteverntiltak ført til lavere lønnsomhet. Sammen med høy arbeidsledighet og svake utsikter for oljerelatert virksomhet tilsier det svært beskjedne

Figur E Markert oppgang i underliggende prisvekst

KPI og KPI-JAE. Tolvmånedersvekst. Prosent



Kilde: Statistisk sentralbyrå

lønnstillegg i år. Støttetiltak fra myndighetene letter situasjonen noe for næringslivet, men lønnsevnen synes å være redusert siden pandemiutbruddet. Årets lønnsoppgjør er utsatt til august.

Lav styringsrente fremover

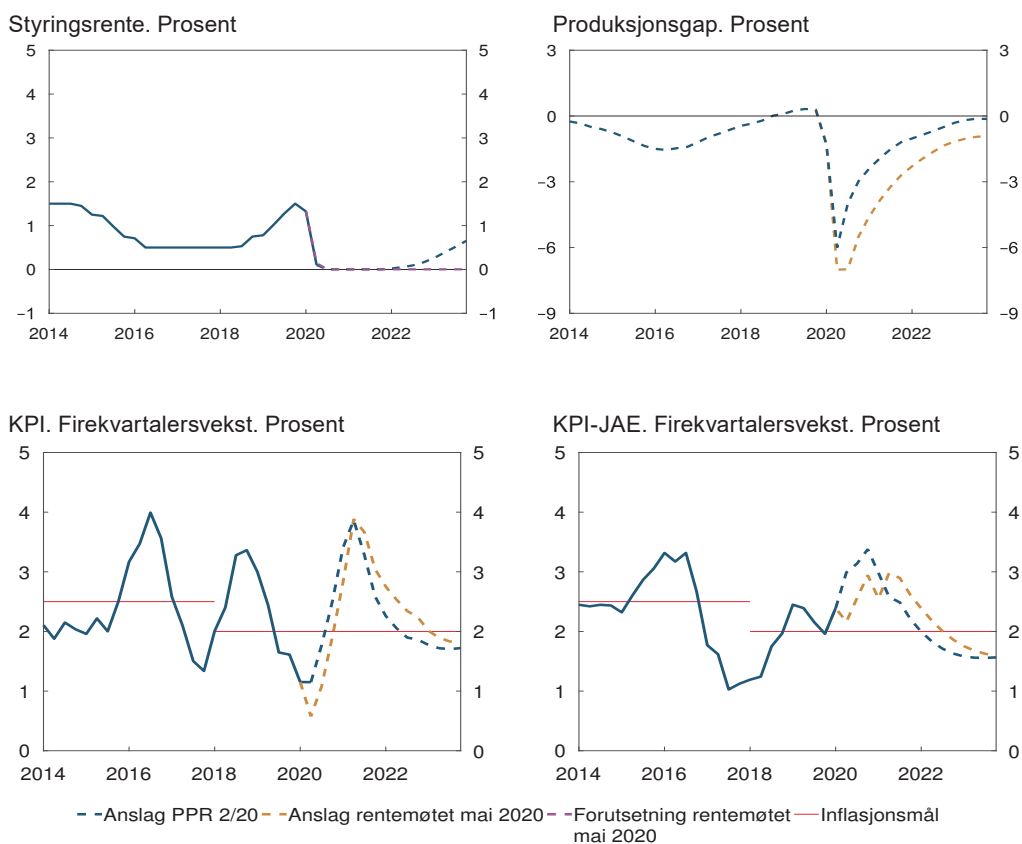
Målet for pengepolitikken er en årsvekst i konsumprisene som over tid er nær 2 prosent. Inflasjonsstyringen skal være fremoverskuende og fleksibel, slik at den kan bidra til høy og stabil produksjon og sysselsetting samt til å motvirke oppbygging av finansielle ubalanser.

Norsk økonomi er nå inne i et kraftig tilbakeslag. Siden mai har aktiviteten tatt seg raskere opp enn lagt til grunn, og arbeidsledigheten har falt mer enn ventet. Aktiviteten er likevel betydelig lavere enn ved inngangen til året, og det er stor usikkerhet om den videre gjeninnhenting i økonomien. Utviklingen avhenger både av hvordan smittesituasjonen utvikler seg og av hvordan husholdninger og bedrifter tilpasser seg. Aktiviteten tar seg trolig litt raskere opp fremover enn tidligere antatt, men det vil ta tid før produksjon og sysselsetting er tilbake på nivåene fra før pandemien.

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 og for at prisveksten blir for lav noe lenger frem i tid. På den annen side kan en lang periode med lave renter øke faren for at finansielle ubalanser bygger seg opp.

Komiteens vurdering er at utsiktene og risikobildet samlet sett tilsier en svært ekspansiv pengepolitikk. Styringsrenten ble redusert med 1,25 prosentenheter i mars, og med ytterligere 0,25 prosentenheter til null prosent i mai. Komiteen ser ikke for seg at styringsrenten vil bli satt ytterligere ned.

Prognosen for styringsrenten innebærer en rente på dagens nivå de neste par årene. Deretter øker renten gradvis etter hvert som forholdene i økonomien normaliseres. Med en slik utvikling i renten er det utsikter til at kapasitetsutnyttningen stiger gradvis og nærmer seg et normalt nivå mot slutten av prognoseperioden. Arbeidsledigheten anslås å avta, men bli liggende noe høyere enn før pandemien. Den underliggende prisveksten ventes å ligge over inflasjonsmålet det neste året før den gradvis avtar til noe under 2 prosent.

Figur F Lav styringsrente bidrar til å nå målene for pengepolitikken

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Det er stor usikkerhet om utviklingen fremover. Øker produksjonen og sysselsettingen raskere enn anslått, eller det er tegn til at finansielle ubalanser bygger seg opp, vil renteoppgangen kunne komme tidligere enn indikert. Blir tilbakeslaget mer langvarig enn anslått, for eksempel som følge av at smittespredningen øker igjen, vil renten kunne bli værende på dagens nivå lenger enn rentebanen tilsier.

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

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

17. juni 2020

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.

1 Internasjonal økonomi

Koronaviruset har spredt seg til hele verden, og smitteverntiltakene har vært omfattende i mange land. Aktivitetsnivået hos våre viktigste handelspartnere har falt betydelig så langt i år. Arbeidsledigheten har økt markert. Markedsprisingen indikerer svært lave renter hos våre handelspartnere i lang tid fremover.

Vi legger til grunn at de gradvise lettelsene i smitteverntiltakene fortsetter, og at aktiviteten ute tar seg opp fra sommeren i år. Anslagene er usikre.

Et brått og dypt fall i verdensøkonomien i år

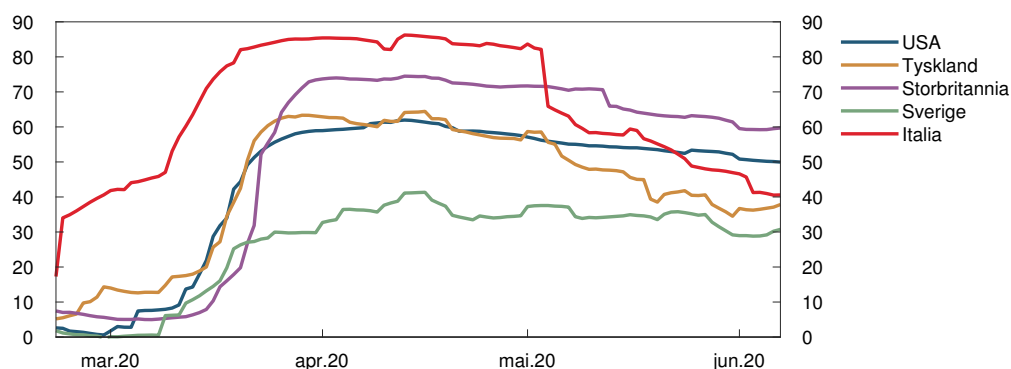
Mange land innførte omfattende smitteverntiltak etter at utbruddet av koronaviruset i Kina utviklet seg til en global pandemi. Det ble lagt begrensninger på befolkningens ferdsel både innad i land og over landegrensener. Flere land stengte skoler og barnehager, og i noen land ble det innført portforbud. Siden begynnelsen av mai har mange land startet en gradvis gjenåpning av samfunnet, se figur 1.1, men det vil trolig ta lang tid før alle tiltakene er avvirket.

Så langt i år har den økonomiske aktiviteten hos handelspartnerne falt markert. Fra fjerde kvartal i fjor til første kvartal i år falt BNP hos våre viktigste handelspartnere med 3,2 prosent. Tjenestesektoren er spesielt hardt rammet. Dette gjelder særlig transport-, restaurant- og reiselivsnæringene. Et betydelig antall bedrifter står i fare for å gå konkurs. Aktivitetsindikatorer fortsatte å falle i april. I mai har aktivitetsindikatorerne økt igjen, men nivåene er fortsatt svært lave. I USA økte arbeidsledigheten med over 10 prosentenheter fra mars til april. Nå er over 13 prosent av arbeidsstyrken ledige, se figur 1.2.

I mange land har myndighetene forsøkt å avhjelpe den vanskelige økonomiske situasjonen med finanspolitiske tiltakspakker. I tillegg har flere sentralbanker redusert styringsrenten til svært lave nivåer. Mange sentralbanker har også innført omfattende tiltak for at finansmarkedene skal fungere bedre. Tiltakene inkluderer tilførsel av likviditet i form av lån til banksystemet og kjøp av statsobligasjoner og foretaksobligasjoner. I mange land er omfanget av tiltakene langt større enn under finanskrisen i 2008.

Figur 1.1 Gradvise lettelsener i smitteverntiltakene

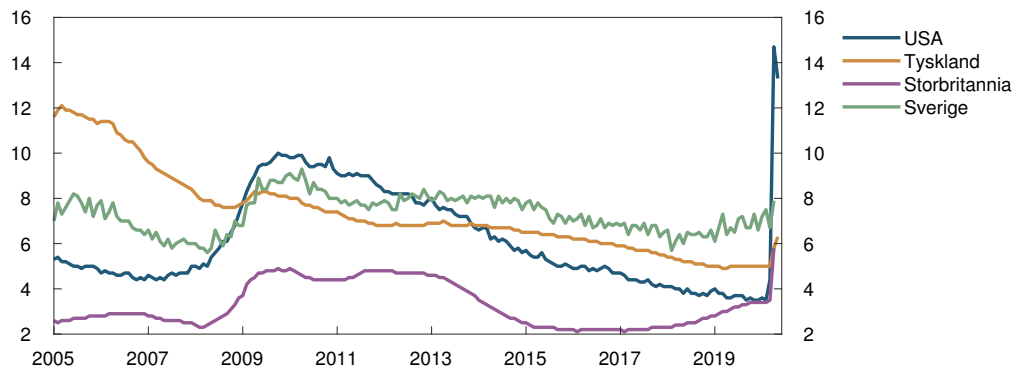
Indeks for smitteverntiltak og mobilitet



Kilder: [Google](#), [Hale m.fl. \(2020\)](#) og Norges Bank

Figur 1.2 Arbeidsledigheten har økt markert

Arbeidsledighet i utvalgte land. Prosent



Kilde: Refinitiv Datastream

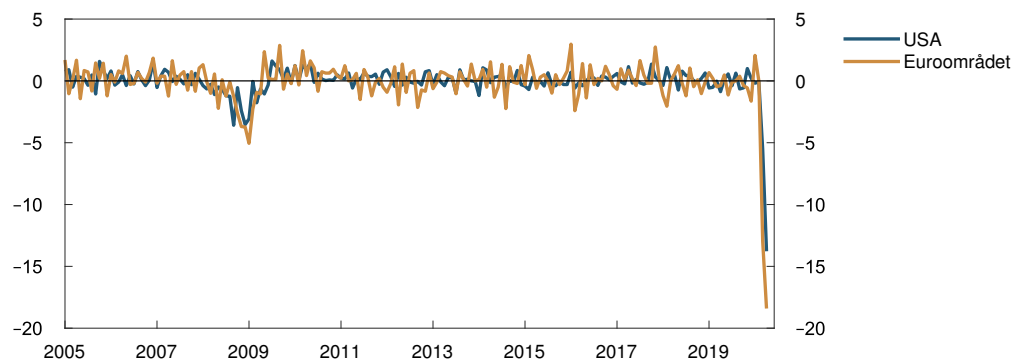
Som følge av virusutbruddet strammet de finansielle forholdene seg kraftig til fra slutten av februar. Det skyldtes særlig et markert fall i globale aksjeindekser og en betydelig økning i kredittpåslag, spesielt for høyrenteobligasjoner. Siden slutten av mars har uroen i finansmarkedene gradvis avtatt. Globale aksjeindekser har steget markert siden rentemøtet i mai. Langsiktige renter har økt noe i samme periode, mens risikopåslagene for foretak har falt videre, spesielt for foretak med lav kredittvurdering. Markedsprisingen indikerer at styringsrentene hos våre viktigste handelspartnere vil være svært lave i lang tid fremover.

Det er svært vanskelig å anslå hvor mye aktivitetsnivået vil falle som følge av pandemien og hvor rask gjeninnhenting blir. Utviklingen vil blant annet avhenge av omfanget av smitte fremover, varigheten av smitteverntiltakene, virkningene av myndighetenes støttetiltak og hvordan atferden til husholdninger og bedrifter blir påvirket i et lengre perspektiv.

I april var det et kraftig fall i industriproduksjonen og detaljhandelen, se figur 1.3. Fallet var mye større enn under finanskrisen. Vi anslår at BNP i USA og hos våre viktigste handelspartnere i Europa vil falle med over 10 prosent fra første til andre kvartal i år.

Figur 1.3 Kraftig fall i industriproduksjonen

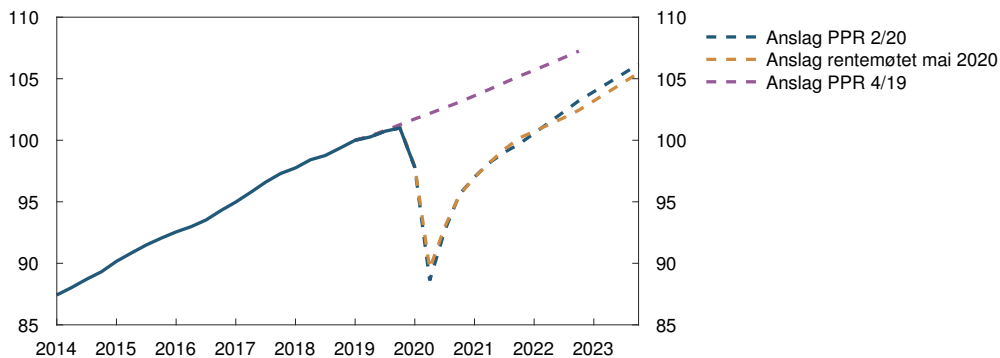
Månedsvest. Prosent



Kilde: Refinitiv Datastream

Figur 1.4 Et brått og dypt fall i verdensøkonomien

BNP for handelspartnere. Indeks. 1. kvartal 2019 = 100



Kilder: Refinitiv Datastream og Norges Bank

Vi legger til grunn at de gradvise lettelsene i smitteverntiltakene fortsetter, og at økonomiene vil fungere mer som normalt utover høsten. Dette vil gi en oppgang i aktiviteten internasjonalt. Samlet sett anslår vi at BNP hos handelspartnerne faller med nær 7 prosent i 2020, se tabell 1 i vedlegget. Anslaget er lite endret fra mairapporten. Nedjusteringen fra desember rapporten, som ble publisert før utbruddet av koronaviruset, er på over 8,5 prosentenheter for 2020. I våre anslag faller BNP betydelig mer i 2020 enn under finanskrisen. Ekspansiv penge- og finanspolitikk og lave energipriser demper nedgangen i de fleste land. Vi anslår en BNP-vekst hos handelspartnerne på om lag 5 prosent i 2021 og 3,5 prosent i 2022. Med disse anslagene vil BNP hos handelspartnerne være tilbake på nivået fra før virusutbruddet i midten av 2022, se figur 1.4, men kapasitetsutnyttningen vil være lavere enn normalt i hele anslagsperioden.

Under finanskrisen falt importveksten nær tre ganger mer enn BNP-veksten, se figur 1.5. Relativt til BNP vil fallet i handelen trolig bli mindre markert nå. Dette skyldes blant annet at virusutbruddet særlig rammer tjenestesektoren. Under finanskrisen var det investeringene som falt mest. Importandelen for investeringene er høyere enn for konsum av tjenester. I motsetning til under finanskrisen har det ikke vært bråbrems i aktørens finansieringsmuligheter, så handelskreditter har ikke stoppet opp. Importen anslås å falle med om lag 15 prosent i 2020, litt over dobbelt så mye som fallet i BNP.

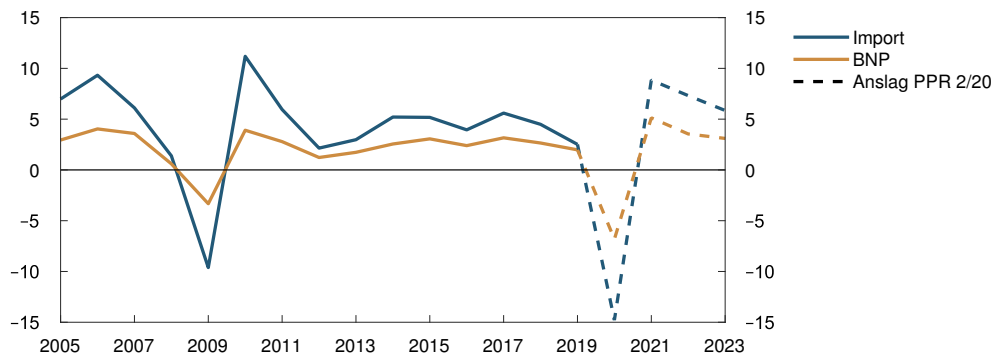
Anslagene er svært usikre. Utviklingen kan bli svakere enn anslått dersom spredningen av viruset og smitteverntiltakene varer lenger enn vi nå ser for oss eller tiltar, eller husholdningene avventer å kjøpe varer og tjenester. Aktiviteten kan ta seg opp raskere enn anslått hvis spredningen av viruset begrenses raskt og de ulike restriksjonene oppheves tidligere enn lagt til grunn.

Andre usikkerhetsfaktorer kan også bidra til et annet forløp for BNP-veksten enn vi nå anslår. Det er lite fremgang i forhandlingene mellom Storbritannia og EU om en handelsavtale. Dersom partene ikke kommer til enighet om en avtale, kan veksten i Europa bli lavere enn anslått. I tillegg kan usikkerhet om det fremtidige forholdet mellom USA og Kina bidra til lavere BNP-vekst fremover.

Det kraftige fallet i etterspørselen og oppgangen i arbeidsledigheten bidrar trolig til at pris- og lønnsveksten dempes på kort og mellomlang sikt. Atferdsendringer hos husholdningene kan også redusere etterspørselen etter noen tjenester og dermed bidra til å dempe prisveksten. På den annen side er det tegn til prisoppgang på enkelte varer og tjenester som følge av forsyningsproblemer. Smitteverntiltak, som pålagte avstands-

Figur 1.5 Store utslag i BNP og import hos handelspartnerne

Årsvekst. Prosent



Kilder: Refinitiv Datastream og Norges Bank

regler, vil medføre fall i produksjonskapasiteten innen enkelte sektorer, noe som kan bidra til sterkere prispress fremover. Dette gjelder blant annet for restaurant- og transportnæringer. Samlet venter vi at de negative etterspørseffektene vil dominere, slik at inflasjonen blir lav fremover. Anslagene for underliggende prisvekst hos handelspartnerne de nærmeste årene er litt nedjustert fra mairapporten.

Prisveksten på konsumvarer som Norge importerer, målt i utenlandsk valuta, har avtatt for de fleste underindekser siden i fjor sommer. For matvarer og biler har prisveksten økt i samme tidsrom. I mars var prisveksten litt høyere enn anslått, særlig for matvarer. Anslagene for i år og neste år er litt oppjustert, se tabell 1 i vedlegget.

Lave olje- og gasspriser

Oljeprisen er nå i underkant av 40 dollar per fat. Det er en oppgang på nær 20 dollar siden begynnelsen av mai. Terminprisene indikerer en videre oppgang til om lag 50 dollar per fat ved utgangen av 2023, noe høyere enn lagt til grunn i mairapporten (figur B). Europeiske gasspriser har fortsatt å falle og er nå rekordlave. Men også gassprisene ventes å ta seg opp de kommende årene, slik som lagt til grunn i mai. For nærmere omtale av olje- og gasspriser, se utdyping på side 34.

