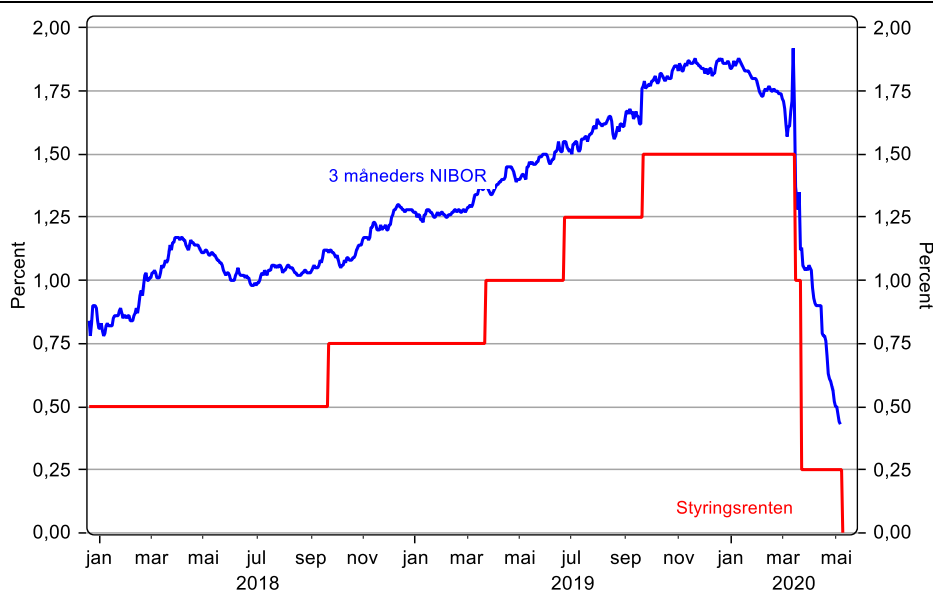


NULLRENTER I NORGE TIL 2024

7. mai 2020

Norges Bank senket i dag styringsrenten til 0%, og varslet at renten mest sannsynlig vil bli liggende på 0% helt frem til 2024. Bakgrunnen for at renten senkes til null er det doble sjokket til norsk økonomi, med både korona og oljeprisfallet. Norges Bank ser for seg et fall i BNP i år på 5,2%, og et fall i oljeinvesteringene på 9% i år, 14% neste år og 2-4% nedgang i 2022 og 2023. Norges Bank ser ikke for seg å kutte renten til negativ, og det mener vi er fornuftig med tanke på de negative erfaringene andre land som har forsøkt seg med negative styringsrenter har hatt. De fleste andre lands sentralbanker har nå stoppet på null, og heller brukt andre likviditetstiltak. Norges Bank bidrar med rikelig tilførsel av likviditet i form av F-lån, både i norske kroner og i USD, og vil fortsette så lenge det er behov for det. Norges Bank har et særlig ansvar for å sikre velfungerende finansmarkeder, og bidra til at banker kan gjøre sin jobb med å tilføre kreditt. Negative styringsrenter vil være å pålegge banker ekstra kostnader, og vil derfor være kontraproduktivt nå.

Den viktige referanserenten 3m NIBOR falt til 0,32% i etterkant av rentekuttet, og vil dermed trolig bidra til en noe lavere utlånsrente fra bankene. Sentralbanken ønsker å unngå et dypere fall i boligprisene enn det de anslår i rapporten. De anslår et fall i boligprisene i år på 1,8% og 1% neste år. Norges Bank håper med rentekuttet å reduseres faren for en selvforsterkende negativ spiral med fallende boligpriser, økte tap i banker og fallende kredittvekst. Norges Bank har nå gjort det de kan for å hjelpe økonomien. Videre støtte må Finanspolitikken stå for, og mer informasjon om støtte derfra får vi i Revidert budsjett den 12. mai. Det er og mulig å redusere det motsykliske bufferkravet for banker fra 1% til 0%, og til å innføre reformer som gjør norsk økonomi mer konkurransedyktig og kan gjøre det lette omstillingen fra olje og over til andre næringer. En enda svakere kronkurs hjelper for eksportsektoren, men for oppstartsselskaper er det norske kostnadsnivået, og mangel på risikovillig kapital, krevende.