2 Finansielle forhold

Tremåneders Nibor falt i etterkant av at styringsrenten ble satt ned i mai, mens pengemarkedspåslaget har vært lite endret. Boliglånsrentene har også falt og er ventet å falle ytterligere de neste årene. Kronekursen har samlet sett vært sterkere enn anslått i mai.

2.1 Rentene

Fall i pengemarkedsrenten

Pengemarkedsrenten tremåneders Nibor, som uttrykker markedets forventning til styringsrenten de neste tre månedene og et risikopåslag, har falt siden rentemøtet i mai. Rentefallet skyldes at kuttet i styringsrenten på 0,25 prosentenheter i liten grad var ventet av markedsaktørene. Fremtidige pengemarkedsrenter og swaprenter med lengre løpetid falt også i etterkant av rentemøtet, men har steget igjen de siste ukene. Markedsprisingen indikerer at styringsrenten vil heves fra dagens nivå mot slutten av 2021.

Det var store bevegelser i pengemarkedspåslaget i mars og april, men siden rentemøtet i mai er påslaget lite endret, se figur 2.1. Slik vi beregner det, har påslaget vært om lag 0,30 prosentenheter den siste tiden. Vi legger til grunn at pengemarkedspåslaget vil holde seg nær dette nivået de neste årene.

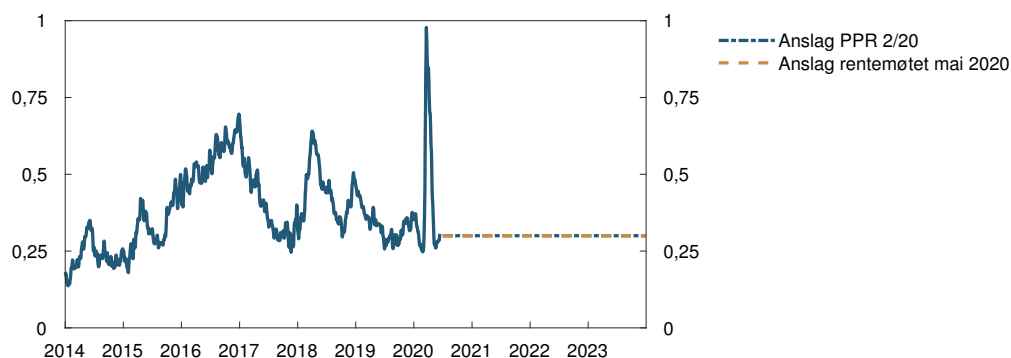
Bankene må betale et risikopåslag over Nibor når de henter markedsfinansiering. I mars økte kredittpåslagene markert, for deretter å avta noe. Siden rentemøtet i mai har kredittpåslagene for både senior bankobligasjoner og obligasjoner med fortrinnsrett falt videre, se figur 2.2.

Lavere boliglånsrente

Bankenes listepriiser for boliglån med flytende rente indikerer at boliglånsrenten har falt med 1,23 prosentenheter til 1,91 prosent siden starten av mars. Den varslede reduksjonen i boliglånsrenten i mars var mindre enn kuttene i styringsrenten, men etter at styringsrenten ble satt ned 0,25 prosentenheter i mai, varslet bankene en nedgang i boliglånsrenten på

Figur 2.1 Uendret Nibor-påslag

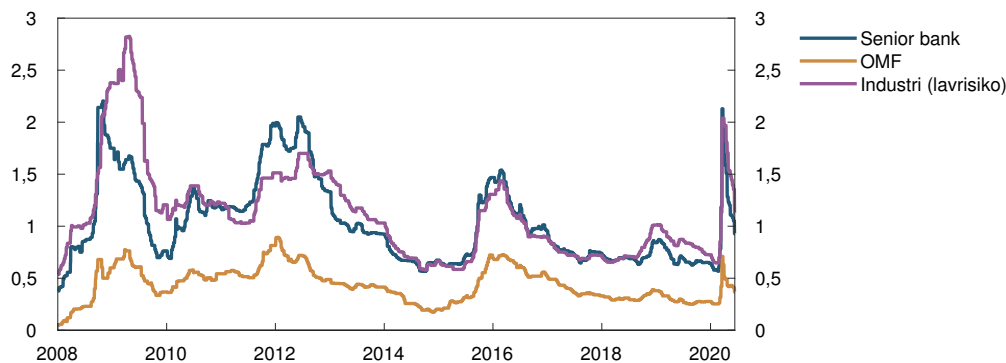
Prosentenheter



Kilder: Refinitiv Datastream og Norges Bank

Figur 2.2 Litt lavere kredittpåslag

Femårs løpetid i NOK. Prosentenheter over tremåneders Nibor



Kilde: DNB Markets

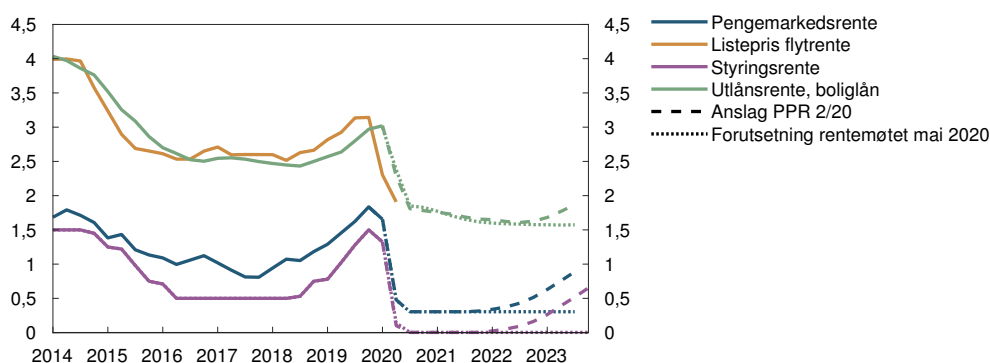
inntil 0,40 prosentenheter. Det høye gjennomslaget av rentekuttet i mai har trolig sammenheng med et markert fall i pengemarkedspåslaget gjennom april. I tillegg har nedgangen i påslagene på bankenes obligasjonsfinansiering bidratt til å redusere bankenes finansieringskostnader. Vi legger til grunn at avstanden mellom pengemarkedsrenten og boliglånsrenten vil nærme seg nivåene fra før styringsrenten ble satt ned i mars og anslår en boliglånsrente nær $1\frac{3}{4}$ prosent de neste årene, før den tar seg noe opp i 2023, se figur 2.3.

Fastrentene i markedet for rentebytteavtaler med fem og ti års løpetid er også lavere enn ved rentemøtet i mai. Det kan ha betydning for husholdninger som ønsker å binde renten på sine lån. Andelen husholdninger som har lån med rentebinding er likevel lav, slik at boliglånsrenten samlet sett er lite påvirket av endringer i fastrenten til bankene.

Bankenes utlånsrenter til foretak er i stor grad direkte knyttet til Nibor. Fallet i pengemarkedsrenten vil isolert sett gi en nedgang i utlånsrentene til foretakene. Større foretak kan i tillegg hente finansiering direkte i obligasjonsmarkedet. Risikopåslagene på foretaksobligasjoner økte markert i mars, men har siden kommet noe ned. Siden rentemøtet i mai har påslagene på obligasjoner fra foretak i lavrisikosegmentet falt videre, men er fortsatt på høyere nivåer enn før markedsuroen begynte i mars, se figur 2.2.

Figur 2.3 Utlånsrentene har falt

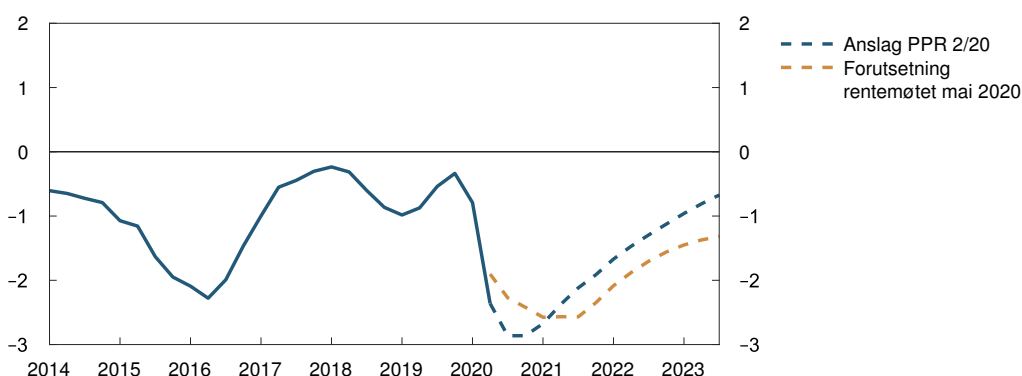
Prosent



Kilder: Finansportalen, Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 2.4 Lavere realrente i år

Realrente. Prosent



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Både den nominelle renten og realrenten kan ha betydning for hvordan pengepolitikken påvirker norsk økonomi. I analysen legger vi til grunn at pengemarkedsrenten følger styringsrenten gjennom hele prognoseperioden. Anslagene innebærer at realrenten faller den nærmeste tiden som følge av en midlertidig oppgang i prisveksten, se figur 2.4. Fra og med neste år anslår vi at realrenten gradvis øker etter hvert som prisveksten avtar igjen. Mot slutten av perioden bidrar også økningen i den nominelle renten til at realrenten stiger.

Den nøytrale realrenten er den renten som verken virker ekspansivt eller kontraktivt på økonomien. Den kan ikke observeres, og anslagene er svært usikre. Vi anslår at den nøytrale realrenten i Norge, målt som tremåneders pengemarkedsrente fratrukket inflasjon, er nær 0. En negativ realrente gjennom hele prognoseperioden tilsier dermed at pengepolitikken vil virke ekspansivt på norsk økonomi de neste årene.

2.2 Kronekursen

Sterkere krone

Kronekursen, målt ved den importveide kursindeksen I-44, nådde rekordsvake nivåer under uroen i finansmarkedene i mars. Siden har kronen styrket seg og den er nå sterkere enn lagt til grunn i mairapporten, se figur 2.5. Høyere oljepris og mindre usikkerhet i internasjonale finansmarkeder har trolig bidratt til å styrke kronen.

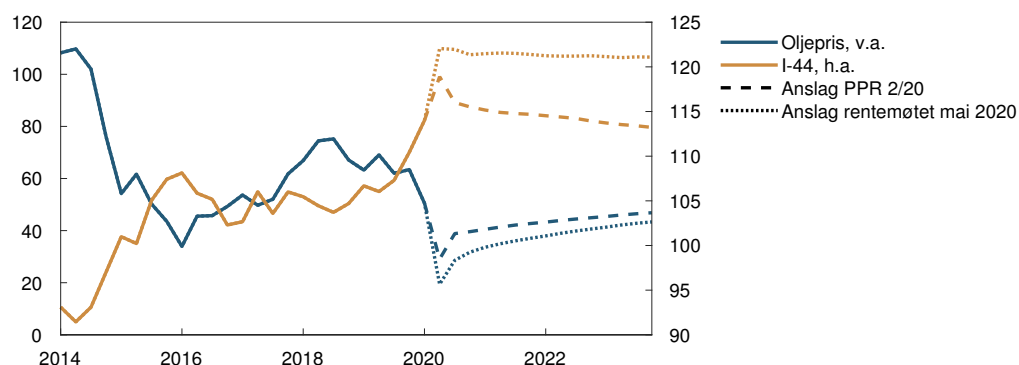
Vi anslår at kronen styrker seg noe i tiden fremover. Anslaget må ses i sammenheng med at terminprisene for olje indikerer en noe høyere oljepris de neste årene. Samtidig er det utsikter til at rentedifferansen mot handelspartnerne øker litt mot slutten av perioden. I tillegg legger vi til grunn at usikkerheten i de internasjonale finansmarkedene

EKSTRAORDINÆRE LIKVIDITETSTILTAK

Norges Bank annonserte 7. mai at perioden med ekstraordinær likviditetstilførsel forlenges til utgangen av august 2020. Ved utgangen av mai ble det innført noen endringer i løpetiden på F-lån som tilbys. F-lån med løpetid på én måned og seks måneder utgår, mens øvrige løpetider på én uke, tre måneder og ett år tilbys til uendrede vilkår. Se boks i Pengepolitisk oppdatering mai 2020 for mer informasjon om tiltakene Norges Bank har introdusert for å bedre likviditeten i markedet.

Figur 2.5 Sterkere krone og høyere oljepris

Importveid valutakursindeks (I-44). USD per fat



Kilder: Refinitiv Datastream og Norges Bank

avtar de neste årene, noe som bidrar til økt etterspørsel etter norske kroner. Sammenlignet med mairapporten anslår vi en sterkere krone gjennom hele prognoseperioden.

Anslagene på kronkursen er usikre

Det er stor usikkerhet rundt det fremtidige nivået på kronkursen. Dersom usikkerheten i de internasjonale finansmarkedene avtar raskere enn ventet og oljeprisen stiger mer enn vi legger til grunn, kan kronen styrke seg mer enn vi anslår. På den annen side kan nye perioder med usikkerhet og lavere oljepris føre til at kronen styrker seg mindre enn ventet. Hvis virusutbruddet får mer langvarige økonomiske konsekvenser enn vi ser for oss, kan det også bidra til en svakere kronkurs.

3 Norsk økonomi

Norsk økonomi er inne i en dyp lavkonjunktur. Omfattende smitteverntiltak, fall i oljeprisen og økonomisk tilbakegang hos våre handelspartnere har ført til en markert nedgang i aktiviteten i fastlandsøkonomien. Arbeidsledigheten nådde historisk høye nivåer i mars og april, men har siden falt markert.

Det er uvanlig stor usikkerhet om de økonomiske utsiktene. Usikkerheten knytter seg særlig til hvordan smittesituasjonen utvikler seg og til hvordan husholdninger og bedrifter vil tilpasse seg. I anslagene har vi lagt til grunn at nedtrappingen av smitteverntiltakene fortsetter, og at det ikke kommer en ny kraftig smittebølge.

For årene fremover er omfattende finanspolitiske tiltak, lav rente og en bedret kostnadmessig konkurransevne ventet å bidra til å løfte aktiviteten i økonomien. Oppgangen ser ut til å komme noe raskere enn tidligere anslått, men trolig vil det likevel ta flere år før ledigheten er tilbake på nivåene fra før utbruddet av koronaviruset. Prisveksten er ventet å tilta det nærmeste året som følge av stigende energipriser og kronesvekkelsen vi har bak oss. Inflasjonen anslås deretter å avta, til noe under 2 prosent mot slutten av prognoseperioden.

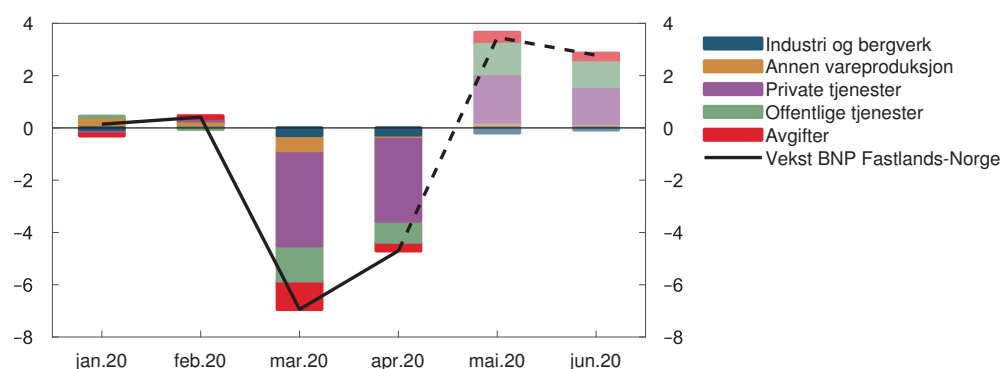
3.1 Produksjon og etterspørsel

Kraftig fall i norsk økonomi

De to første månedene i år var aktiviteten i fastlandsøkonomien nær et normalt nivå. Bildet endret seg raskt da koronaviruset spredde seg i befolkningen, og myndighetene innførte omfattende tiltak for å begrense smitte 12. mars. De kraftige tiltakene førte til produksjonsstans og redusert aktivitet for en rekke virksomheter. Ringvirkningene av nedstengingen her hjemme, økonomisk tilbakegang hos våre handelspartnere og fall i oljeprisen har gjort at store deler av økonomien er berørt.

Figur 3.1 Markert aktivitetsfall i norsk økonomi

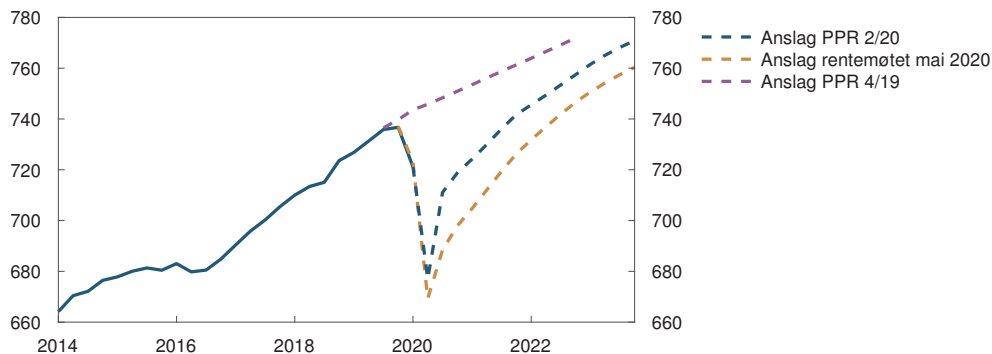
BNP for Fastlands-Norge. Bidrag til månedsvekst. Sesongjustert. Prosent



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 3.2 Det tar tid før nedgangen hentes inn igjen

Kvartalsvis BNP for Fastlands-Norge. Sesongjustert. Milliarder kroner



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

BNP for Fastlands-Norge falt med 2,1 prosent fra fjerde kvartal i fjor til første kvartal i år. Nedgangen fra februar til mars var på 6,9 prosent. Fallet var bredt basert, men sterkest innen privat tjenesteyting, se figur 3.1. I april falt aktiviteten ytterligere med 4,7 prosent.

Bedriftene i Norges Banks regionale nettverk bekrefter at det har vært et markert fall i produksjonen de siste månedene. Nedgangen ser ut til å være sterkest innen tjenestene næringen. I tillegg rapporterer oljeleverandørene og varehandelsbedriftene om kraftig produksjonsfall. Nettverkstallene fanger likevel ikke opp styrken i tilbakeslaget. Det har sammenheng med at nettverket benytter en indeks for de fleste svaralternativene. For produksjonsveksten tilsvarer den laveste verdien i indeksen et kvartalsvis produksjonsfall på 2,5 prosent eller mer. Nedstengingen av samfunnet har ført til at flere bedrifter har opplevd et produksjonsfall som langt overstiger den laveste indeksverdien. De neste månedene venter de husholdningsrettede bedriftene økt produksjon, mens særlig bedriftene i oljerelaterte næringer tror aktiviteten vil avta ytterligere.

Vi legger til grunn at nedtrappingen av smitteverntiltakene fortsetter, og at det ikke kommer en ny kraftig smittebølge. Enkelte restriksjoner på internasjonal reisevirksomhet vil trolig vare ved utover høsten. Fremover vil åpningen av samfunnet, lav rente og omfattende finanspolitiske tiltak bidra til å løfte aktiviteten i norsk økonomi.

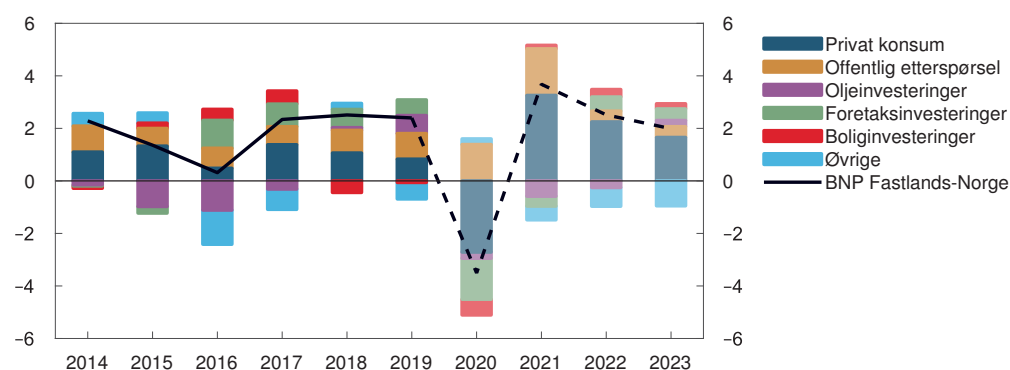
Samlet venter vi at BNP for Fastlands-Norge faller med om lag 6 prosent i andre kvartal. Vi anslår at aktiviteten i norsk økonomi tok seg opp fra og med mai, se figur 3.1. Etter en videre oppgang gjennom andre halvår venter vi at BNP for Fastlands-Norge i 2020 blir 3,5 prosent lavere enn i 2019.

Veksten i fastlandsøkonomien ventes å ta seg godt opp fremover, men det vil trolig ta tid før nedgangen hentes inn igjen, se figur 3.2. Vi anslår at aktiviteten er tilbake på samme nivå som før virusutbruddet ved utgangen av neste år. Deretter ventes veksten å avta gradvis.

Det er særlig husholdningenes konsum som er ventet å bidra til oppgangen de neste årene, se figur 3.3. I tillegg er offentlig etterspørsel ventet å tilta i år og neste år. Fastlandseksporten vil trolig også bidra til å trekke opp veksten i samlet produksjon etter hvert som etterspørselen ute tar seg opp. Svak utvikling i petroleumsinvesteringene er ventet å dempe gjeninnhentingene i økonomien.

Figur 3.3 Privat konsum løfter veksten de neste årene

BNP for Fastlands-Norge. Bidrag til årsvekst. Prosent



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Anslagene for den økonomiske aktiviteten er høyere enn i mairapporten. Oppjusteringene skyldes blant annet at husholdningenes konsum har tatt seg opp raskere enn ventet, og at ledigheten har falt mer enn anslått. I tillegg er petroleumsinvesteringene ventet å falle mindre i år og neste år enn tidligere lagt til grunn. Så langt har gjenåpningen av samfunnet ikke ført med seg en økning i antall smittede. De lave smittetallene har trolig bidratt til å styrke forbrukertilliten og etterspørselen i norsk økonomi.

Det er stor usikkerhet om utsiktene

Det er uvanlig stor usikkerhet om utviklingen, se ramme på side 40 for nærmere omtale av prognoseusikkerheten. De videre utsiktene avhenger blant annet av spredningen av viruset og behovet for smitteverntiltak både her hjemme og ute. Det er også stor usikkerhet om når en vaksine eller medisin mot viruset blir tilgjengelig. Disse forholdene vil påvirke hvordan husholdningene og bedriftene tilpasser seg gjenåpningen av samfunnet. Dersom smittefaren vedvarer, kan det tenkes at flere vil være tilbakeholdne med å oppsøke steder med mange mennesker, og feriereiser kan i større grad bli lagt til Norge fremfor utlandet.

Virusutbruddet kan ha ført med seg varige endringer. Det er grunn til å tro at bedrifter i noen grad viderefører bruken av hjemmekontor og fortsetter å erstatte flyreiser og hotellopphold med videokonferanser de neste årene. Usikkerheten virusutbruddet har skapt, kan også føre til at husholdninger ønsker å spare mer enn før, og at bedrifter utsetter sine investeringer. På den annen side kan liten smittespredning sammen med de omfattende støttetiltakene bidra til at situasjonen normaliseres raskere enn vi ser for oss.

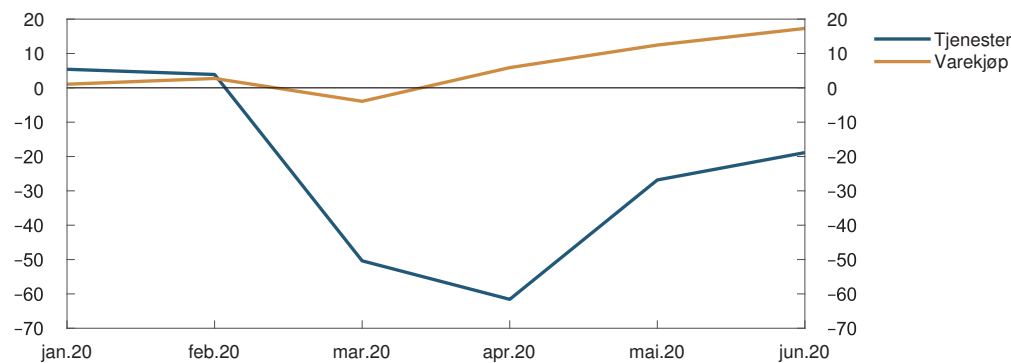
Privat konsum tar seg opp

Da smitteverntiltakene ble iverksatt, falt husholdningenes konsum markert, og sparingen tok seg kraftig opp. Indikatorer tyder på at forbrukertilliten har økt i mai, og at den har tatt seg betydelig opp siden nedstengingen av samfunnet i mars. Økt bruk av bankkort via BankAxept bekrefter dette inntrykket, se figur 3.4. I april og mai økte varehandelen markert, og gjennomsnittet for mai lå høyere enn på samme tid i 2019. Kjøp av tjenester via BankAxept har også tatt seg opp, men var ved utgangen av mai fortsatt betydelig lavere enn i mai i fjor. Så langt i juni har kjøp av varer og tjenester fortsatt å øke.

Vi anslår at konsumet vil ta seg opp i tiden fremover. Lav realrente vil trolig bidra til å løfte konsumveksten, mens utsikter til fortsatt høy arbeidsledighet og lav lønnsvekst

Figur 3.4 Husholdningenes konsum tar seg opp

Verdi av korttransaksjoner via BankAxept i 2020 relativt til 2019. Prosent



Kilder: BankAxept og Vipps AS

trekker i motsatt retning. Offentlige støtteordninger vil i noen grad kompensere inntektsbortfall for dem som står uten arbeid og øke disponibel realinntekt. I tillegg vil færre utenlandsreiser trolig bidra til en vridning mot forbruk i Norge.

Anslagene for veksten i privat konsum for i år og neste år er noe høyere enn i mairapporten. Anslagene innebærer at sparingen øker markert i år, for deretter å avta etter hvert som samfunnet åpner mer opp og det er mindre bekymring for smitte, se figur 3.5.

Økt aktivitet i boligmarkedet

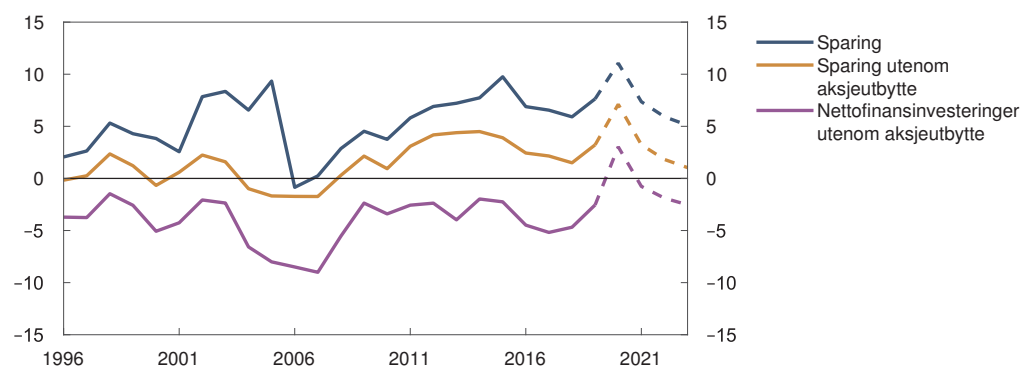
Da smitteverntiltakene ble innført, avtok også aktiviteten i boligmarkedet, og boligprisene falt. Utviklingen i boligmarkedet snudde imidlertid raskt, og i april og mai var boligprisene høyere enn ventet. Den sterke prisveksten i mai hentet inn det meste av prisleilet fra mars og april.

Lave renter og redusert tilbud bidrar til å løfte boligprisveksten. I motsatt retning trekker fortsatt høy arbeidsledighet og lavere befolkningsvekst.

Vi anslår at boligprisene øker i underkant av 3 prosent i år, og noe mer til neste år. Det er utsikter til at boligprisene øker mindre enn disponibel inntekt de neste årene, og at husholdningenes gjeldsvekst holder seg relativt stabil gjennom perioden, se figur 3.6. Sammenlignet med i mai er anslagene for boligprisveksten oppjustert. Det skyldes at

Figur 3.5 Utsikter til høy sparing i år

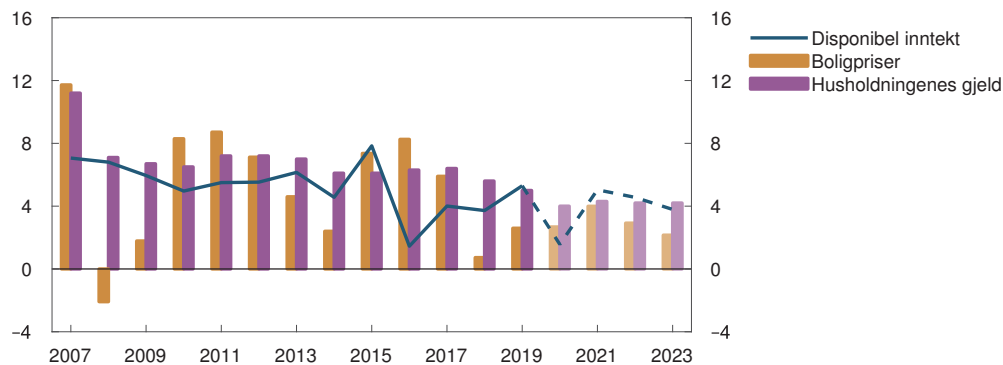
Husholdningenes sparing og nettofinansinvesteringer. Andel av disponibel inntekt. Prosent



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 3.6 Utsikter til moderat boligprisvekst

Årsvekst. Prosent



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

boligprisveksten har vært langt sterkere enn ventet, og at arbeidsledigheten ser ut til å avta raskere enn tidligere anslått. Det er imidlertid fortsatt stor usikkerhet om utviklingen i boligmarkedet. Dersom arbeidsledigheten blir høyere enn vi legger til grunn og usikkerheten øker, kan boligprisveksten bli lavere enn ventet. På den annen side kan aktiviteten i norsk økonomi ta seg opp raskere enn vi ser for oss. Historisk lave utlånsrenter kan da øke risikoen for at veksten i boligprisene og gjeld skyter fart. Finansielle ubalanser er nærmere omtalt i kapittel 4.1.

Boliginvesteringene har falt de to siste årene og det var tegn til at de ville avta videre også før virusutbruddet. I første kvartal i år falt de markert. Igangsettingen av nye boliger avtok i april og svakere nyboligsalg i vår bidrar trolig til å redusere igangsettingen ytterligere de neste månedene. Vi anslår derfor et videre fall i boliginvesteringene. De neste årene ser vi for oss at høyere boligpriser bidrar til at boliginvesteringene tar seg opp igjen. Anslagene for de to neste årene er oppjustert som følge av at vi venter høyere boligprisvekst enn tidligere og at det er tegn til at salget av nye boliger har tatt seg noe opp i mai.

Utsikter til lavere investeringer

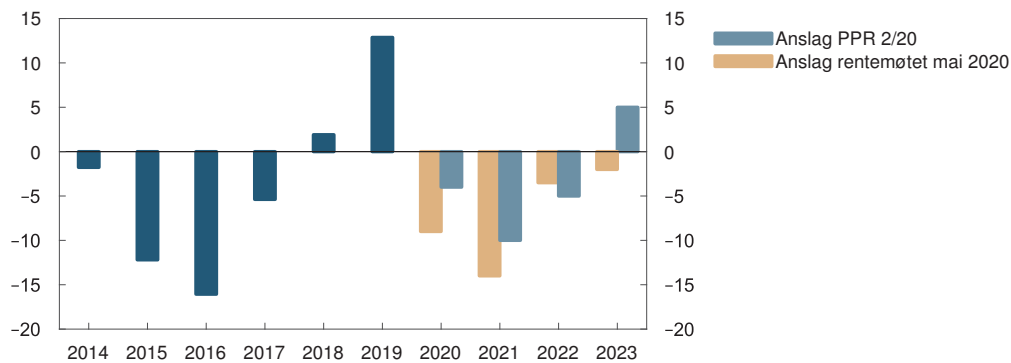
Før utbruddet av koronaviruset var det utsikter til at petroleumsinvesteringene ville øke moderat i år og deretter falle i årene fremover. Virusutbruddet har ført til et kraftig fall i olje- og gassprisene og økt usikkerhet om fremtidige priser. Oljeselskapene har derfor kuttet i sine investeringsplaner. Endringer i petroleumsbeskatningen bidrar til å dempe nedgangen. Se ramme på side 34 om olje- og gassmarkedet og petroleumsnæringen.

Vi venter at petroleumsinvesteringene vil falle betydelig frem til 2022 og deretter ta seg noe opp, se figur 3.7. Anslagene er høyere enn i mairapporten. Det skyldes dels at terminprisene på olje har økt, og dels at investeringstillingen fra Statistisk sentralbyrå tyder på at investeringene vil bli høyere i år og neste år enn tidligere anslått. I tillegg ser investeringene ut til å bli mer påvirket av skatteendringer enn anslått i mai.

Informasjon fra vårt regionale nettverk indikerer en nedgang i de private investeringene innenfor alle næringer det neste året, se figur 3.8. Avdempingen i investeringstakten må ses i sammenheng med utsikter til lav kapasitetsutnyttning, svak etterspørsel internasjonalt og vedvarende høy usikkerhet.

Figur 3.7 Fall i petroleumsinvesteringene

Petroleumsinvesteringer. Årsvekst. Prosent



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Vi anslår at investeringene i fastlandsbedriftene faller i år og neste år, for deretter å øke mot slutten av prognoseperioden. Sammenlignet med rapporten fra mai er anslagene for foretaksinvesteringene oppjustert for både 2020 og 2021.

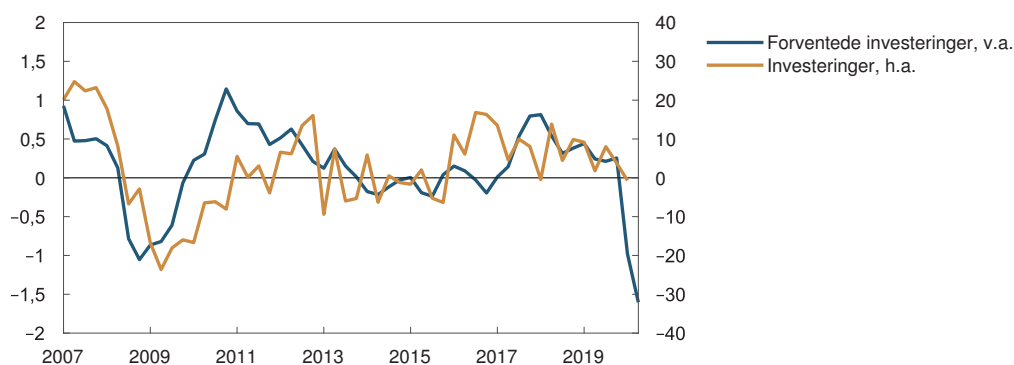
Lavere eksport og import i år

Eksporten fra Fastlands-Norge ser ut til å falle markert i år, se figur 3.9. Hos mange av Norges handelspartnere har økonomien vært stengt ned, og etterspørselen etter norske eksportvarer har falt. I tillegg bidrar nedgangen i den globale petroleumsindustrien til å redusere etterspørselen etter varer og tjenester fra norske oljeleverandører. Reise-restriksjoner gjør at også utlendingers konsum i Norge vil falle markert i år. Videre fremover vil eksporten trolig øke etter hvert som veksten tar seg opp hos våre handelspartnere. Anslaget for i år er litt oppjustert som følge av høyere eksportvekst enn ventet i første kvartal, mens anslagene for de neste årene er lavere enn ved rentemøtet i mai. Sterkere krone har bidratt til nedjusteringen, mens høyere terminpriser for olje trekker i motsatt retning.

Stengte grenser, svekkelsen av kronen det siste året, og lavere aktivitet som følge av smitteverntiltak tilsier at også importen faller markert i år. Etter hvert som aktiviteten i norsk økonomi øker, venter vi at importveksten tar seg opp. Anslagene for importveksten

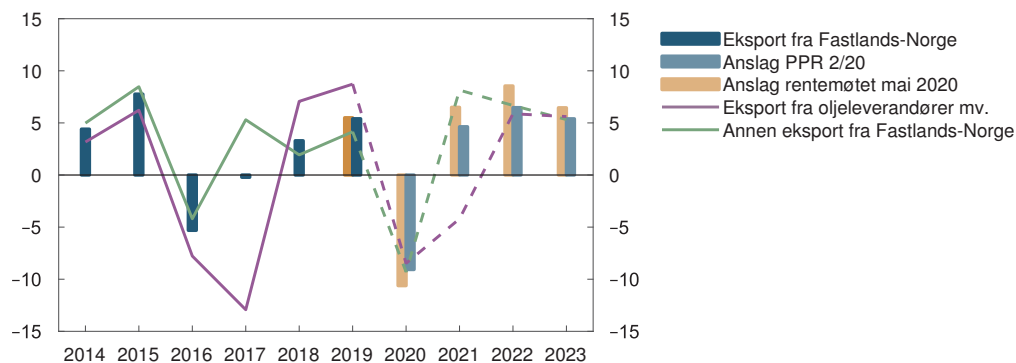
Figur 3.8 Bedriftene venter lavere investeringer

Forventede endringer i investeringer neste 12 måneder. Indeks. Foretaksinvesteringer. Firekvartalersvekst. Sesongjustert. Prosent



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 3.9 Kraftig fall i eksporten i år
Eksport fra Fastlands-Norge. Årsvekst. Prosent



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

er oppjustert fra mairapporten, hovedsakelig som følge av at aktiviteten i norsk økonomi ser ut til å ta seg raskere opp enn tidligere ventet.

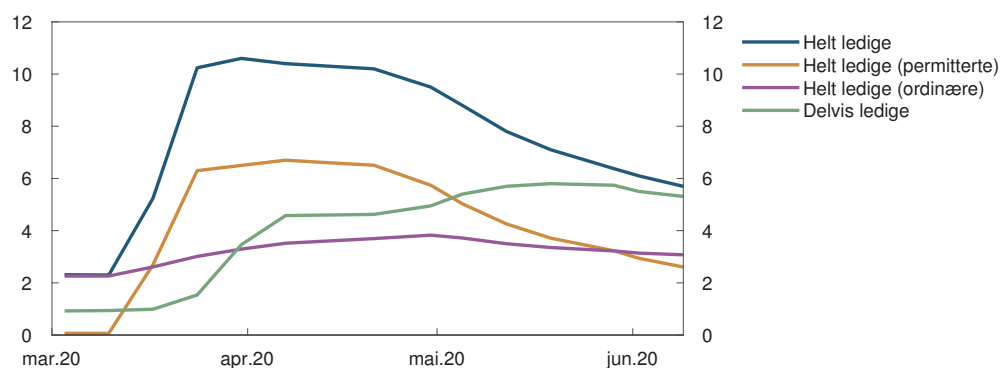
3.2 Arbeidsledighet og kapasitetsutnyttning

Høy arbeidsledighet

Ved inngangen til 2020 var arbeidsledigheten lav og sysselsettingen nær sysselsettingspotensialet. I ukene etter utbruddet av koronaviruset og nedstengingen av økonomien ble svært mange arbeidstakere permittert. En del bedrifter måtte også ty til oppsigelser. Antallet dagpengesøknader til NAV steg kraftig, og den registrerte arbeidsledigheten økte til over 10 prosent i løpet av et par uker, se figur 3.10.

Siden april har nedtrappingen av smitteverntiltak gjort det mulig for mange permitterte å komme tilbake i jobb. Arbeidsledigheten har falt nokså raskt de siste ukene og er nå lavere enn vi la til grunn i mairapporten. Nedgangen skyldes i hovedsak et videre fall i antall permitterte, men også antall ordinære ledige har falt. Ledigheten har avtatt i alle næringer, men nedgangen har vært størst innen butikk- og salgsarbeid, reiseliv og transport og i andre serviceyrker. Fordelt etter aldersgrupper har økningen i ledigheten siden virusutbruddet vært størst blant dem mellom 20 og 30 år.