Elisabeth Holvik
Sjeføkonom
SpareBank 1 Gruppen

+47 95 12 64 61

elisabeth.holvik@sparebank1.no

www.sparebank1.no

Brå og dyp nedtur i norsk økonomi

I tillegg til at norsk økonomi har vært stengt ned som følge av koronaviruset, så vil oljeinvesteringene bli kraftig redusert fremover som følge av fallet i oljepris og overkapasiteten i oljemarkedet. Norges Bank penger på de følgende faktorer for å forklare den svake veksten i norsk økonomi:

- Nedstenging pga korona
- Lavere oljeinvesteringer
- Lavere etterspørsel etter norsk eksport
- Svak krone vil gi økte importpriser og dempe kjøpekraft
- Bankene vil oppleve økte tap, som gir redusert utlånsvilje
- Lavere lønnsomhet i norske bedrifter vil gi lav lønnsvekst fremover

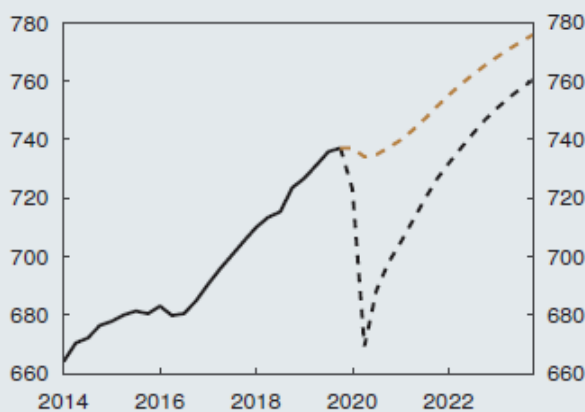
Det er uvanlig stor usikkerhet om utsiktene for norsk økonomi, både med hensyn til hvordan koronapandemien vil utvikle seg, men og hvordan husholdninger og bedrifter vil tilpasse seg en ny virkelighet. Det gjør at Norges Bank i sine anslag også kommer med to alternative scenarier for utviklingen. Skulle det gå dårligere med norsk økonomi vil det kunne gi et fall i BNP i år på rundt 7%, og i et slikt negativt scenario er Norges Bank redd for at ledigheten vil bite seg fast på et høyt nivå.

Som figuren viser så venter Norges Bank at ledigheten vil stige igjen ettersom økonomien normaliseres, men at det vil være en del som ikke kommer tilbake i arbeidslivet av de som blir ledige nå. I og med at ledigheten vil øke betydelig i oljesektoren og i leverandørsektoren, vil mange godt betalte jobber forsvinne fra norsk økonomi fremover. Jo flere av de som i dag jobber i høytlønte næringer som går over i jobber med lavere lønn, eller ender på trygd, vil det over tid ramme statens fremtidige finansieringsbehov, og øke behovet for enten skatteøkning, for å jobbe mer for de som er igjen i arbeidslivet, eller så må det kuttes i velferd.

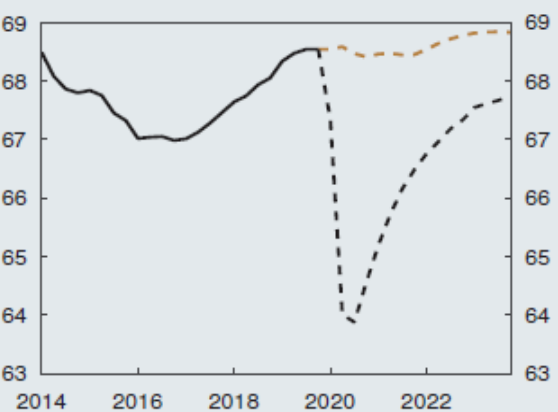
Norges Banks anslag for BNP og sysselsatte. Gul stiplet linje er anslag fra forrige rapport i mars.