Figur 3.10 Store bevegelser i arbeidsledigheten
Registrerte arbeidsledige som andel av arbeidsstyrken fordelt etter grupper. Prosent



Kilder: NAV og Norges Bank

Bedriftene sto i mars overfor en uoversiktlig og usikker situasjon. De gunstige permitteringsordningene gjorde det trolig lettere å permittere ansatte. Den raske nedgangen i antall permitterte kan tyde på at etterspørselen har avtatt mindre enn bedriftene i utgangspunktet ventet. Samtidig peker flere av kontaktene i Regionalt nettverk på at de opplever økt etterspørsel som følge av endret forbruksmønster i kjølvannet av koronautbruddet. Det kan ha bidratt til at også antall ordinære ledige har falt den siste tiden. Samlet sett synes nedgangen i sysselsettingen å bli mindre enn vi la til grunn ved rentemøtet i mai. Ledigheten er likevel fremdeles høy og høyere enn før virusutbruddet i alle næringer. Fallet i yrkesdeltakingen kan også være større enn vi nå legger til grunn. For oljerelaterte næringer vil det trolig ta noe tid før effektene av lavere oljepris slår inn for fullt.

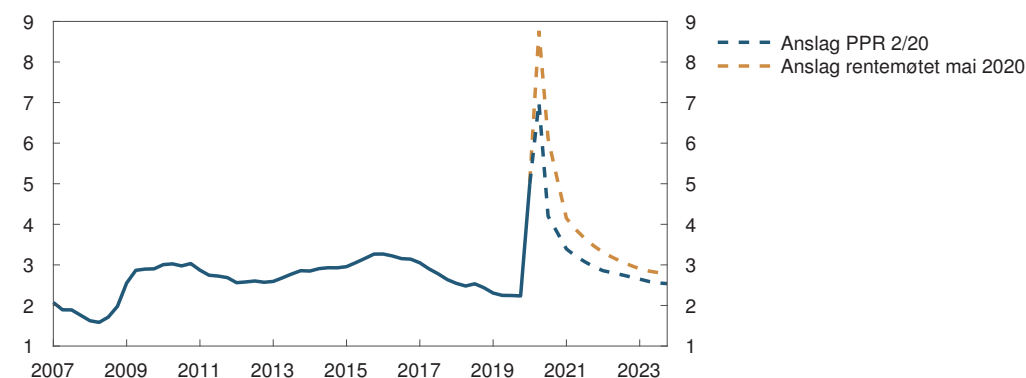
Tirsdag 9. juni var det registrert om lag 160 000 helt arbeidsledige, tilsvarende 5,7 prosent av arbeidsstyrken. Dersom permitterte holdes utenom, var andelen helt ledige 3,1 prosent. I tillegg var 5,3 prosent av arbeidsstyrken registrert som delvis ledige. Bedriftene i Regionalt nettverk meldte i mai at de planla å øke sysselsettingen noe gjennom sommeren. Økningen var i hovedsak ventet å komme fra tilbakekalling av permitterte arbeidstakere innen tjenesteyting og varehandel. Av de øvrige næringene meldte bygg og anlegg, industrien og sykehus og kommuner om utsikter til om lag uendret sysselsetting, mens oljeleverandørene planla ytterligere nedbemanning.

Myndighetenes tiltak for å støtte arbeidstakere og bedrifter har bidratt til å dempe utslaget på norsk økonomi av koronaviruset og smitteverntiltakene. Ordningen med lønnsstøtte til bedrifter som tilbakekaller permitterte, vil trolig bidra til en litt raskere nedgang i antall permitterte enn tidligere ventet.

Samlet sett venter vi at den registrerte ledigheten vil fortsette å falle nokså markert de nærmeste månedene, til i underkant av 4 prosent mot slutten av 2020, se figur 3.11. Det er lavere enn vi anslo til rentemøtet i mai, men fortsatt høyt sett i et historisk perspektiv, se figur D. Selv om samfunnet nå er godt i gang med å åpne opp, er det grunn til å vente at flere næringer også fremover vil oppleve sviktende etterspørsel. Mens mange kommer tilbake i arbeid, vil en del virksomheter måtte avvikle driften eller redusere bemanningen på mer varig basis. Endringer i forbruksmønstre kan bidra til økt etterspørsel etter noen varer og tjenester, men erfaringsmessig vil det ta tid å flytte ressurser over til nye næringer. Sammen med utsikter til fortsatt lav oljepris og svak etterspørsel ute tilsier det en nokså forsiktig nedgang i ledigheten i årene fremover. Vi venter at arbeids-

Figur 3.11 Mye ledige ressurser i arbeidsmarkedet

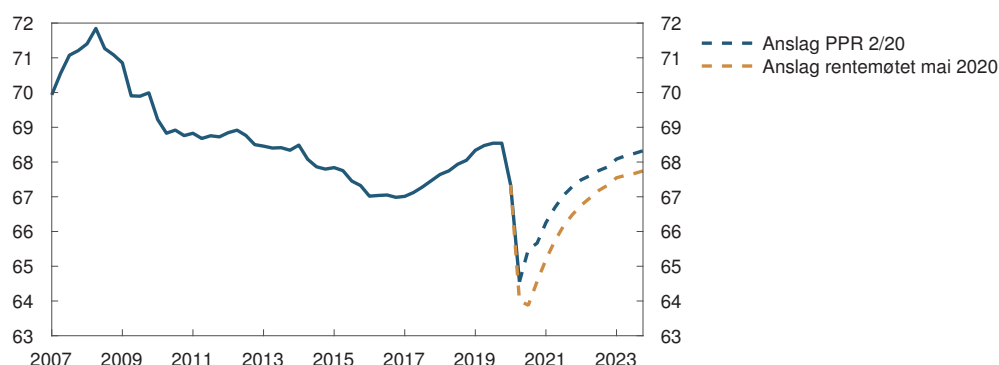
Registrerte arbeidsledige som andel av arbeidsstyrken. Helt ledige. Prosent



Kilder: NAV og Norges Bank

Figur 3.12 Lavere sysselsetting enn før virusutbruddet

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



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

ledigheten blir liggende høyere enn før utbruddet av koronaviruset gjennom hele prognoseperioden.

Markert fall i sysselsettingen

Oppgangen i arbeidsledigheten vil gjenspeiles i et markert fall i sysselsettingen i år. Det vil likevel ta noe tid før nedgangen reflekteres i sysselsettingsstatistikken fra Statistisk sentralbyrå. Mens permitterte som mottar dagpenger regnes som arbeidsledige fra første dag de registrerer seg hos NAV, regnes de i sysselsettingsstatistikken som sysselsatte i de tre første månedene av permitteringen. Det vil si at arbeidstakere som ble permittert i mars og april, men som nå er tilbake i jobb, vil bli registrert som sysselsatte i hele perioden.

Månedlig statistikk fra arbeidskraftsundersøkelsen viser at antall sysselsatte som var tilstede på jobb falt med over 7 prosent fra februar til april, mens antall sysselsatte bare avtok litt.

For årene fremover legger vi til grunn at sysselsettingen vil øke gradvis, etter hvert som aktiviteten i økonomien tar seg opp, se figur 3.12. Målt som andel av befolkningen vil sysselsettingen trolig holde seg lavere enn før virusutbruddet gjennom hele prognoseperioden.

Arbeidstilbudet i Norge har historisk vært konjunkturfølsomt. I nedgangskonjunkturer har mange tatt utdanning eller av andre grunner trukket seg ut av arbeidsmarkedet. Det er i tillegg en risiko for at det uvanlig kraftige tilbakeslaget og den høye arbeidsledigheten vi nå opplever vil gi opphav til langvarige negative konsekvenser for sysselsetting og yrkesdeltaking, se ramme på side 37. Samlet sett venter vi at yrkesdeltakingen vil avta markert i år, før den tar seg gradvis opp igjen.

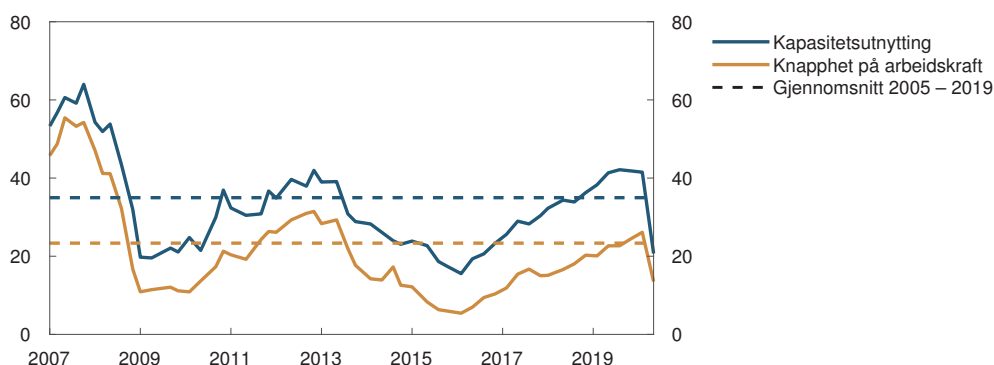
Lav kapasitetsutnyttning

Ved inngangen til året var kapasitetsutnyttningen i norsk økonomi etter vår vurdering nær et normalt nivå. Virusutbruddet og smitteverntiltakene førte til nedstenging av store deler av norsk økonomi. Selv om gjenåpningen av samfunnet er i gang, og mange nå er tilbake i jobb, tilsier det høye nivået på ledigheten at det fortsatt er mye ledig kapasitet i økonomien.

Også ifølge bedriftene i Regionalt nettverk har lavere økonomisk aktivitet gitt en markert nedgang i kapasitetsutnyttningen, se figur 3.13. En del av bedriftene som fortsatt opplever

Figur 3.13 Lavere kapasitetsutnyttning ifølge Regionalt nettverk

Kapasitetsutnyttning og knapphet på arbeidskraft ifølge Regionalt nettverk. Prosent



Kilde: Norges Bank

kapasitetsbegrensninger, melder om at begrensningene først og fremst knytter seg til leveringsproblemer for utenlandske innsatsvarer samt vanskeligheter med å få tak i utenlandsk arbeidskraft. Begge deler kan tilsa at den innenlandske ressursutnyttningen har falt mer enn det Regionalt nettverks indikator for kapasitetsutnyttning antyder. Fordelt etter næringer er kapasitetsutnyttningen særlig lav innen tjenesteyting og varehandel.

Kontaktene i Regionalt nettverk bekrefter at det er god tilgang på innenlandsk arbeidskraftsressurser. I mai var det en klar nedgang i andelen bedrifter som svarer at tilgang på arbeidskraft begrenser produksjonen. Indikatoren falt for alle næringer.

Det er utfordrende å anslå kapasitetsutnyttningen ved brå skift i økonomien. Store deler av økonomien har vært stengt ned av smittevern hensyn, og det er stor usikkerhet om hvor raskt aktiviteten vil ta seg opp igjen. Ved rentemøtet i mai var vår vurdering at kapasitetsutnyttningen hadde falt brått og til et svært lavt nivå mot slutten av første kvartal. Vurderingen støttet seg særlig på den historisk sterke økningen i ledigheten. Siden da tyder utviklingen i arbeidsledigheten på at ressursutnyttningen har tiltatt. Det høye antallet permitterte og delvis ledige gjør det uvanlig krevende å bruke arbeidsledigheten for å trekke slutninger om samlet ressursutnyttning i økonomien. En stor del av de permitterte forventer trolig å komme tilbake i arbeid i løpet av kort tid, og vil dermed ikke være like aktive arbeidssøkende som andre arbeidsledige. Det tilsier at sammenhengen mellom kapasitetsutnyttningen og arbeidsledigheten er midlertidig endret.¹ Samlet sett er likevel vår vurdering at det fortsatt er mye ledige ressurser i økonomien.

Vi venter at kapasitetsutnyttningen vil øke videre utover sommeren og høsten. Sammenlignet med anslagene til rentemøtet i mai vurderer vi nå nedgangen til å ha vært litt mindre markert, og gjeninnhenting til å ha startet noe tidligere, se figur F. At nedgangen har vært litt mindre markert må ses i sammenheng med det store antallet permitterte som allerede er tilbake i jobb. Både nivået på arbeidsledigheten og vurderingen av kapasitetsutnyttningen i vårt regionale nettverk tilsier likevel at vi er inne i en dyp nedgangskonjunktur. For årene fremover venter vi at kapasitetsutnyttningen vil tilta gradvis, og nærme seg et normalt nivå mot slutten av prognoseperioden.

Lavere vekstpotensial enn før utbruddet av koronaviruset

Den kraftige nedgangen vi nå er inne i vil trolig dempe veksten i økonomiens produksjonspotensial de neste årene. Blant annet kan nedleggelse og konkurser føre til tap og

¹ Se utdypning i Pengepolitisk rapport 2/17 for en omtale av sammenhengen mellom kapasitetsutnyttning og arbeidsledighet.

forvitring av produksjonsutstyr. Sammen med lavere investeringer kan det gi lavere produktivetsvekst. Vedvarende høy arbeidsledighet kan også gi langvarige negative effekter på sysselsettingen.

Samlet sett legger vi til grunn at produksjonspotensialet i økonomien vil øke med om lag 1,2 prosent årlig i prognoseperioden. Til grunn for anslaget ligger en gjennomsnittlig vekst i produktivitet og sysselsetting på henholdsvis 0,8 prosent og 0,4 prosent. Det er noe lavere enn hva vi så for oss før utbruddet av koronaviruset, men litt høyere enn vi la til grunn ved rentemøtet i mai. Dersom nedgangen i økonomien blir større enn vi nå legger til grunn, og oppgangen i arbeidsledigheten mer varig, kan de langsiktige effektene på produktivitet og sysselsetting bli mer markerte.

3.3 Kostnader og priser

Utsikter til lav lønnsvekst

Virusutbruddet har ført til at årets lønnsoppgjør er utsatt til august. For mange bedrifter har smitteverntiltak ført til økte kostnader og lavere produktivitet. Sammen med høy arbeidsledighet og lav oljepris tilsier det svært beskjedne lønnstillegg i år. Støttetiltak fra myndighetene letter situasjonen noe, men lønnsevnen er redusert, se figur 3.14.

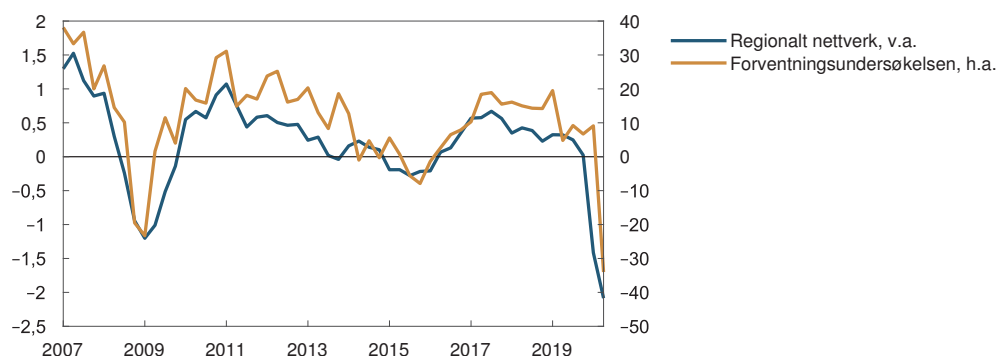
Lønnstillegg som ble gitt i løpet av 2019, vil bidra til at det gjennomsnittlige lønnsnivået likevel blir høyere i år enn i fjor. Det gjennomsnittlige lønnsnivået kan også trekkes opp av betydelig nedbemanning i næringer med lavt lønnsnivå. Samlet sett venter vi at års-lønnsveksten i år blir i underkant av 2 prosent.

Lav lønnsomhet og høy arbeidsledighet vil bidra til å dempe årslønnsveksten også neste år. En delvis reversering av sammensetningseffektene fra inneværende år trekker i samme retning. Samlet sett venter vi at årslønnsveksten holder seg om lag uendret fra i år til neste år. Anslagene er godt i tråd med forventningene i Norges Banks forventningsundersøkelse og hos bedriftene i Regionalt nettverk, se figur 3.15.

Videre fremover venter vi at lønnsveksten øker litt, etter hvert som aktiviteten i økonomien tar seg opp. Fortsatt ledig kapasitet, lav lønnsomhet og lav produktivetsvekst vil imidlertid dempe oppgangen.

Figur 3.14 Fall i lønnsomheten

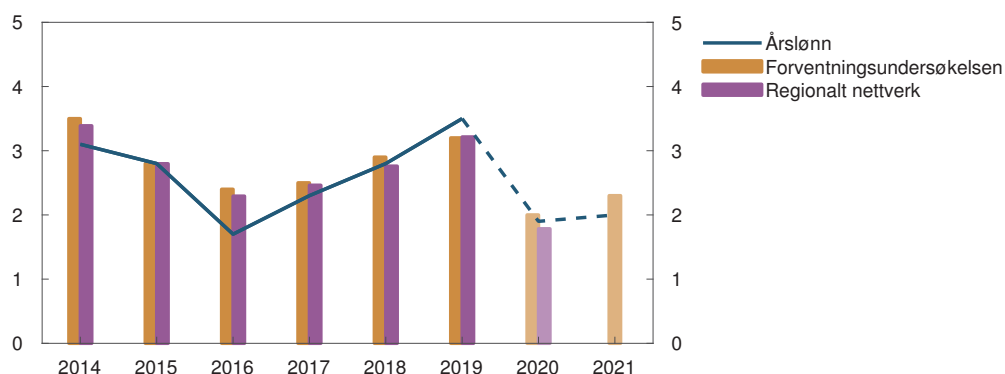
Utvikling i driftsmarginen ifølge bedrifter i Regionalt nettverk og Forventningsundersøkelsen



Kilder: Epinion og Norges Bank

Figur 3.15 Lav lønnsvekst i år og neste år

Årslønnsvekst og lønnsforventninger. Prosent



Kilder: Epinion, Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Raskere oppgang i importprisene

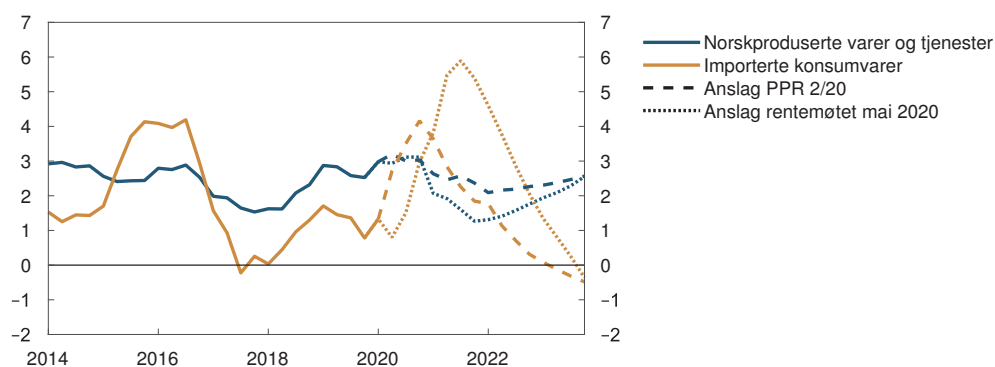
I 2019 økte konsumprisene i Norge med 2,2 prosent. Så langt i år har lavere energipriser bidratt til en markert nedgang i veksten i konsumprisindeksen (KPI). Samtidig har veksten i KPI uten energivarer og justert for avgiftsendringer (KPI-JAE) tiltatt. I mai var tolv-månedersveksten i KPI og KPI-JAE henholdsvis 1,3 og 3,0 prosent. Målingen av konsumprisene vil i 2020 bli påvirket av særskilte forhold knyttet til virusutbruddet, se boks.

Tolv-månedersveksten i KPI-JAE økte klart fra mars til mai, i hovedsak som følge av høyere prisvekst på importerte varer. Fordelt etter varegrupper var det særlig prisveksten på biler, interiør til bolig, husholdningsapparater samt frukt og grønnsaker som tiltok. Høyere importert inflasjon må ses i sammenheng med kronesvekkelsen gjennom vinteren og våren. I anslagene til rentemøtet i mai la vi til grunn at prisveksten på importerte varer ville tilta markert. Oppgangen ser ut til å ha startet litt tidligere enn ventet. Tolv-månedersveksten i prisene på norskproduserte varer og tjenester økte litt fra mars til mai.

Vi venter at veksten i KPI-JAE tiltar videre de nærmeste kvartalene, se figur 3.16. Sammen med kronesvekkelsen vi har bak oss, kan økte kostnader og lavere produktivitet som følge av virusutbruddet bidra til økt prisvekst på enkelte varer og tjenester. Samtidig kan forsinkelser og brudd i internasjonale produksjonskjeder gi redusert tilgang på enkelt-

Figur 3.16 Svak krone løfter prisveksten

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



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

MÅLING AV KPI UNDER KORONAUTBRUDET

KPI består av en varekurv med tilhørende vektorer som skal reflektere de varene og tjenestene som inngår i husholdningenes konsum. Vektene oppdateres i januar hvert år og ligger fast gjennom året. Virusutbruddet og de omfattende smitteverntiltakene har påvirket husholdningenes forbruk, og omsetningen av enkelte tjenester falt i april helt bort. Selv om flere tjenester igjen var tilgjengelige i mai, og dermed inngikk som normalt i KPI, ble prisveksten for flere tjenester fremskrevet med endringen i total KPI. I mai gjaldt dette treningssentre, fornøylesparker, idrettsarrangementer og innenlandske flyreiser. For utenlandske flyreiser og pakketurer ble prisveksten i mai fremskrevet med sesongfaktorer.¹

Også endrede avgiftssatser påvirket KPI-JAE i april og mai. Lav sats for merverdiavgift (MVA) er redusert fra 12 til 6 prosent i perioden 1. april – 31. oktober 2020. Lav MVA-sats gjelder blant annet persontransport og overnatting, samt adgang til kino, idrettsarrangementer, fornøylesparker og opplevelsessentre. Dersom bedriftene reduserer sine utsalgspriser mindre enn reduksjonen i MVA-satsen skulle tilsi, vil det avgiftsjusterte prisnivået alt annet likt øke. SSB har ikke avgiftsjustert priser som er blitt fremskrevet, kun priser som er blitt målt.

¹ For en nærmere gjennomgang, se <https://www.ssb.no/priser-og-prisindekser/artikler-og-publikasjoner/kpi-opp-1-3-prosent-siste-tolv-maneder#vedleggsartikkel-1>

varer og tilfeller av høyere prisvekst. På den annen side vil lav lønnsvekst, svak etterspørsel og høy arbeidsledighet dempe prisveksten på innenlandske varer og tjenester.

Sammenlignet med anslagene til rentemøtet i mai tilsier en sterkere kronkurs at oppgangen i importprisene vil bli mindre markert enn ventet. Utsikter til lavere arbeidsledighet og høyere lønnsvekst enn tidligere lagt til grunn tilsier derimot at den innenlandske inflasjonen vil bli høyere enn vi anslo i mai. Samlet sett er anslagene for KPI-JAE oppjustert for i år og nedjustert for årene fremover.

Vi legger til grunn at energiprisene vil tilta fremover i takt med det terminprisene for elektrisitet og drivstoff nå indikerer. Sammen med høyere vekst i KPI-JAE, vil det bidra til en oppgang i KPI-veksten. Vi ser for oss at prisveksten neste år vil være høyere enn inflasjonsmålet, men at den deretter vil avta til noe under 2 prosent mot slutten av prognoseperioden.

Med utviklingen vi nå ser for oss i KPI og lønnsvekst ligger det an til at reallønnen i 2023 vil ligge på om lag samme nivå som den gjorde i 2019. Anslaget for reallønnen er noe oppjustert sammenlignet med prognosene til rentemøtet i mai. Det må ses i sammenheng med utsikter til lavere arbeidsledighet, litt høyere produktivitetsvekst og et litt sterkere bytteforhold mot utlandet enn tidligere lagt til grunn.

Det er usikkerhet om prisutviklingen. Det har vært store bevegelser i kronkursen i år. Dersom kronkursen blir klart svakere eller sterkere enn vi nå legger til grunn vil det slå ut i utsiktene for prisveksten. Videre er det en risiko for at mangel på enkelte varer eller tjenester kan drive opp prisene etter hvert som etterspørselen tar seg videre opp. I tillegg kan den prisdrivende effekten av lavere produktivitet og økte kostnader fra smitteverntiltak i bedriftene være større enn vi nå legger til grunn. Skulle på den annen side tilbakeslaget i økonomien bli mer langvarig enn vi legger til grunn, kan også lønns- og prisveksten bli lavere.

UNDERSKUDD PÅ STATSBUDDSJETTET

Omfattende økonomiske tiltak, lavere priser på olje og gass og kutt i oljeproduksjonen bidrar til at statens utgifter i år ventes å bli klart høyere enn de samlede inntektene. Vi må tilbake til første halvdel av 1990-tallet for å finne sist gang statsbudsjettet gikk med underskudd.

Da statsbudsjettet for 2020 ble vedtatt før jul i fjor, var det utsikter til et samlet overskudd på 255 milliarder kroner i år. Nå er dette snudd til et underskudd på mer enn 110 milliarder kroner. Budsjettunderskuddet i 2020 utgjør nesten 4 prosent av fastlands-BNP, se figur 3.A.

Noe av underskuddet skyldes at den svake økonomiske utviklingen i seg selv reduserer statens inntekter fra fastlandsøkonomien. Samtidig går utgiftene til dagpenger opp. I den siste budsjettproposisjonen anslås disse forholdene å øke budsjettunderskuddet med 83 milliarder kroner i 2020.

Dernest bidrar lavere oljeinntekter til underskuddet. Anslaget på statens netto kontantstrøm fra oljevirkosomheten er nedjustert med rundt 130 milliarder kroner siden i fjor. Dette skyldes lavere priser på olje og gass, men også vedtaket om kutt i oljeproduksjonen og endringene i petroleumsbeskatningen.

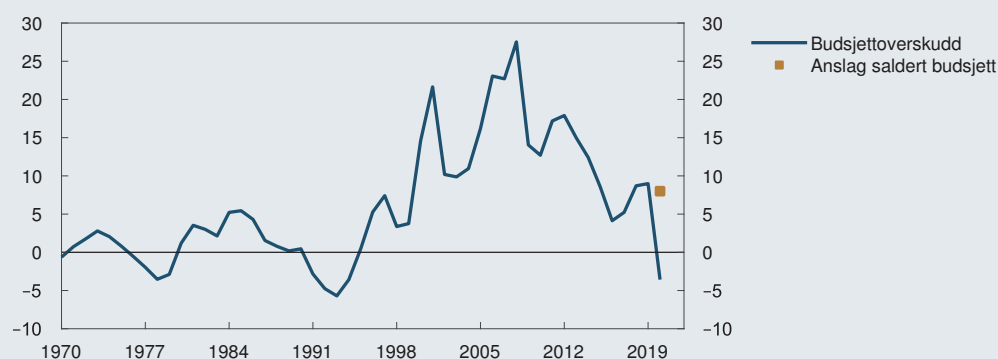
I tillegg er det lansert økonomiske tiltak som anslås å svekke budsjettbalansen i 2020 med 166 milliarder kroner. Det er bare disse sistnevnte tiltakene som påvirker den strukturelle, oljekorrigerede budsjettbalansen, som er en mye brukt indikator i vurderingen av finanspolitikken.

98 milliarder kroner i støtte til bedrifter

98 av de 166 milliarder kronene er knyttet til tiltak for å motvirke inntektsbortfall for bedrifter. Den største utgiftsposten er ordningen hvor bedrifter med stort omsetningsfall får dekket en del av de faste kostnadene. Dette anslås å gi staten merutgifter på 30 milliarder kroner innen ordningen avvikles ved utgangen av august. Foreløpig er det utbetalt i overkant av 2 milliarder kroner gjennom ordningen.

Figur 3.A Budsjettunderskudd i 2020

Samlet overskudd i statsbudsjettet og Statens pensjonsfond.
Prosent av trend-BNP for Fastlands-Norge



Kilder: Finansdepartementet og Norges Bank

For luftfarten er det lansert særskilte støttetiltak på til sammen 14 milliarder kroner i 2020. Dette inkluderer en egen garantiordning for flyselskapene, midlertidige avgiftslettelser, økte bevilgninger til Avinor og støtte for å opprettholde et flytilbud innenlands.

I de 98 milliarder kronene inngår også en tapsavsetning på 10 milliarder kroner på den statlige lånegarantiordningen via bankene, som har en samlet utlånsramme på 50 milliarder kroner.

Ellers inkluderer støttetiltakene overfor bedriftene blant annet nedsatt arbeidsgiveravgift i mai og juni, at den lave merverdiavgiftssatsen reduseres fra 12 til 6 prosent fra april og ut oktober og at arbeidsgiverperioden ved permittering, omsorgsfravær og koronarelatert sykefravær reduseres. Det er også lansert en ordning der bedrifter som tar tilbake permitterte får utbetalt lønnstilskudd i juli og august i år.

Ordningene med inntektssikring for personer er også utvidet som en følge av koronautbruddet. I tillegg til at staten tar en større del av regningen ved permitteringer og koronarelatert sykefravær, er det vedtatt at staten utbetaler full lønn (inntil 6G) istedenfor dagpengeraten inntil dag 20 av permitteringsperioden. Antall omsorgsdager for foreldre er økt, dagpengeratene for de med lav inntekt eller lite opptjeningsgrunnlag er hevet, og det er etablert nye støtteordninger for selvstendige og frilansere, for lærlinger og for studenter. I sum anslås dette å øke statens utgifter med 27 milliarder kroner i 2020.

De økonomiske tiltakene inkluderer økte budsjetttrammer for de delene av det offentlige som har et særlig ansvar for å håndtere virusutbruddet. Bevilgningene til helsesektoren, NAV, politiet og kommunene er økt med rundt 25 milliarder kroner. Øremerkede tilskudd til vedlikehold og rehabilitering for kommunene inngår i dette beløpet.

Flere støttetiltak slår ellers i liten grad ut i budsjettunderskuddet i 2020. Dette inkluderer statlige låne- og garantiordninger på nær 130 milliarder kroner (bare tapsavsetningene påvirker budsjettbalansen) og utsettelse av en rekke skatte- og avgiftsbetalinger.

Mindre bruk av oljepenger fremover

I sum bidrar tiltakene til at det strukturelle, oljekorrigerte underskuddet anslås å bli på 429 milliarder kroner i 2020. Det utgjør 13,4 prosent av trend-BNP for Fastlands-Norge, en økning på 5,4 prosentenheter fra 2019.

Det strukturelle underskuddet tilsvarer 4,3 prosent av fondsverdien ved inngangen til 2020. Som ved rentemøtet i mai legger vi til grunn at det strukturelle underskuddet avtar som andel av fondsverdien fremover. Utgiftene til de særskilte støttetiltakene vil falle etter hvert som den økonomiske aktiviteten tar seg opp. Samtidig legger vi til grunn høyere vekst i etterspørselen fra det offentlige etter hvert som smitteverntiltakene bygges ned. I sum bidrar det til at det strukturelle underskuddet vil ligge over 3-prosentbanen gjennom hele prognoseperioden, se tabell 3 på side 53.

ØKT OLJEPRIS OG SKATTEENDRINGER DEMPER FALLET I PETROLEUMSINVESTERINGENE

Koronapandemien og tiltak for å begrense smitte har ført til et betydelig fall i globalt oljeforbruk. Spotprisen for olje falt fra over 65 dollar i desember i fjor til under 10 dollar på det laveste i andre halvdel av april. Etter det har prisen steget markert og har den siste tiden vært rundt 40 dollar. Oppgangen må ses i sammenheng med at oljeforbruket ventes å ta seg opp etter hvert som smitteverntiltakene lettes. Samtidig har landene i OPEC+ kuttet oljeproduksjonen mye og produksjonen utenfor OPEC+ har falt markert. Faren for overfylte oljelagre er dermed blitt redusert.

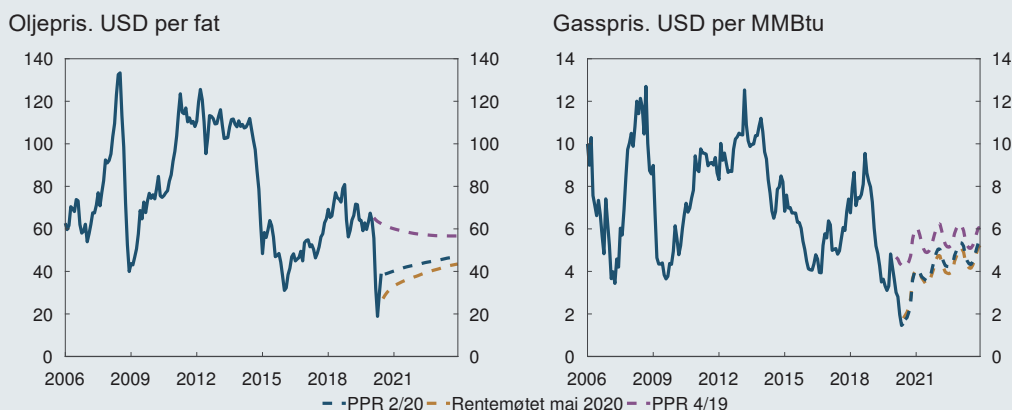
En videre oppgang i prisen kan begrenses av at lagrene er høye etter overproduksjonen i første halvår. Prisoppgangen kan også dempes når deler av oljeproduksjonen utenfor OPEC+, som midlertidig ble stengt ned på grunn av svært lav oljepris, igjen blir lønnsom.

Terminprisene for olje indikerer at oljeprisen vil øke til 50 dollar ved utgangen av 2023. Det er høyere enn lagt til grunn i mairapporten, men lavere enn lagt til grunn i desember i fjor, se figur 3.B.

Europeiske gasspriser har falt videre til det laveste nivået på 20 år. Gassforbruket i Europa har blitt redusert som følge av koronapandemien og mildt vær gjennom vinteren 2019/2020. Samtidig har fortsatt stor tilgang på gass til Europa ført til svært høye gasslagre. Frykt for at gasslagrene kan fylles helt opp kan bidra til å holde gassprisene nede på kort sikt.

Terminprisene for gass indikerer at gassprisen vil kunne øke igjen fra høsten 2020. Gassforbruket vil kunne øke igjen etter hvert som smitteverntiltak lettes. Tilgangen på flytende gass (LNG) til Europa kan i tillegg bli mindre når gassforbruket i Asia ventelig vil ta seg opp igjen og veksten i eksporten av LNG fra ledende produsentland trolig avtar. Terminprisene indikerer at europeiske gasspriser vil kunne bli høyere fra og med neste år enn hva de var rett før koronapandemien, men noe lavere enn de var de foregående årene, se figur 3.B.

Figur 3.B Priser på olje og naturgass



Kilder: Norsk Petroleum, Refinitiv Datastream og Norges Bank

Vi legger til grunn at prisene på olje og gass vil utvikle seg i tråd med terminprisene og at oljeselskapene anslår om lag samme utvikling når de tar investeringsbeslutninger. Terminprisene tilsier at kontantstrømmen i oljeselskapene vil bli klart svakere de nærmeste årene enn ventet før koronapandemien. De indikerer også at oljeprisen vil bli litt lavere på sikt enn tidligere ventet, noe som tilsier at den forventede lønnsomheten av investeringer også er lavere enn før. Samtidig har usikkerheten om fremtidige olje- og gasspriser økt som følge av pandemien. Oljeselskapene har derfor økt avkastningskravene til nye prosjekter. Det betyr isolert sett at færre prosjekter vil bli vurdert som lønnsomme. Økt usikkerhet, svekket kontantstrøm og lavere prisforventninger førte til at oljeselskapene i mars-april annonserte store kutt i sine investeringsplaner.

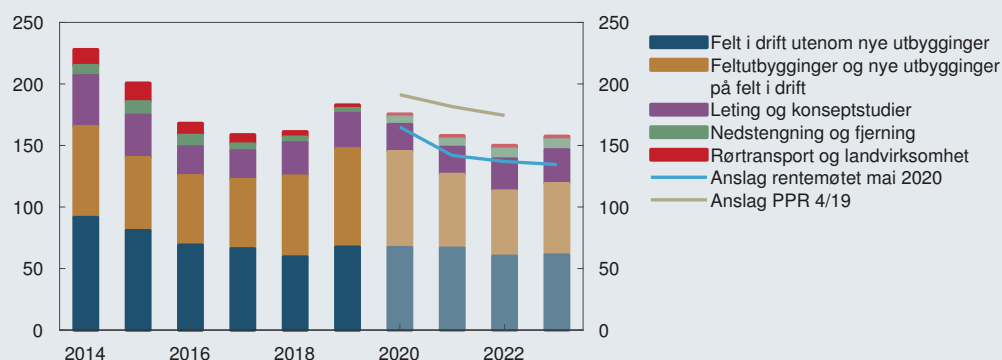
For å begrense nedgangen i oljenæringen og leverandørindustrien har Stortinget nylig vedtatt midlertidige endringer i skattesystemet for petroleumsvirksomheten. Oljeselskapene får i 2020 og 2021 utgiftsføre investeringer i produksjonsutstyr og rørledninger umiddelbart i den særskatten som oljeselskapene betaler i tillegg til den ordinære selskapskatten. Selskapene betaler dermed mindre skatt i år og neste år enn de ville gjort under det ordinære oljeskattesystemet, hvor investeringer må avskrives lineært over seks år. Samtidig økes fradraget i særskatten fra 20,8 prosent til 24 prosent. Investeringer i nye utbygginger får en spesiell behandling ved at de kan utgiftsføres umiddelbart i særskatten helt frem til produksjonsstart dersom utbyggingsplan (PUD) leveres før utgangen av 2022.

Endringene i skattefradraget og avskrivningsreglene fører til at oljeselskapene får høyere kontantstrøm på kort sikt og til at nye prosjekter blir mer lønnsomme etter skatt. Tidsgrensene gir ytterligere stimulans til investeringene ved at de gir selskapene insentiv til å komme i gang med prosjekter som nå er satt på vent og til å fremskynde prosjekter med planlagt oppstart om noen år. Vi venter at skatteendringene – i kombinasjon med den anslåtte utviklingen i petroleumsprisene – vil gi økte investeringer på felt i drift i år og neste år og bidra til at oljeselskapene vil sette i gang en rekke utbyggingsprosjekter fremover.

Investeringene på norsk sokkel har tatt seg godt opp de siste par årene etter å ha falt markert fra 2013 til 2017, se figur 3.C. Oppgangen gjenspeiler at oljeselskapene har satt i gang flere store utbygginger siden høsten 2017. Investeringene i de pågående utbyggingene vil falle noe i år og markert i 2021 og 2022, i takt med at utbyggingsprosjektene blir

Figur 3.C Utsikter til lavere investeringer i petroleumsvirksomheten

Petroleumsinvesteringer. Faste 2020-priser. Milliarder kroner



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

ferdige. Denne nedgangen vil i noen grad bli motvirket av økte investeringer i nye utbygginger. Hoveddelen av de nye utbyggingene vil imidlertid først komme i gang i 2022. Anslagene innebærer derfor at utbyggingsinvesteringene vil falle betydelig de neste to årene, se figur 3.C. Nye utbygginger, herunder Wisting og Noaka, vil deretter bidra til at utbyggingsinvesteringene tar seg godt opp mot slutten av perioden, se figur 3.D.

Vi venter at brønn- og driftsinvesteringene på felt i drift vil ligge på om lag samme nivå i år og neste år som i 2019. Fallet i olje- og gassprisene fører isolert sett til lavere investeringer på felt i drift, men dette blir motvirket av de midlertidige endringene i petroleumsbeskatningen. Vi anslår at investeringene på felt i drift vil falle når skatteendringene reverseres i 2022 og ta seg noe opp igjen 2023.

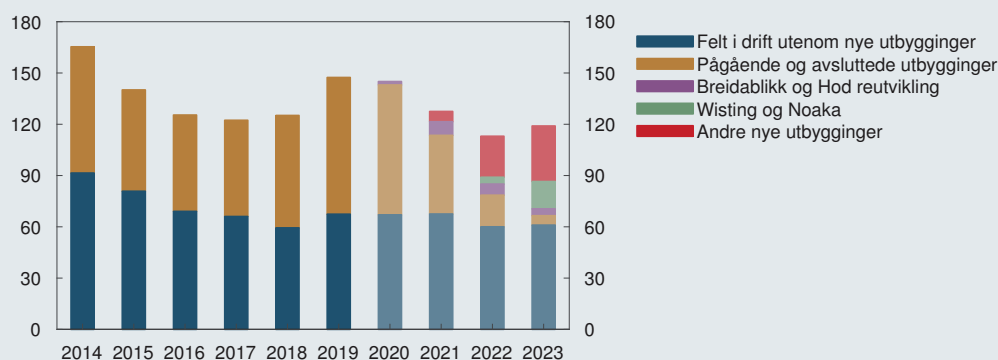
Oljeselskapene har kuttet kraftig i utgiftene til seismikk og leteboring som følge av prisetilfallet på olje og gass siden starten av året. Mens vi i desember i fjor anslo at utgiftene til leting ville øke fremover, anslår vi nå at leteinvesteringene vil falle med over 20 prosent i år og holde seg stabile i 2021. Deretter venter vi at leteaktiviteten vil ta seg en del opp igjen som følge av at olje- og gassprisene øker i prognosebanen.