Figur F Svake utsikter for norsk økonomi

Kvartalsvis BNP for Fastlands-Norge.
Mrd. kroner



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

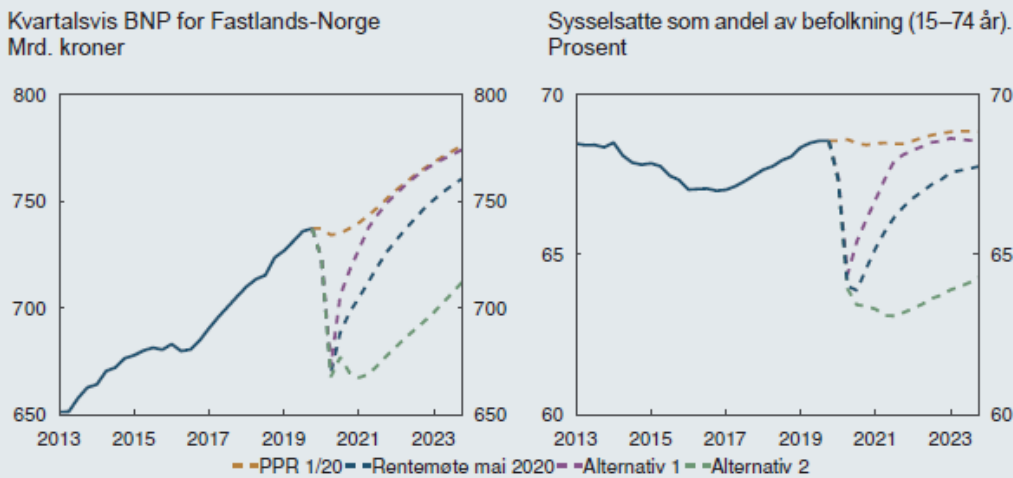


Kilde: SpareBank1, Norges Bank, 7. mai

For å illustrere hvor stor usikkerheten i anslagene er, la Norges Bank frem to alternative scenarier, som illustrert i figurene under. Som figuren viser så kan aktiviteten raskt normaliseres, og da vil en komme nesten tilbake til banen fra forrige rapport i mars. Alternativt vil krisen bli mye mer langvarig, oljeinvesteringene vil bli kuttet med over 50% i perioden 2020-23, og reallønningene vil falle hvert år frem til 2023. I et slikt scenario vil boligprisene falle og spareraten øke og arbeidsledigheten forbli høy i flere år. Selv om Olsen på pressekonferansen ikke ville kategorisk utelukke at renten kan bli satt til negativt, så var han svært tydelig på at det ikke er noe Norges Bank har tro på. Vi holder derfor på vårt syn om at rentebunnen nå er nådd, og at det skal utrolig mye til før Norges Bank vil vurder å kutte renten videre.

Norges Banks alternative anslag for BNP og sysselsatte.

Figur 3.A Betydelig usikkerhet om de økonomiske utsiktene



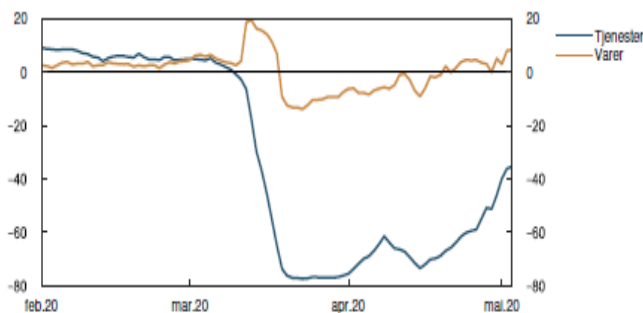
Kilde: SpareBank1, Norges Bank, 7. mai

I tillegg til fall i oljeinvesteringer er det fall i konsum som drar ned veksten mest i anslagene til Norges Bank. Figuren under til venstre viser antall korttransaksjoner etter at regjeringen innførte restriksjoner på sosial aktivitet. Figuren viser så falt omsetning av tjenester kraftig, men også omsetning av varer falt etter den 12. mars.

Fall i konsum og økt sparing – hvor lenge vil disse endringene fortsette?

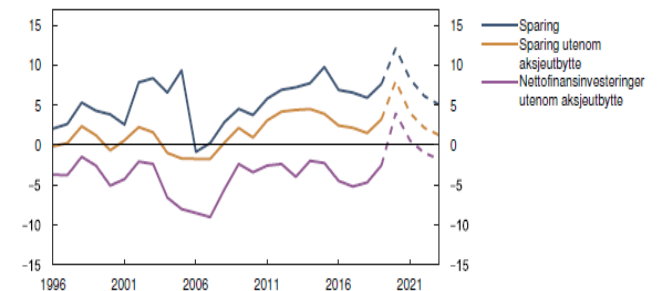
Figur 3.1 Kraftig fall i konsumet

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



Figur 3.4 Smitteverntiltak og stor usikkerhet kan gi høy sparing

Husholdningenes sparing og nettofinansinvesteringer. Andel av disponibel inntekt. Prosent