Samlet anslår vi at investeringene innen olje og gass vil falle med 4 prosent fra 2019 til 2020, noe som gir et sterkt fall gjennom inneværende år, og med ytterligere 15 prosent frem til 2022. For 2023 venter vi at investeringene vil øke med 5 prosent, i hovedsak som følge av økte investeringer i utbygginger. De anslåtte investeringene er lavere enn før koronapandemien, se figur 3.C, men høyere enn i forrige rapport. Vi har oppjustert anslagene i lys av investeringstillingen for andre kvartal, oppgangen i oljeprisene siden mairapporten og som følge av at investeringene ser ut til å bli mer påvirket av skatteendringer fremover enn anslått i forrige rapport.

Nedgangen i petroleumsinvesteringene vil føre til lavere aktivitet i leverandørindustrien. Oljeleverandørene har også store leveranser til drift og vedlikehold på norsk sokkel og til aktivitet i utenlandsk petroleumsvirksomhet. Smitteverntiltak og fallet i olje- og gassprisene har ført til at oljeselskapene på norsk sokkel også har kuttet i utgiftene til drift og vedlikehold. Vi venter at disse utgiftene vil falle med rundt 10 prosent i år. Eksportmarkedene for norske oljeleverandører vil trolig falle markert i år og ytterligere til neste år.

Figur 3.D Nye utbygginger vil etter hvert gi høyere investeringer

Investeringer innen feltutbygging og felt i drift. Faste 2020-priser. Milliarder kroner



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

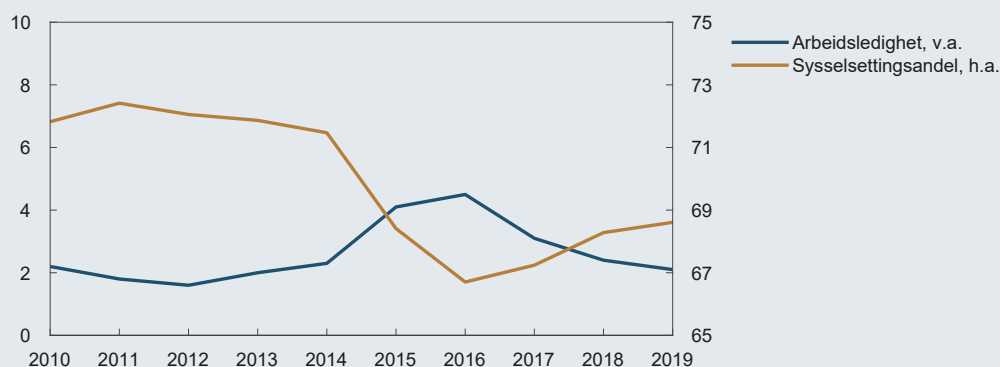
LANGVARIGE KONSEKVENSER FOR SYSSELSETTINGEN?

Koronapandemien har ført norsk økonomi inn i en dyp lavkonjunktur. Aktiviteten i mange sektorer ble sterkt begrenset eller stoppet helt opp på grunn av utbruddet av koronaviruset og omfattende tiltak for å begrense spredningen. Koronapandemien og smitteverntiltakene er mest sannsynlig midlertidige, og vi anslår at konjunkturbunnen er bak oss og at konjunktorene vil normaliseres innen utgangen av anslagshorizonten. Det er likevel en risiko for at de negative konsekvensene for produksjon og sysselsetting blir mer langvarige. En ny analyse utført av Norges Bank viser at konsekvensene for arbeidsmarkedet på Vestlandet ble langvarige etter oljeprisfallet i 2014, selv om økonomien målt ved flere andre kriterier hadde normalisert seg.

Det kan være flere grunner til at sysselsettingen kan «feste seg» på et lavere nivå etter negative sjokk. En av de klassiske forklaringene i den økonomiske litteraturen er at maktforholdet i lønnsdannelsen endres når arbeidsledigheten er høy.¹ Hvis de arbeidsledige, spesielt de langtidsledige, har liten innflytelse i lønnsdannelsen, kan lønningene bli for høye. For høye lønninger kan gjøre at bedriftene ansetter færre, og at sysselsettingen blir for lav. En annen forklaring som ofte trekkes frem er at arbeidstakere kan tape ferdigheter etter en lang periode som arbeidsledig.² Andre viser til at arbeidssøkere kan miste motet og forlate arbeidsstyrken når det viser seg vanskelig å finne en jobb.³ Det er også flere studier som viser at arbeidsledighet i ung alder er spesielt skadelig for fremtidige jobbmuligheter.⁴ Dette kan bety at personer som går arbeidsledige, spesielt over en lengre periode, har en lavere sannsynlighet for å komme tilbake i jobb når etterspørselen etter arbeidskraft normaliseres.⁵ En annen årsak kan være at kraftige tilbakeslag innebærer omfattende omstilling av økonomien hvor bedrifter går konkurs eller må nedskalere. Det tar tid å etablere nye arbeidsplasser. Nye jobber kan kreve en annen erfaring eller utdanning eller være plassert et annet sted i landet enn jobbene som gikk

Figur 3.E Sysselsetting og ledighet i Rogaland

Arbeidsledighet og sysselsatte som andel av befolkning (15–74 år). Prosent



Kilder: NAV og Statistisk sentralbyrå

- 1 Blanchard, Olivier J. og Summers, Lawrence H. «Hysteresis and European Unemployment». I Stanley Fischer (ed.), NBER Macroeconomics Annual. MIT Press, september, 1986
- 2 Edin, Per-Anders og Gustavsson, Magnus «Time out of Work and Skill Depreciation». ILR Review, Vol 61, Issue 2, 2008
- 3 Benati, Luca «Some empirical evidence on the 'discouraged worker' effect». Economic Letters, Volume 70, Issue 3, mars 2001
- 4 Se blant annet Gregg, Paul og Tominey, Emma «The wage scar from male youth unemployment». Labor Economics, Volume 12, Issue 4, august 2005
- 5 For resultater på norske data se blant annet Huttunen, Kristiina, Møen, Jarle og Salvanes, Kjell G. «How Destructive is Creative Destruction? Effects of Job Loss on Job Mobility, Withdrawal and Income». Journal of the European Economic Association, Vol 9, Issue 5, Oktober 2011

tapt. Samlet kan dette føre til at de som mister jobben bruker lang tid på å finne en ny arbeidsgiver og at det dermed tar tid før sysselsettingen er tilbake på samme nivå som før en krise inntreffer.

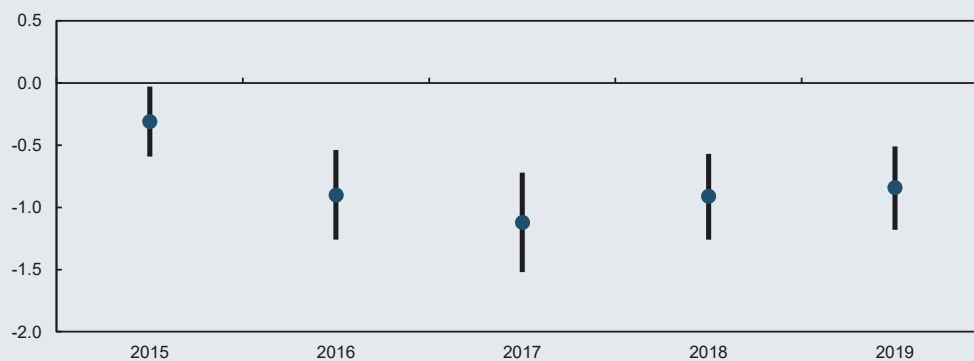
Kraftige tilbakeslag i økonomien kan påvirke sysselsettingen over lang tid. Yagan⁶ anslår at om lag halvparten av nedgangen i sysselsettingsnivået i USA mellom 2007 og 2015 skyldes finanskrisen. Studien bruker individuelle skattedata og viser at personer som bodde i områder i USA som var hardt rammet av finanskrisen i 2007–2008 fortsatt hadde lavere sannsynlighet for å være sysselsatt syv år senere.

I Norge ser vi også at sysselsettingen ikke har hentet seg inn i de hardest rammede områdene etter oljeprisfallet i 2014. Figur 3.E viser arbeidsledighet og sysselsettingsandelen i Rogaland mellom 2010 og 2019. Arbeidsledigheten økte kraftig fra 2014 og nådde en topp i 2016 på 4,5 prosent. Andelen som var sysselsatt falt kraftig fra om lag 71 prosent til 67 prosent i samme periode. I 2019 hadde arbeidsledigheten falt tilbake til om lag 2 prosent, mens sysselsettingen fortsatt var under nivået fra før fallet i oljeprisen.

For å undersøke nærmere om oljekrisen hadde en langvarig effekt på sysselsettingen har vi analysert individdata.⁷ Analysen er gjort på kjernegruppen, 30–54 år, og fokuserer på lønnstakere (ikke selvstendig næringsdrivende) som har vært bosatt i Norge i hele perioden. Vi skiller kjernegruppen i en eksponert og en mindre eksponert gruppe. Den eksponerte gruppen består av personer bosatt i kommuner med sterk økning i arbeidsledigheten fra 2014 til 2015 og omfatter 15 prosent av befolkningen. Deretter sammenligner vi utviklingen i sysselsettingen⁸ mellom gruppene. Personer i den eksponerte gruppen hadde et signifikant større fall i sysselsettingen mellom 2013 og 2019 enn personer i den mindre eksponerte gruppen. Figur 3.F viser den relative endringen i sysselsettingsandelene mellom de to gruppene fra gjennomsnittet i årene før oljeprisfallet. De negative tallene viser at de personene som var eksponert for størst økning i arbeidsledighet under oljeprisfallet, hadde en større nedgang i sysselsettingen i årene

Figur 3.F Relativ sysselsettingsutvikling etter oljeprisfallet

Differanse i sysselsettingsutvikling mellom eksponert og lite eksponert gruppe. Prosentenheter



Kilde: Norges Bank

6 Yagan, Danny «Employment Hysteresis from the Great Recession» Journal of Political Economy, Vol 127, nr. 5, oktober 2019

7 Analysen vil bli dokumentert i et kommende Staff memo av Sigurd Mølster Galaasen og Nicolai Ellingsen.

8 Personer med årlig inntekt over grunnbeløpet regnes som sysselsatt.

etter.⁹ Forskjellen er statistisk signifikant for alle årene og effekten er i samme størrelsesorden som Yagan (2019) finner for USA.

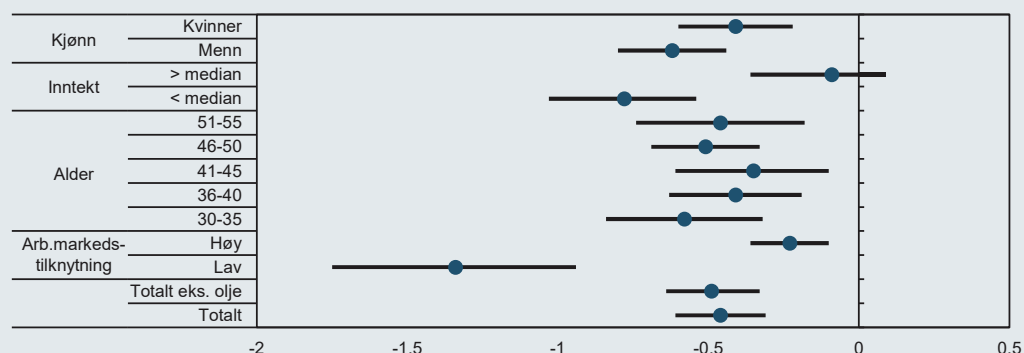
Vi finner også at blant dem som ble eksponert for en økning i arbeidsledigheten mellom 2014 og 2015, er det en klar sammenheng mellom størrelsen på økningen i arbeidsledigheten og størrelsen på fallet i sysselsettingen fra 2014 til 2019. Resultatene er sterkest for personer med lavere inntekt enn medianinntekten og for dem med lav arbeidsmarkedstilknytning i 2013, se figur 3.G. Vi finner også at sammenhengene ikke svekkes når vi ekskluderer personer som jobbet i oljerelaterte næringer i 2013.

Det er knyttet stor usikkerhet til de mulige langvarige virkninger på arbeidsmarkedet av koronapandemien. I denne rapporten legger vi til grunn at sysselsettingsandelen vil være om lag ½ prosentenheter lavere ved utgangen av prognoseperioden enn vi la til grunn i marsrapporten, til tross for at kapasitetsutnyttningen er nær et normalt nivå. Dagens nivå på arbeidsledigheten i Norge er langt over nivåene vi så i Rogaland i 2015 og 2016 og kan isolert sett tale for at de langvarige konsekvensene for sysselsettingen kan bli mer negative enn vi har lagt til grunn. Den kraftige oppgangen i arbeidsledigheten blant de unge øker også faren for langvarige konsekvenser for sysselsettingen. På den andre side er en stor andel av de arbeidsledige permitterte og har trolig en tettere tilknytning til en arbeidsplass enn ordinært ledige. Mange permitterte har allerede kommet tilbake i jobb i takt med at den økonomiske aktiviteten har tatt seg opp. Dersom arbeidsledigheten normaliseres raskt, kan det bidra til å redusere sannsynligheten for at arbeidsledige mister ferdigheter eller motivasjonen til å søke jobb.

Risikoen for at det økonomiske tilbakeslaget vi nå opplever får langvarige konsekvenser for sysselsettingen, er trolig større jo dypere og mer langvarig lavkonjunkturen blir. Når varigheten av den økonomiske nedgangen blir tydeligere vil vi ha et bedre grunnlag for å anslå de langsiktige konsekvensene for arbeidsmarkedet.

Figur 3.G Forskjell mellom undergrupper

Sammenheng mellom størrelsen på ledighetsjokket og sysselsettingsutviklingen. Regresjonskoeffisient



Kilde: Norges Bank

⁹ Det kontrollert for personens alder, inntektsnivå og næring ved inngangen til 2014. Resultatene er robuste for ytterligere kontrollvariabler og er ikke drevet av pre-trender i den eksponerte gruppen.

UVANLIG STOR PROGNOSEUSIKKERHET

Norsk økonomi ble brått ført inn i en dyp nedgang som følge av koronapandemien. Situasjonen i norsk økonomi har bedret seg siden rentemøtet i mai, men usikkerheten om den videre utviklingen er fortsatt uvanlig stor. Usikkerheten gjør det mer utfordrende enn vanlig å lage prognoser. Det var noe av bakgrunnen for at vi i den pengepolitiske oppdateringen i mai også illustrerte to alternative scenarier for det videre forløpet for norsk økonomi.

Generelt bruker Norges Bank et bredt sett av informasjon og korttidsmodeller for å forstå nåsituasjonen i økonomien og utviklingen den nærmeste tiden. Den makroøkonomiske modellen NEMO anvendes til å lage prognoser for rente, inflasjon og andre sentrale hovedstørrelser for norsk økonomi for de nærmeste årene. Når økonomien drives av forstyrrelser uten historiske paralleller er det usikkert i hvilken grad det eksisterende modellapparatet er egnet til å kaste lys over nåsituasjonen og til analyse av utviklingen fremover. Siden modeller er forenklinger og bygger på en rekke antakelser med varierende grad av realisme, er skjønnsmessige vurderinger viktig. Det gjelder særlig i perioder med uvanlig stor usikkerhet.

I den første fasen av koronapandemien, med innføring av omfattende smitteverntiltak og nedstenging av økonomien, var det stor usikkerhet knyttet til hvor stort fallet i aktiviteten ville bli. Makroøkonomiske nøkkeltall publiseres gjerne med et betydelig tids- etterslep og er derfor lite egnet til å gi et oppdatert bilde av økonomien i perioder med brå omslag. Informasjonen fra bedriftene i vårt regionale nettverk er spesielt verdifull i slike situasjoner. I tillegg har vi hatt stor nytte av nye datakilder som oppdateres hyppig, blant annet daglige tall for bruk av bankkort via BankAxept. Disse tallene ga en tidlig indikasjon på hvordan smitteverntiltakene påvirket privat konsum. Ukentlige tall for arbeidsledighet og permitterte fordelt på ulike næringer fra NAV, har vært avgjørende for å forstå utviklingen i arbeidsmarkedet. Utviklingen i finansielle variable og ulike tekstbaserte indikatorer som kan observeres på daglig basis, har gitt oss en bedre forståelse av den usikkerheten vi står ovenfor. Med utgangspunkt i det utvidede informasjonsgrunnlaget har vi utviklet nye korttidsmodeller for BNP som bedre fanger opp endringer i aktivitetsnivået. Samlet bidro nye datakilder og modeller til at vi etter hvert fikk et ganske klart bilde av nedgangen i norsk økonomi. De samme datakildene og modellene tyder nå på at deler av fallet er reversert og at aktiviteten har økt raskere enn vi ventet.

Figur 3.H viser modellbaserte prognoser for veksten i BNP for Fastlands-Norge for andre kvartal i år. Oransje linje viser anslag basert på vårt system for sammenveining av korttidsmodeller (SAM). Blå linje, med tilhørende intervall som representerer usikkerheten, viser anslag basert på et sett nyutviklede korttidsmodeller som tar i bruk høyfrekvent informasjon. De nye modellene fanger godt opp det sterke fallet i BNP-veksten, men det er usikkert hvor godt de vil gjøre det i mer normale konjunktursituasjoner.

Norsk økonomi er nå i en fase med gradvis avvikling av myndighetstiltak og en viss normalisering. I denne fasen er en god forståelse av underliggende drivkrefter spesielt viktig for å kunne anslå det videre forløpet for økonomien. Fordi det generelt ikke er mulig å observere de underliggende drivkreftene, må disse anslås indirekte basert på

både observerbare størrelser og antatte sammenhenger i økonomien. Slike anslag er beheftet med usikkerhet.

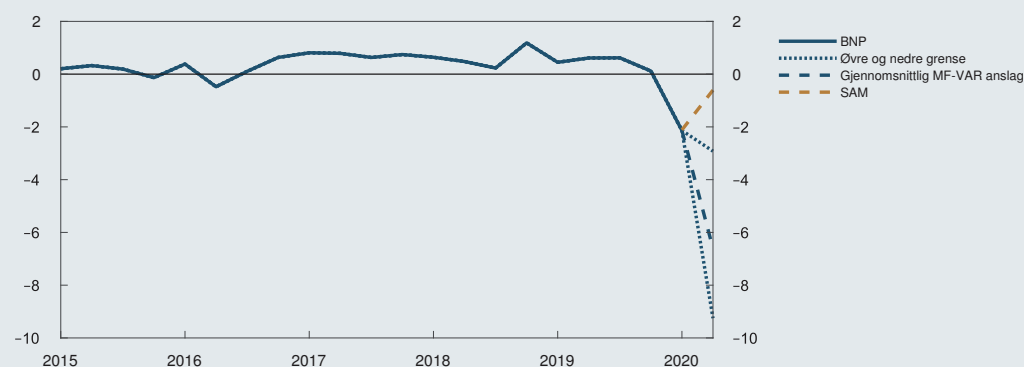
I makroøkonomiske modeller drives utviklingen i økonomien av et stort antall forstyrrelser eller «sjokk». Forstyrrelsene knyttet til pandemien kan grovt sett grupperes som enten tilbuds- eller etterspørselssjokk. På den ene siden påvirker virussituasjonen arbeidstilbudet ved at folk blir syke, unngår arbeidssituasjoner som gir smitteeksponering eller er hjemme i karantene. Produktiviteten kan bli redusert når mange arbeidstakere jobber hjemmefra. Virksomheter blir pålagt å stenge og forsyningslinjer kan bli brutt. På den andre siden kan husholdninger redusere etterspørselen etter varer og tjenester som involverer smittefare, enten fordi de selv velger det eller som følge av pålagte smitteverntiltak. Videre vil det kraftige fallet i aktiviteten hos våre handelspartnere føre til lavere etterspørsel etter varer og tjenester fra norske eksportbedrifter.

NEMO inneholder ikke innebygde vekselvirkninger mellom koronapandemien og økonomisk aktivitet. Pandemien oversettes derfor til forstyrrelser som inngår i modellen. Det blir derfor viktig å avgjøre i hvilken utstrekning epidemien bør tolkes i termer av tilbuds- eller etterspørselssjokk. I praksis er det krevende å gjøre et skarpt skille. Utviklingen til nå tyder på at koronapandemien hovedsakelig kan tolkes som et negativt etterspørselssjokk.