Kilde: SpareBank1, Norges Bank, 7. mai

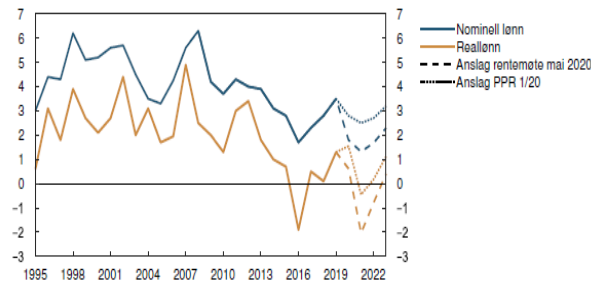
Usikkerheten knytter seg til først og fremst når økonomien kan normaliseres, men også til hvilke varige endringer som vil skje. Vil for eksempel sparingen øke? Utsikter til vedvarende svak omsetning innen turisme, og en planlagt nedgang i oljeinvesteringene kan gjøre at folk flest blir mer usikre på fremtiden og mer forsiktige med å ta opp nye lån. Nullrente vil selvsagt gjøre det fristende for de med høy risikovilje til å låne mer. Problemet er som vi har skrevet om tidligere at konkurranseevnen til norsk økonomi har blitt betydelig svekket de siste tiår, og at det er en betydelig mangel på risikovillig kapital til å gjennomføre den krevende omstillingen vi står overfor. De som har kapital vil kanskje velge tryggere plasseringer i teknologiselskaper og farmasisektoren, heller enn å satse på å bygge industri i Norge, med høyt lønns- og kostnadsnivå, en betydelig forventning om økt skattenivå fremover, og ikke minst summen av hvordan skattesystemet i dag fortsatt favoriserer å investere i høyrisikoprojekter.

Reallønnsnedgang

Høy arbeidsledighet og svak lønnsvekst vil gi lave nominelle lønnstillegg fremover. Når kronkursen svekkes, vil importerte priser stige, og siden om lag 30-40% av KPI indeksen er importerte varer og tjenester, så vil prisveksten stige på kort sikt, som vist i figuren under.

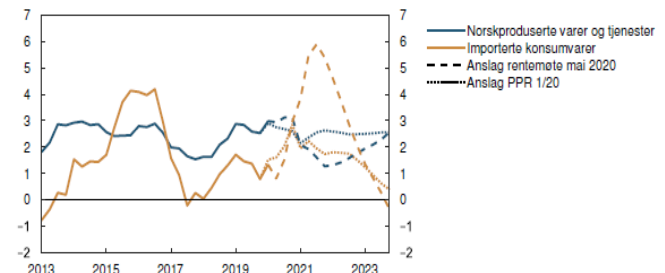
Høy ledighet og lav lønnsvekst. Svak kronkurs vil løfte importprisene på kort sikt

Figur 3.9 Utsikter til lav lønnsvekst
Årlønsvekst. Prosent



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 3.10 Svak krone vil løfte prisveksten på kort sikt
Norskproduserte varer og tjenester og importerte konsumvarer i KPI-JAE. Firekvarterersvekst. Prosent



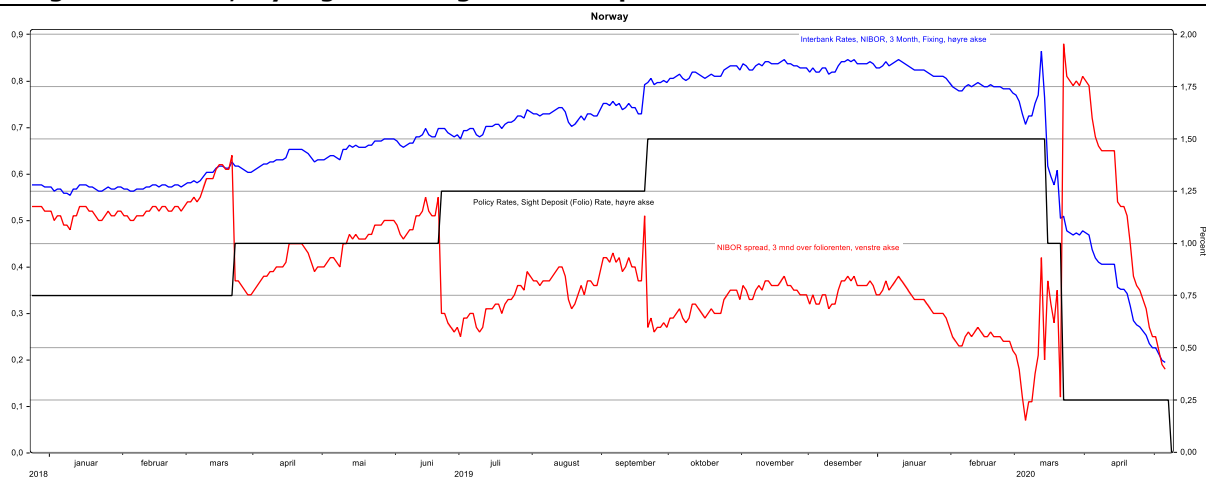
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Kilde: SpareBank1, Norges Bank, 7. mai