Usikkerheten knyttet til den videre økonomiske utviklingen er vesentlig større enn normalt. Det skyldes to forhold. For det første er det en tendens til at usikkerheten fremover øker når økonomien blir utsatt for store negative forstyrrelser. For det andre er utviklingen i koronapandemien i seg selv forbundet med stor usikkerhet, både av medisinsk og økonomisk art. Vanligvis illustrerer vi usikkerheten som knytter seg til anslagene ved hjelp av usikkerhetsvifter basert på historiske prognosefeil eller estimerte sjokk i NEMO. Viftene oppsummerer usikkerheten rundt mer normale konjunktursykler. I dagens situasjon har vi færre holdepunkter for å tallfeste usikkerheten. Vi har derfor inntil videre valgt å presentere et hovedbilde uten usikkerhetsbånd.

Figur 3.H Prognoser fra nytt, foreløpig system for korttidsmodeller og SAM

BNP for Fastlands-Norge. Kvartalsvekst. Sesongjustert. Prosent



Kilder: Dagens Næringsliv, NAV, Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

MODELLTEKNISK TOLKNING AV NY INFORMASJON

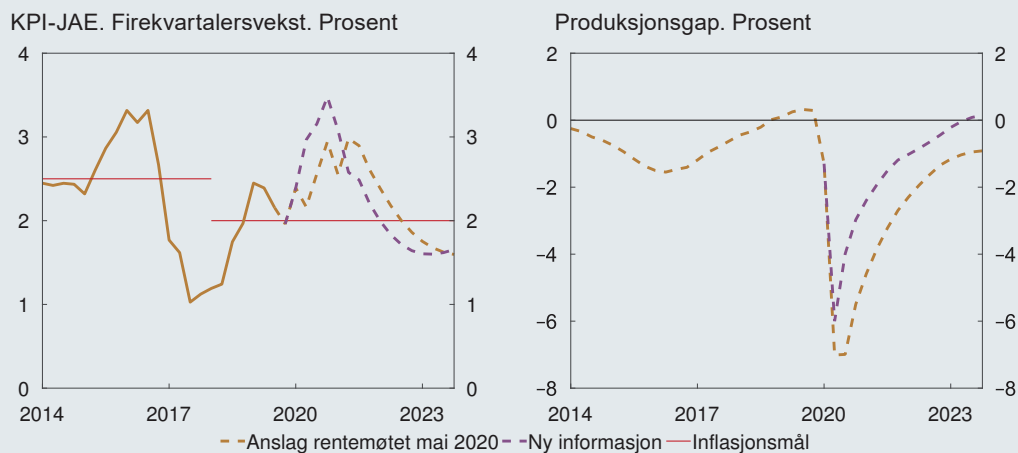
For å vurdere hvordan ny informasjon og nye vurderinger påvirker utsiktene for inflasjon og kapasitetsutnyttning, gjør vi en modelløvelse der det forutsettes at renten blir liggende fast på null, slik vi også gjorde i den pengepolitiske oppdateringen i mai. Vi bruker Norges Banks makroøkonomiske modell NEMO¹ og tar utgangspunkt i våre oppdaterte anslag for inneværende og neste kvartal. Enkelte størrelser anslår vi utenfor modellen for hele prognosehorisonten. Det gjelder importvekst, inflasjon og renter hos handelspartnerne, samt oljepris og pengemarkedspåslag, og offentlig etterspørsel og oljeinvesteringer her hjemme.

Modelløvelsen tilsier at prisstigningen målt med KPI-JAE blir høyere på kort sikt og lite endret lenger frem, sammenlignet med oppdateringen i mai, se figur 3.1. Oppgangen på kort sikt kan i hovedsak forklares av høyere prisvekst på importerte varer. Det må blant annet ses i sammenheng med kronesvekkelsen gjennom vinteren og våren og at denne fikk raskere gjennomslag enn vi så for oss i mai. En sterkere krone enn ventet bidrar til lavere prisstigning lenger frem. Høyere oljepris og mindre usikkerhet i internasjonale finansmarkeder har trolig bidratt til å styrke kronen. Utsikter til høyere lønnsvekst bidrar til sterkere vekst i priser mot slutten av prognosehorisonten.

Aktiviteten i norsk økonomi har tatt seg opp igjen utover våren. Vi vurderer at kapasitetsutnyttningen er høyere enn tidligere antatt, se figur 3.1. Det skyldes i hovedsak at vi har oppjustert korttidsanslagene. Smitten i befolkningen har avtatt og myndighetene har gradvis lettet på tiltakene. Arbeidsledigheten har falt fra de svært høye nivåene i mars og april. Husholdningenes konsum og boligprisene har tatt seg raskere opp enn ventet. Høyere oljeinvesteringer og økt offentlig etterspørsel bidrar isolert sett til en raskere gjeninnhentning.

Den nye informasjonen trekker samlet sett i retning av en høyere rentebane.

Figur 3.1 Anslag betinget på ny informasjon om den økonomiske utviklingen og den tekniske forutsetningen for styringsrenten fra rentemøtet i mai 2020



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

1 NEMO er beskrevet i Kravik, E.M. og Y. Mimir (2019) «Navigating with NEMO». Staff memo 5/19. Norges Bank.

4 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. Motsyklisk kapitalbuffer ble satt ned fra 2,5 til 1,0 prosent fra og med 13. mars etter råd fra Norges Bank. Det hadde sammenheng med utbruddet av koronaviruset og tiltakene for å begrense spredningen som har ført til et kraftig fall i aktiviteten i norsk økonomi. Lavere bufferkrav reduserer risikoen for en strammere utlånspraksis som kan forsterke tilbakeslaget.

Norske banker er solide. Bankenes utlånstap økte i første kvartal. Fremover er det betydelig usikkerhet om utviklingen i bankenes tap, men våre beregninger tyder på at bankene kan håndtere tapene og samtidig opprettholde kreditttilbudet. Foretak og husholdninger synes å ha god tilgang på kreditt. Skulle økte tap i banksystemet føre til klart redusert tilgang på kreditt, vil det kunne bli aktuelt å redusere kravet til motsyklisk kapitalbuffer ytterligere. Skulle finansielle ubalanser igjen bygge seg opp, blant annet som følge av vedvarende lave renter, vil det kunne bli aktuelt å øke kravet. Komiteen forventer ikke å gi råd om å øke bufferkravet igjen før tidligst i første kvartal 2021.

4.1 Finansielle ubalanser og tilgang på kreditt

Koronapandemien har ført til et kraftig tilbakeslag for norsk økonomi. Før reduksjonen av bufferen var kravet satt til 2,5 prosent med bakgrunn i at finansielle ubalanser hadde bygd seg opp over lengre tid, i første rekke i kreditt- og eiendomsmarkedet. De siste årene har gjeldsveksten avtatt, og boligprisene har vokst moderat. Mot slutten av fjoråret var vår vurdering at finansielle ubalanser ikke lenger bygde seg opp, og at det var enkelte tegn til at de avtok. Utviklingen i gjeld og eiendomspriser så langt i år har ikke endret denne vurderingen.¹

Foretak og husholdninger synes å ha god tilgang på kreditt

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. Gjeldsnivået i den norske foretakssektoren skiller seg ikke ut fra nivået i andre europeiske land.²

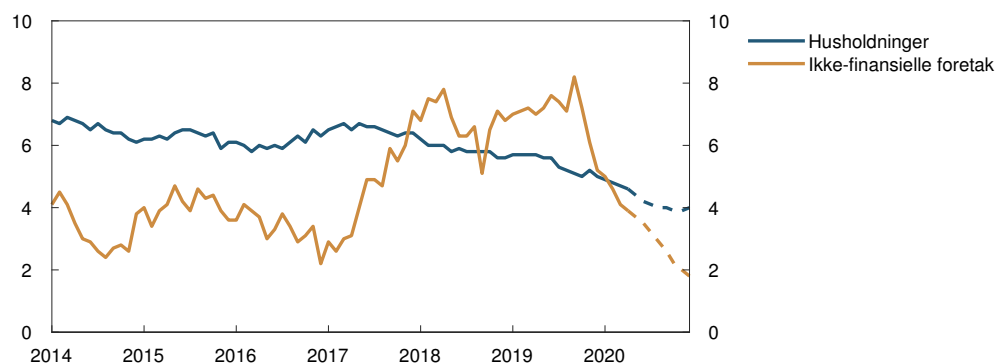
Veksten i foretakenes innenlandske kreditt tiltok gjennom 2017 i takt med sterk vekst i foretaksinvesteringer, men har falt markert det siste halve året, se figur 4.1. I april falt tolv månedersveksten noe videre til 3,9 prosent, ned fra 4,1 prosent i mars. Det var som anslått i mairapporten. Myndighetenes tiltak bidrar til å holde både tilgangen til og etterspørselen etter kreditt oppe. I obligasjonsmarkedet økte risikopåslagene markert

¹ Enkelte av indikatorene vi normalt vurderer, stiger nå som følge av lavere verdiskaping. Deler av denne økningen vil være midlertidig. Når verdiskapingen er tilbake på et normalt nivå vil indikatorene falle tilbake. Kortsiktige, midlertidige endringer i indikatorene gir lite grunnlag for å endre vurderingen av finansielle ubalanser. En fullstendig oversikt med oppdaterte indikatorer finnes på Norges Banks nettsider.

² Se Hjelseth, I. og H. Solheim (2020) «Har norske foretak høy gjeld sammenliknet med nivået i andre land?». Innlegg publisert på *Bankplassen blogg* 6. mars 2020.

Figur 4.1 Kredittveksten avtar

Fastlands-Norge. Tolvmånedersvekst i transaksjoner. Prosent



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

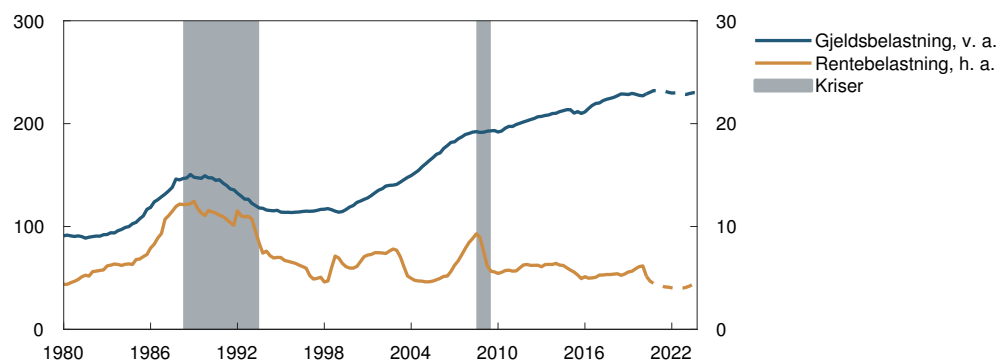
i mars, og det var få utstedelser. Siden april har imidlertid utstedelsesvolumene tatt seg opp. Risikopåslagene har avtatt siden mars, men er fortsatt på nokså høye nivåer, se også kapittel 2.

Vi venter at foretakenes kredittvekst avtar videre den nærmeste tiden. Det skyldes blant annet lavere lånebehov som følge av redusert nivå på foretaksinvesteringene.³ Nedgangen i kredittveksten dempes av at flere foretak opplever et økt likviditetsbehov. Det øker blant annet bruk av avdragsutsettelse og de statlige låneordningene.

Husholdningenes gjeldsbelastning, det vil si gjeld i forhold til disponibel inntekt, er på et høyt nivå, se figur 4.2. Tilbakeslaget i økonomien vil øke gjeldsbelastningen som følge av svakere vekst i disponibel inntekt i år. Det gjør husholdningene mer sårbare. Mange husholdninger har mulighet til å utsette avdrag, tære på finansielle buffere eller stramme inn på konsumet. Den siste tiden har bruken av avdragsfrihet økt. Utlånsrentene er satt markert ned, slik at rentebelastningen avtar. Det gjør situasjonen lettere for husholdningene. Det demper også faren for at mange husholdninger strammer inn på konsumet samtidig.

Figur 4.2 Gjeldsbelastningen ventes å flate ut på et høyt nivå

Prosent



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

3 Se kapittel 3.1 for nærmere omtale av foretaksinvesteringene.

Siden 2017 har husholdningenes kredittvekst avtatt (figur 4.1). Lavere kredittvekst må ses i sammenheng med de foregående renteøkningene og at myndighetene har innført flere tiltak for å begrense gjeldsopptak i sårbare husholdninger de siste årene. I april var tolv månedersveksten i kreditt på 4,6 prosent, ned fra 4,7 prosent i mars. Det var som anslått i mairapporten og er den laveste veksten på nesten 25 år.

Vi venter at kredittveksten avtar noe videre den nærmeste tiden. Det skyldes redusert omsetning i boligmarkedet og fall i konsumet. Nedgangen dempes av økt bruk av avdragsfrihet. På litt lengre sikt ventes kredittveksten å være nokså stabil, se figur 3.6 i kapittel 3.1. Veksten i husholdningenes inntekter ventes å ta seg opp, slik at gjeldsbelastningen flater ut fremover (figur 4.2).

Samlet sett synes kredittverdige foretak og husholdninger å ha god tilgang på kreditt. Det underbygges av at bankene har kapital og likviditet til å opprettholde kreditttilbudet, se kapittel 4.2. I Norges Banks utlånsundersøkelse for første kvartal varslet bankene at de ventet å stramme noe inn på sin kredittpraksis i andre kvartal. De varslede innstrammingerne er imidlertid relativt små sammenlignet med tidligere tilbakeslag.

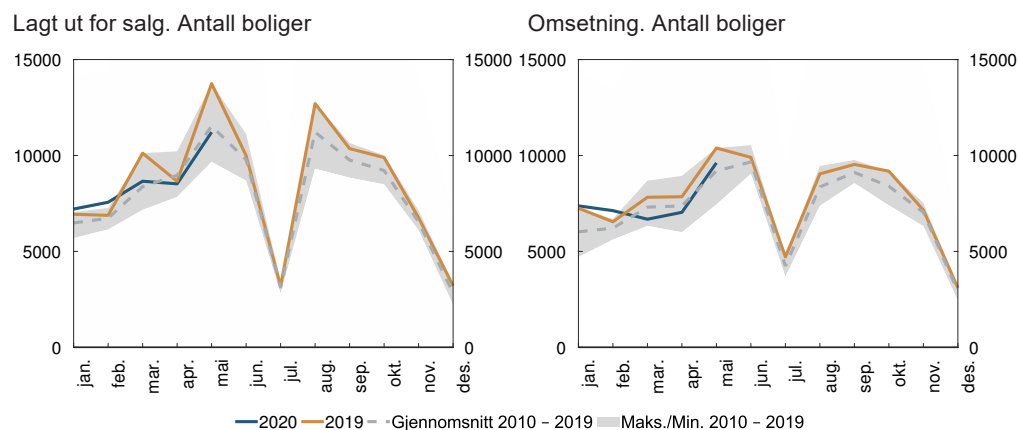
Boligmarkedet synes robust, og næringseiendomsprisene avtar

Velfungerende eiendomsmarkeder er viktig for husholdningers og foretaks tilgang på kreditt. Det skyldes at husholdningenes gjeld er dominert av lån med pant i bolig, og at næringseiendom er den største enkeltneringen blant bankenes foretakslån.

Boligprisene er fortsatt på et høyt nivå etter å ha vokst mer enn husholdningenes inntekter over lang tid. Det innebærer en sårbarhet i det finansielle systemet. Siden høsten 2017 har prisveksten vært moderat og lavere enn veksten i husholdningenes inntekter. Det har bidratt til å redusere sårbarheten.

Siden smitteverntiltakene ble satt inn, har aktiviteten i boligmarkedet avtatt. Etter 12. mars falt omsetningen i boligmarkedet markert, men tok seg opp igjen i april, se figur 4.3. Antall boliger lagt ut for salg falt mindre i samme periode. I mai ble det lagt ut betydelig færre enheter for salg enn på samme tid i fjor, mens omsetningen var nokså nær fjoråret. Det førte til at antallet usolgte bruktboliger i mai var lavere enn i fjor, etter å ha økt det siste året.

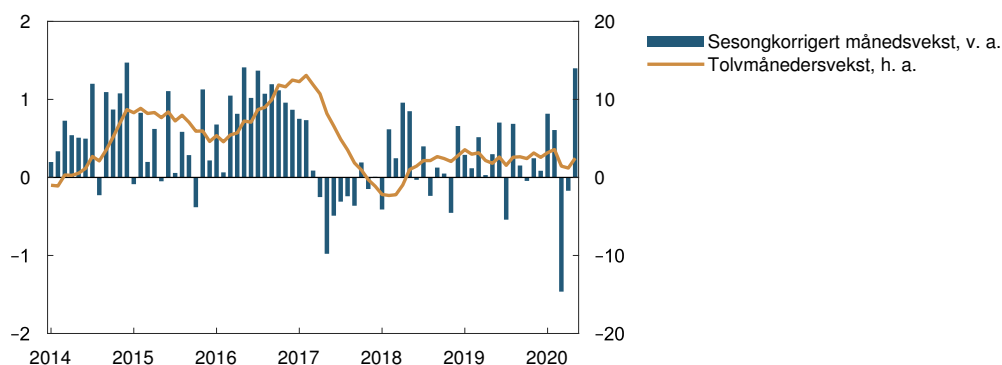
Figur 4.3 Noe lavere aktivitet i bruktboligmarkedet



Kilder: Eiendom Norge, Eiendomsverdi og Finn.no

Figur 4.4 Boligprisene falt i mars, men hentet seg inn i mai

Prosent



Kilder: Eiendom Norge, Eiendomsverdi og Finn.no

Salget av nye boliger har falt vesentlig mer enn salget av bruktboliger. Samtidig har antall nye boliger som legges ut for salg falt mer, slik at beholdningen av usolgte nye boliger har avtatt noe. De siste ukene er det indikasjoner på at nyboligsalget har tatt seg opp igjen mot mer normale nivåer. Fallet i nyboligsalget ventes imidlertid å bidra til redusert boligbygging fremover, se kapittel 3.1.

Utviklingen i boligmarkedet tyder ikke på at vi vil få et prisfall som vil gi ytterligere innstramming i husholdningenes konsum og økte tap i bankene. Boligprisene falt betydelig i mars og litt i april, men det meste av fallet ble hentet inn i mai, se figur 4.4. Den raske bedringen i boligmarkedet tyder på at markert lavere utlånsrenter har hatt effekt, og markedet synes å være i nokså god balanse på tross av den ekstraordinære situasjonen. Fremover venter vi moderat boligprisvekst, se nærmere omtale i kapittel 3.1.

Høye næringseiendomspriser er en av de viktigste sårbarhetene i det finansielle systemet. Innen denne næringen er eiere av handels- og hotelleiendommer spesielt hardt rammet av tilbakeslaget. For finansiell stabilitet er kontormarkedet særlig viktig siden bankene har betydelige utlån til dette segmentet. En relativt stor andel av kontormassen ligger i Oslo. Salgsprisene for prestisjelokaler i Oslo steg lenge og er på et høyt nivå. Det siste halvannet året har veksten gradvis avtatt, se figur 4.5. I første kvartal falt prisene markert. Salgsprisene beregnes som forholdet mellom leiepris og avkastningskrav (yield). Leieprisene falt med nesten 5 prosent i første kvartal. Samtidig økte avkastningskravet litt.

Leieprisene for hele Oslo sett under ett er lite endret så langt. Våre analyser indikerer at leieprisene i kontorleiemarkedet i hele Oslo utvikler seg i tråd med realøkonomiske forhold.⁴ Det tilsier at leieprisene skal falle noe fremover.