I Norge styrer Norges Bank den aller korteste del av rentekurven, i markedet for overnatten lån. Som jeg beskrev i detalj i notatet «Hva bestemmer renten», så er de norske interbankrentene egentlig en USD-rente, i og med at norske banker er helt avhengige av å låne i utlandet. I krisen i mars var det stor mangel på USD i bank- og finansmarkedet, og interbankrentene steg frem til Norges Bank kuttet renten til 0,25% den 19. mars og tilførte store mengder likviditet i både kroner og USD. I tillegg har krisepakken rettet inn mot å hjelpe bedrifter redusert konkursrisikoen, og dermed økt bankenes vilje til å låne ut penger.

3m NIBOR var rett før rentemøtet i dag 0,43%, og falt etter rentebeslutningen til 0,32%. 3m NIBOR spread over styringsrenten ble altså etter rentekuttet på 0,32%-poeng. Vi antar at risikopåslaget over styringsrenten vil stabilisere seg rundt 0,3-0,4%-poeng fremover.

Norge: 3m NIBOR, styringsrenten og 3m Nibor spread



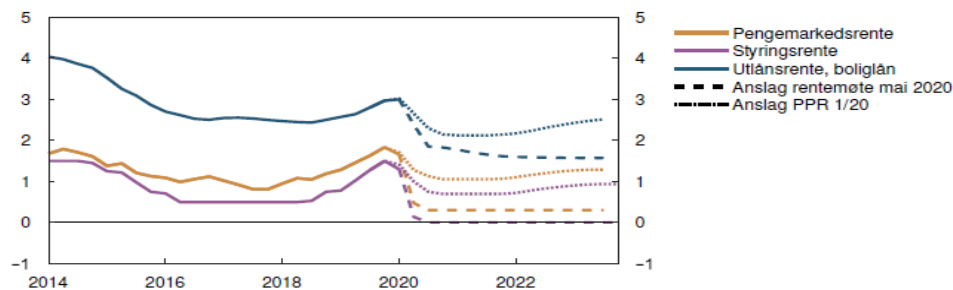
Kilde: SpareBank1, Macrobonds

For Norges Bank er bankene den viktigste kanal for å få effekt av deres rentekutt til å resultere i lavere lån ut til låntakere, i og med at det er bankene som låner ut til husholdninger og bedrifter. Sentralbankens transmisjonsmekanisme (altså gjennomslag fra sentralbankens styringsrente til realøkonomien) går via bankene. I følge Norges Bank har den gjennomsnittlige boliglånsrente fra norske banker falt med rundt 0,85 %-poeng siden forrige pengepolitisk rapport i mars. Norges Bank peker på at risikoen har økt, og gitt seg

utslag i at bankene har fått økte risikopåslag på deres funding (bankenes obligasjonslån). Norges Bank legger i sin vurdering i dag til grunn at rentekuttet i dag vil redusere bankenes boliglånsrente, og at den i snitt vil ligge rundt 1,75% de neste årene.

Norges Banks anslag på styringsrenten, pengemarkedsrenten og boliglånsrenten fremover

Figur 2.2 Utlånsrentene har falt mindre enn styringsrenten
Prosent



Kilder: Refinitiv Datastream, Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

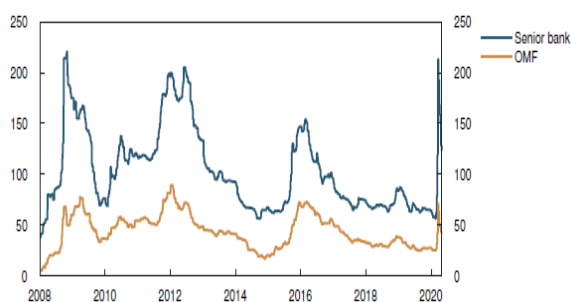
Kilde: SpareBank1, Norges Bank, 7. mai

Valutamarkedet – sterk USD og risk-off stemning gir ekstra svak kronkurs

Norges Bank beskriver i sin rapport i dag den kraftige svekkelsen i kronkursen den 18. og 19. mars. Som vi har beskrevet før, så var det ikke bankene som ble direkte berørt av uroen i valuta- og aksjemarkedet i mars, siden bankene innlån fra utlandet er valutasikret, og bankene er blitt mye strengere regulert og bedre kapitalisert etter krisen i 2008. Det var bankenes kunder som ble rammet, og særlig norske forvaltere som pensjonsfond og aksjefond med betydelige investeringer i utlandet, investeringer som i stor grad er valutasikret. Når aksjeverdiene falt i mars, og kronkursen svekket seg, måtte norske forvaltere stille mer og mer sikkerhet for derivathandler og valutasikring til bankene. For å skaffe nok cash som sikkerhet overfor bankene, ble forvaltere nødt til å selge trygge rentepapirer, som blant annet bankobligasjoner og OMF-obligasjoner (obligasjoner med boliglån som sikkerhet). Dermed ble det en selvforsterkende mekanisme i dagene frem til 19. mars der kronkursen ble presset svakere, det ble salgspress på sikre rentepapirer i Norge, det ble økt kredittpåslag på bankobligasjoner. Når renten stiger på bankens innlån (som er vist i figuren under til venstre) så kan ikke bankene redusere utlånsrentene selv om Norges Bank setter ned styringsrenten. Norske banker kan som kjent ikke over tid låne fra Norges Bank for å bruke dette som basis for utlån til bedrifter og boliglån. Bankene må hente inn penger i obligasjonsmarkedet. Først når Norges Bank kom på banen med tilførsel av massivt med likviditet i både norske kroner og i USD, og at de varslet at de ville intervensjonere for å stabilisere valutamarkedet, roet markedet seg. Norges Bank intervensjonerte ved at de kjøpte kroner for 3,5 milliarder. Norges Bank venter at kronkursen vil holde seg svak i hele prognoseperioden.

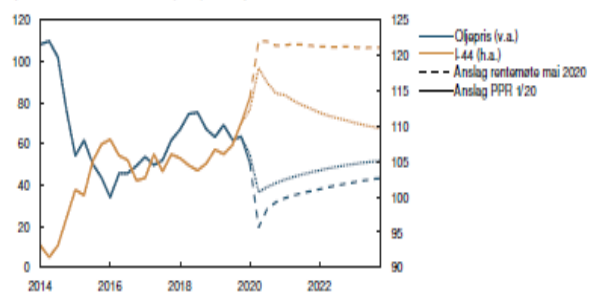
Norske bankers innlånskostnader (funding), og Norges Banks anslag for kronkursen og oljepris

Figur 4.1 Økte risikopåslag på norske bankers obligasjonsfinansiering
Femårs løpetid. Basispunkter over tremåneders Nibor



Kilde: DNB Markets

Figur 2.3 Svak krone og lav oljepris
Importveid valutakursindeks (I-44). USD per fat