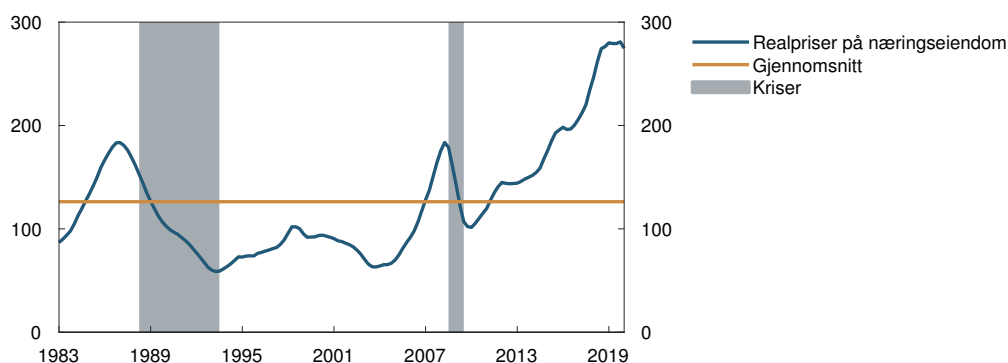
4.2 Bankene

Uroen i finansmarkedene utløst av koronaviruset har avtatt ytterligere siden rentemøtet i mai. Risikopåslagene på bankenes markedsfinansiering er fortsatt noe høyere enn før uroen startet, se kapittel 2. Finansieringsforholdene har betydning for kredittilbudet overfor husholdninger og foretak. Bankene har utstedt lite senior obligasjonsgjeld til markedet siden uroen startet, og de har hovedsakelig utstedt obligasjoner med

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

Figur 4.5 Næringseiendomsprisene faller

Indeks. 1998 = 100



Kilder: CBRE, Dagens Næringsliv, OPAK, Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

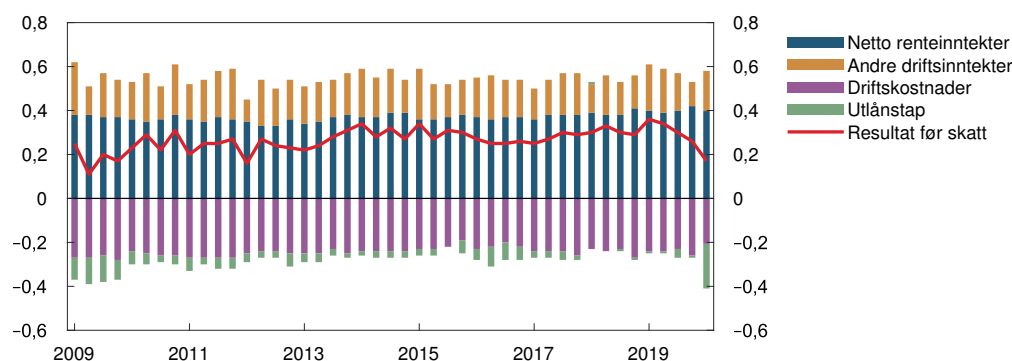
fortrinnsrett (OMF) til egen likviditetsportefølje. Bankene har god likviditet og god tilgang på markedsfinansiering.

Bankenes lønnsomhet er redusert. Lav inntjening kan føre til at bankene velger å redusere utlånsveksten for å sikre at kapitaldekningskravet etterleveres. I første kvartal falt lønnsomheten betydelig, særlig som følge av økte utlånstap, se figur 4.6. Annualisert var utlånstapene omtrent 1 prosent av utlån, rundt fem ganger høyere enn gjennomsnittet de siste 20 årene. Økte avsetninger for forventet tap på utlån til næringer som er rammet av koronapandemien og oljeprisfallet trakk tapene opp, og det var særlig økte tap på utlån til foretak innen oljeservice. Utlån til næringer som er direkte rammet av smitteverntiltak, utgjør en liten andel av bankenes samlede utlån. Lavere driftskostnader i bankene dempet reduksjonen i lønnsomheten i første kvartal.

De store norske bankene er solide.⁵ Kapitaldekningen i de store bankene ligger fremdeles over kapitalmålene og godt over kapitalkravene, se figur 4.7. Reduksjonen i motsyklisk kapitalbuffer har bidratt til dette. I løpet av første kvartal ble de store bankenes rene kjernekapitaldekning redusert med omtrent en halv prosentenheter. Det skyldes redusert lønnsomhet, fortsatt utlånsvekst, økt motpartsrisiko som følge av økt markedsvolatilitet,

Figur 4.6 Økte utlånstap i bankene, men inntjeningsfall dempes av lave driftskostnader

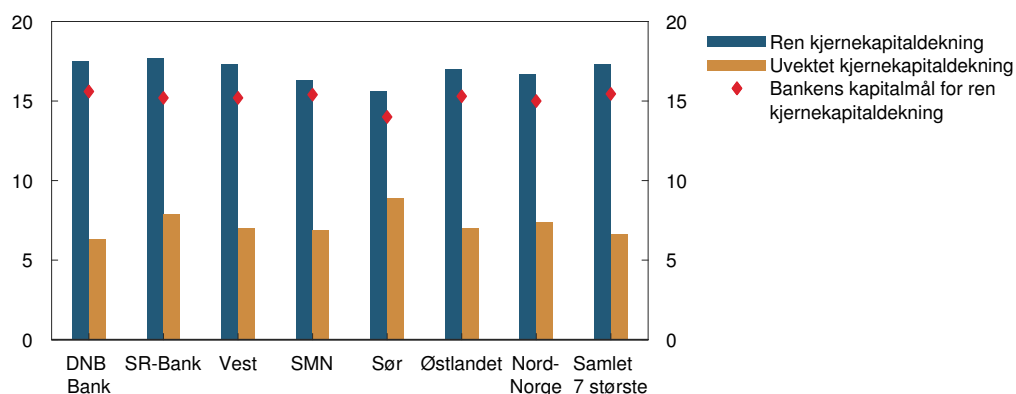
Største norskeide bankkonsern. Prosent av gjennomsnittlig forvaltningskapital



Kilder: Bankkonsernernes kvartalsrapporter og Norges Bank

⁵ Se nærmere omtale av bankene i kapittel 4, *Pengepolitisk oppdatering* mai 2020.

Figur 4.7 Bankenes kapitaldekning ligger over kapitalmålene
Største norskeide bankkonsern. Prosent



Kilder: Bankkonsernernes kvartalsrapporter og Norges Bank

og en svakere krone. En rekke myndigheter og europeiske institusjoner har anbefalt at bankene ikke bør utbetale utbytte i dagens situasjon.⁶ Dette har medført reduserte og utsatte utbyttebetalinger i bankene.

Bankenes uvektede kjernekapitaldekning gikk ned med 0,7 prosentenheter for de store norske bankene i løpet av første kvartal. Nedgangen er relativt sett kraftigere enn for ren kjernekapitaldekning og reduserer bankenes margin til kravet til uvektet kjernekapitaldekning, som er på 6 prosent for DNB og 5 prosent for øvrige banker (figur 4.7). Nedgangen i uvektet kjernekapitaldekning skyldes delvis at sentralbankene har tilført banksystemet mye likviditet under det pågående tilbakeslaget. Det innebærer at bankene både har økte lån og økte innskudd i sentralbankene. Økte sentralbankinnskudd reduserer uvektet kjernekapitaldekning, men denne reduksjonen er i seg selv ikke et tegn på at bankene har blitt mindre solide.

Våre beregninger tyder på at reduksjonen av motsyklisk kapitalbuffer til 1 prosent har bidratt til at bankene kan tåle tap på over 2 prosent av utlån i 2020 og samtidig opprettholde kredittilbudet, selv i et tilfelle med betydelig inntektsfall.⁷ Vi ventet at bankenes utlånstap i 2020 vil ligge under dette nivået. Enkelte banker i det norske markedet hadde særlig høye utlånstapsandeler i første kvartal. Dersom dette fortsetter, kan det ha betydning for enkeltbankers evne til å yte kreditt.

Det er betydelig usikkerhet knyttet til utsiktene for videre utlånstap. Svekkede økonomiske utsikter kan gi høyere utlånstap enn forventet. Bankenes utlånstap påvirkes av endringer i forventet utvikling for foretak og husholdninger. Hvor lenge koronapandemien varer og den videre utviklingen i oljeprisen er av vesentlig betydning. På kort sikt er utfordringene størst i oljeservicenæringen, hvor bankene tok økte utlånstap i første kvartal. Flere foretak i næringen har utfordringer med høy gjeld og svak inntjening, og dette har blitt forsterket av oljeprisfallet.⁸

⁶ I Norge har Finansdepartementet, Finanstilsynet og Norges Bank anmodet bankene om å utsette utbyttebetalinger og ta hensyn til den ekstraordinære situasjonen landet er i. I EU har blant annet Den europeiske banktilsynsmyndigheten (EBA) og Den europeiske sentralbanken (ECB) anbefalt at utbyttebetalinger utsettes. 8. juni publiserte Det europeiske systemrisikorådet (ESRB) en anbefaling om at en rekke finansforetak, inkludert banker, bør avstå fra utbyttebetalinger, se ESRB Recommendation 2020/7.

⁷ Vi antar i beregningen at resultat før tap og skatt faller med 30 prosent sammenlignet med 2019, og at beregningsgrunnlaget øker med 5 prosent, det vil si at bankene har utlånsvest på om lag 5 prosent dersom risikovektene holder seg konstante. Med disse antagelsene får alle de syv største norske bankene en margin mot forventet samlet kapitalkrav som ligger på over 0,5 prosentenheter. En implisitt konsekvens av disse antagelsene er at økningen i beregningsgrunnlag i første kvartal som følge av økt markedsuro, deriblant økt motpartsrisiko og valutasvekkelse, anses som forbigående.

⁸ Se Hjelseth, I. (2020) «Nye tap på utlån til oljeleverandørnæringen». Innlegg publisert på *Bankplassen* blogg 7. mai 2020.

Dersom den økonomiske nedgangen varer ved, er tapsrisikoen særlig knyttet til nærings- eiendom. Utlån til nærings- eiendom utgjør om lag 40 prosent av bankenes utlån til norske foretak, og historisk sett er nærings- eiendom den næringen som har påført bankene størst tap i kriser. Som følge av vekst i leieprisene i kontormarkedet i Oslo de siste årene, er avtalte leiepriser på kontrakter i hovedsak inngått på lavere nivåer enn dagens markeds- leie. Det begrenser risikoen for utlånstap selv om leieprisene faller. I tillegg har egen- kapitalandelen i nærings- eiendomsforetakene økt de siste årene. Bankene ventes derfor ikke å ha store tap til næringen i år og neste år, se nærmere omtale i ramme på side 50.

HVOR HARDT BLIR BANKENES UTLÅN TIL NÆRINGSEIENDOM RAMMET AV TILBAKESLAGET?

Lån til næringsseidom utgjør om lag 40 prosent av bankenes utlån til norske foretak. I gode tider har slike lån normalt svært lave tap. Lånene er sikret med pant, og foretakene har i hovedsak en fast inntektsstrøm fra langsiktige leiekontrakter. Ved kraftige tilbakeslag har imidlertid næringsseidom ofte vært utsatt. Lån til næringsseidom var en viktig kilde til tap under den norske bankkrisen tidlig på 1990-tallet og i flere land etter finanskrisen.

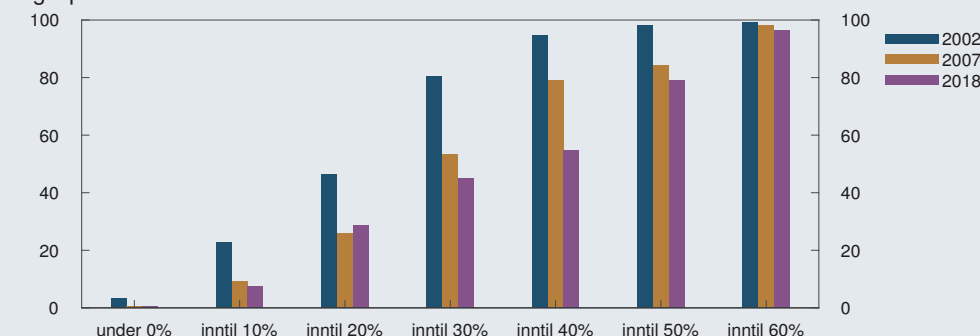
Flere myndigheter har de siste årene tatt til orde for strenge krav til bankenes utlån til næringsseidomsforetak. Finanstilsynet har pekt på risikoen ved å ha en stor andel av utlånsporteføljen i næringsseidom, og har ved høy andel stilt kapitalkrav i pilar 2. Norges Bank fremhevet i rapporten *Finansiell stabilitet 2018* at bankene bør legge betydelig vekt på tapserfaringer fra kriser når de beregner risikovekter på næringsseidomslån. Finansdepartementet har varslet om et midlertidig minstekrav for gjennomsnittlig risikovekter på næringsseidomslån fra utgangen av 2020. Den svenske Finansinspektionen strammet tidligere i år inn kapitalkravet på lån til næringsseidom. Det gjaldt også for lån fra filialer av svenske banker i det norske markedet.

Norske banker har en betydelig del av sine utlån innen næringsseidom til kontormarkedet, som så langt ikke har blitt hardt rammet av tilbakeslaget. En relativt stor andel av kontormassen ligger i Oslo. Leieprisene på kontor i Oslo har steget de seneste årene. Det gjør at avtalte leiepriser på eksisterende kontrakter er lavere enn dagens markedsleie. Leieprisene kan derfor falle noe før næringsseidomsforetakenes kontantstrøm svekkes. Det begrenser risikoen for utlånstap.

Ifølge Unions Bankundersøkelse har bankene strammet inn på kravet til egenkapitalandel for utlån med pant i kontorbygg sentralt i Oslo de siste ti årene. Siste tilgjengelige regnskapstall for 2018 viser at næringsseidomsselskapene har styrket sin egenkapitalandel i samme periode. En mindre andel av gjelden holdes nå av foretak med lavere egenkapitalandel, se figur 4.A.

Det er stor usikkerhet knyttet til hvordan tilbakeslaget i økonomien vil påvirke prisene på næringsseidom på sikt. Skulle nedgangskonjunktoren være lenger enn forventet, kan prisetallet bli betydelig, og det kan komme store tap i bankene. Store næringsseidomsselskaper som verdsetter eiendom til virkelig verdi i regnskapet, kan være spesielt utsatt for å måtte skrive ned egenkapitalen dersom prisene faller. De fleste av disse selskapene hadde ved inngangen til 2020 høy egenkapitalandel, og mange vil kunne tåle et fall i markedsverdi på over 30 prosent før egenkapitalen blir negativ. Med en økonomisk utvikling i tråd med det som er lagt til grunn i denne rapporten, tilsier utviklingen i leiepriser og egenkapitalandel at bankene ikke vil ha store tap på lån til næringsseidom i 2020 og 2021.

Figur 4.A En mindre andel av gjelden holdes av næringsseidomsforetak med lav egenkapitalandel
Andel av bank- og obligasjonsgjeld som holdes av næringsseidomsforetak med egenkapitalandel som angitt på x-aksen. Prosent



Kilde: Norges Bank

Vedlegg

Tabeller med detaljerte anslag

Tabell 1 Internasjonale anslag

Endring i anslag fra Pengepolitisk oppdatering mai 2020 i parentes	Prosentvis endring fra foregående år				
	2019	2020	2021	2022	2023
BNP					
USA	2,3 (0)	-5,6 (0,4)	4,1 (-0,5)	3 (0,2)	2,6 (0,5)
Euroområdet	1,2 (0)	-8,9 (0)	5,1 (0,3)	3,3 (0,4)	2,6 (0,6)
Storbritannia	1,4 (0)	-10,2 (-3,2)	6,2 (1,7)	3,5 (1,1)	3 (1,1)
Sverige	1,2 (-0,1)	-4,7 (1,3)	4,1 (-0,7)	3,1 (0,4)	2,4 (0,5)
Kina	6,1 (-0,2)	1 (0)	6,6 (0)	5,8 (0,6)	6,8 (-1,3)
Norges handelspartnere ¹	1,9 (-0,1)	-6,8 (-0,1)	5,1 (0,2)	3,5 (0,5)	3,1 (0,4)
Priser					
Underliggende prisvekst ²	1,4 (0)	1 (-0,2)	0,9 (-0,1)	1,2 (-0,3)	1,7 (0)
Priser på konsumvarer Norge importerer ³	1,7 (0)	0,9 (0,2)	0,3 (0,1)	0,6 (0)	0,7 (0)

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

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

3 Målt i utenlandsk valuta. Inkludert vridningseffekter.

Kilder: Refinitiv Datastream og Norges Bank

Tabell 2a Konsumpriser. Tolvmånedersvekst. Prosent

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

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

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

	2019		2020	
	4. kv.	1. kv.	2. kv.	3. kv.
Faktisk	0,1	-2,1		
Anslag Pengepolitisk oppdatering mai 2020			-1,9	-7,4
Anslag PPR 2/20			-6,1	5,0

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

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

	2020						
	mar	apr	mai	jun	jul	aug	sep
Faktisk	-6,9	-4,7					
Anslag PPR 2/20			3,5	2,8	1,0	1,0	0,9

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

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

	2020						
	mar	apr	mai	jun	jul	aug	sep
Faktisk	10,6	9,5	6,4				
Anslag PPR 2/20				5,0	4,6	4,2	4,0

Kilder: NAV og Norges Bank

Tabell 3 Anslag på makroøkonomiske hovedstørrelser

Endring i anslag fra Pengepolitisk oppdatering mai 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	1,6 (0,4)	3,3 (-0,1)	2,0 (-0,5)	1,7 (-0,2)
KPI-JAE		2,2	3,0 (0,5)	2,6 (-0,2)	1,8 (-0,3)	1,6 (-0,1)
Årslønn		3,5	1,9 (0,1)	2,0 (0,7)	2,3 (0,6)	2,8 (0,5)
Realøkonomi						
Bruttonasjonalprodukt (BNP)	3549	1,2	-1,7	3,8	2,8	2,0
BNP for Fastlands-Norge	3039	2,4	-3,5 (1,7)	3,7 (0,7)	2,5 (-0,8)	2,0 (-0,2)
Produksjonsgap for Fastlands-Norge (nivå)		0,2	-3,6 (1,6)	-1,8 (1,8)	-0,8 (1,0)	-0,2 (0,8)
Sysselsetting, personer, KNR		1,6	-1,8 (1,3)	0,1 (0,1)	1,9 (-0,5)	1,3 (0,0)
Registrert ledighet (rate, nivå)		2,3	5,0 (-1,3)	3,2 (-0,6)	2,8 (-0,3)	2,6 (-0,2)
Etterspørsel						
Etterspørsel fra Fastlands-Norge	3209	2,2	-3,3 (1,9)	4,6 (1,2)	3,3 (0,0)	2,5 (0,0)
- Husholdningenes konsum	1598	1,6	-5,2 (2,5)	6,3 (1,4)	4,3 (-0,1)	3,1 (0,2)
- Foretaksinvesteringer	335	5,6	-14,3 (1,5)	-3,9 (1,9)	6,0 (0,4)	4,7 (-0,2)
- Boliginvesteringer	196	-0,9	-9,4 (0,8)	2,2 (4,5)	4,8 (0,7)	3,2 (-1,1)
- Offentlig etterspørsel	1079	2,8	4,0 (1,0)	4,7 (0,1)	1,1 (-0,2)	1,1 (0,0)
Petroleumsinvesteringer	178	12,9	-4,0 (5,0)	-10,0 (4,0)	-5,0 (-1,5)	5,0 (7,0)
Eksport fra Fastlands-Norge	707	5,4	-9,1 (1,5)	4,6 (-1,9)	6,5 (-2,0)	5,4 (-1,1)
Import	1252	5,2	-9,1 (1,8)	5,5 (3,2)	6,3 (1,0)	4,8 (0,7)
Boligpriser og gjeld						
Boligpriser		2,6	2,7 (4,5)	4,0 (5,0)	2,9 (-1,0)	2,2 (-1,7)
Kreditt til husholdningene (K2)		5,0	4,0 (0,5)	4,3 (-0,5)	4,2 (0,1)	4,2 (0,4)
Renter, valutakurs og oljepris						
Styringsrente (nivå)		1,1	0,4 (0,0)	0,0 (0,0)	0,1 (0,1)	0,5 (0,5)
Importveid valutakurs (I-44) (nivå)		107,6	116,1 (-3,7)	114,9 (-6,6)	114,3 (-6,9)	113,5 (-7,6)
Pengemarkedsrente hos handelspartnere (nivå)		0,5	0,0 (-0,1)	-0,1 (0,1)	-0,1 (0,0)	0,0 (0,0)
Oljepris Brent Blend. USD per fat		64,4	39,5 (6,9)	41,7 (6,3)	44,1 (4,7)	46,2 (3,8)
Husholdningenes inntekt og sparing						
Disponibel realinntekt		2,8	0,0	2,0	2,6	2,1
Sparing		7,6	11,1	7,4	5,9	5,1
Sparing utenom aksjeutbytte		3,2	7,1	3,2	1,8	1,0
Finanspolitikken						
Strukturelt, oljekorrigert underskudd som andel av SPU		3,0	4,3	3,8	3,7	3,5

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

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

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

Pengepolitisk rapport 2|20 – juni