Kilder: Refinitiv Datastream og Norges Bank

Kilde: SpareBank 1 og Norges Bank, 7. mai

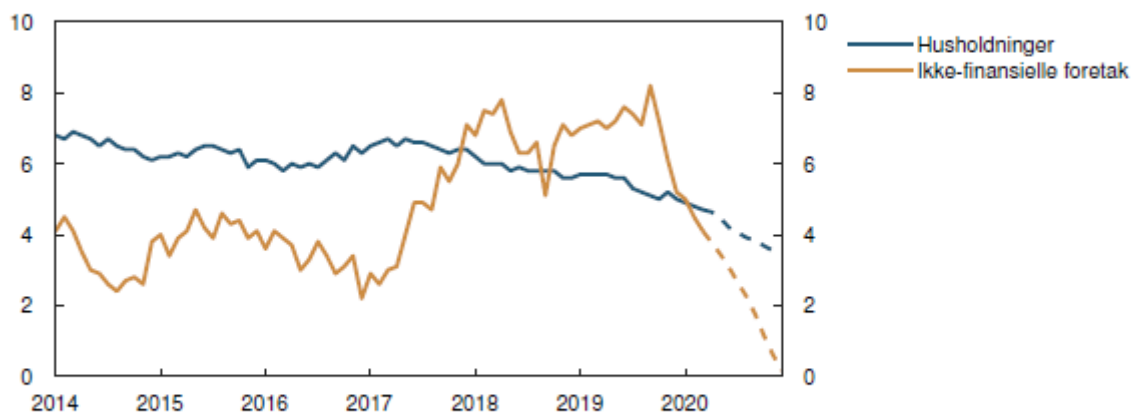
Over til Finanspolitikken

Norges Bank anslår at i sum har de finanspolitiske krisepakkene så langt kommet opp i 139 mrd kroner. Det tilsvarer om lag 5% av BNP for Fastlandsøkonomien. I tillegg er det foreslått midlertidige endringer i oljeskatten, der oljeselskapene i år og neste år får utgiftsføre investeringer umiddelbart i særskatten i stedet for over 6 år som i dag. Dette vil redusere statens inntekter med til sammen 100 mrd i år og neste år. Men, dette påvirker ikke det strukturelle oljekorrigerte budsjettunderskuddet. Det tilsvarende gjelder for de skatte- og avgiftsutsettelsene som er gitt. Det reviderte statsbudsjettet legges frem 12. november, og det er og varslet en egen proposisjon om veien ut av krisen rundt 1. juni. Bruken av oljepenger vil dermed stige til over 4% av oljefondets verdi, mot anslått 2,6% i forrige budsjett.

Den største faren for norsk økonomi er at vi ikke får til den omstillingen bort fra oljeaktivitet og over i nye næringer som vi trenger. Som figuren under viser så er kredittveksten for både husholdninger og bedrifter på full falt nedover. Bankene kan ikke ta for stor risiko, det blir svært dyrt med den nye og strengere regulering etter 2008. Hvem skal så finansiere den krevende omstilling av norsk økonomi som trengs? På kort sikt kan staten bidra med ulike støttetiltak, men over tid må en ha sterkere incentiv til at den sparekapital som er i Norge, går til omstilling og etablering av arbeidsplasser i Norge. Da må det sterkere økonomiske incentiv til før de som eier kapitalen vil finne det interessant. Det er flere utredninger på gang for å se på virkemiddelbruken for å få etablert flere bedrifter. Med det norske lønns- og kostnadsnivået kan det vise seg å bli krevende. Men, med null rente fra Norges Bank, er det nå først og fremst finanspolitikk og strukturpolitikk som må bidra. I tillegg til svært moderate lønnsoppgjør. Revidert budsjett den 12. mai blir sånn sett ekstra spennende i år.

Norske bankers innlånskostnader (funding), og Norges Banks anslag for kronkursen og oljepris

Figur 4.6 Fallende innenlandsk kredittvekst
Fastlands-Norge. Tolvmånedersvekst. Prosent

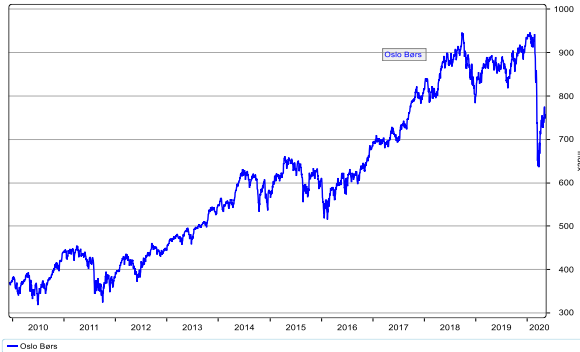


Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

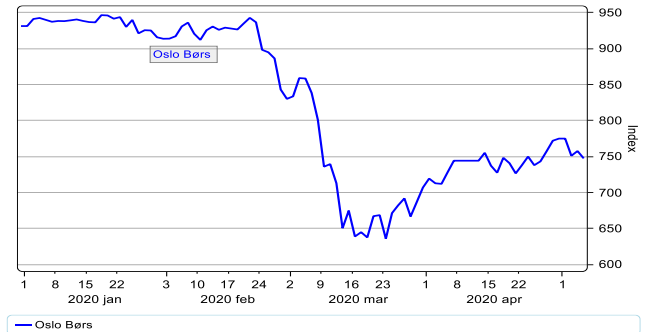
Kilde: SpareBank 1 og Norges Bank, 7. mai

Utviklingen i ulike markeder

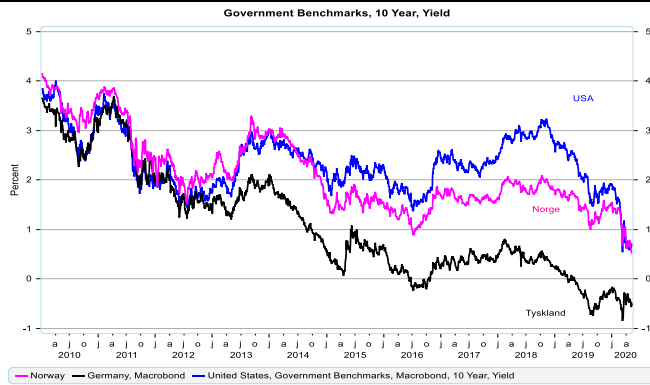
Norge – Oslo børs siden 2010



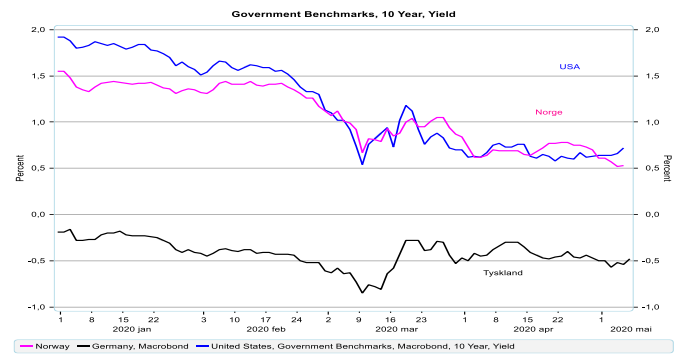
Norge – Oslo børs siden årsskifte



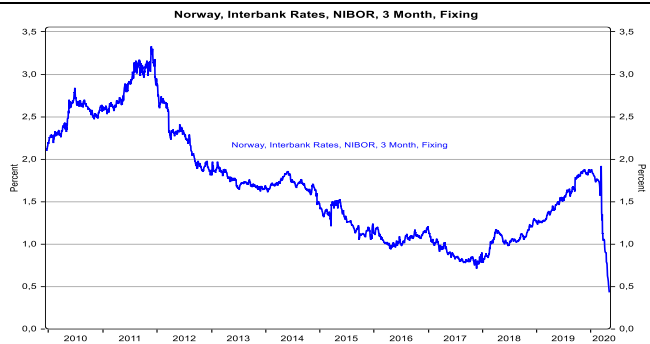
10 års statsrente – Norge, Euro, USA



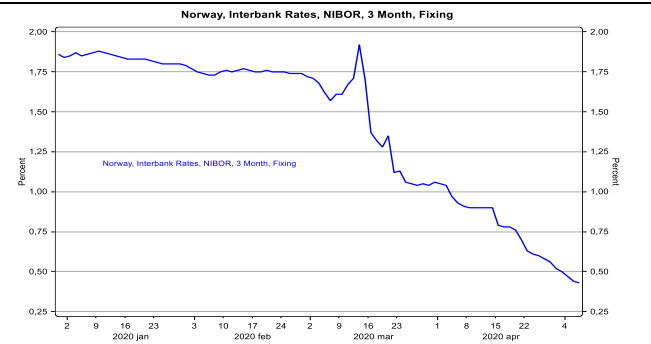
10 års statsrente siden årsskifte



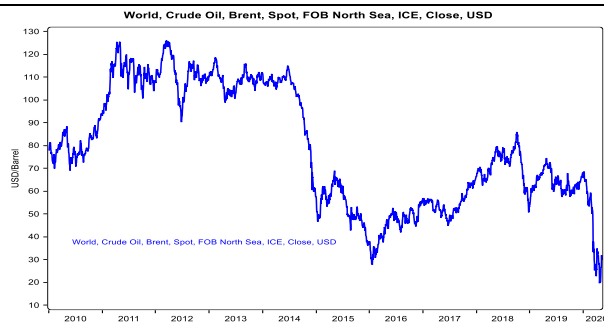
3 måneders interbankrente (NIBOR)



3 m NIBOR siden årsskifte



Oljeprisen siden 2010



Oljeprisen siden årsskifte



Kilde: SpareBank1, Macrobonnds