



NORGES BANK

1|21

MARS

**PENGEPOLITISK
RAPPORT**
MED VURDERING AV FINANSIELL STABILITET

Innhold

PENGEPOLITISKE VURDERINGER	5
DEL 1: PENGEPOLITIKKEN	
<i>Antakelser om smitte, smitteverntiltak og vaksinerings</i>	11
1 INTERNASJONAL ØKONOMI	14
2 FINANSIELLE FORHOLD	18
2.1 Rentene	18
2.2 Kronekursen	20
3 NORSK ØKONOMI	21
3.1 Den økonomiske utviklingen	21
3.2 Kostnader og priser	31
<i>Klimaendringer, norsk økonomi og pengepolitikk</i>	35
4 PENGEPOLITISK ANALYSE	37
4.1 Mål og tilbakeblikk	37
4.2 Ny informasjon og nye vurderinger	38
4.3 Faktorene bak endringer i rentebanen	41
DEL 2: FINANSIELL STABILITET	
5 FINANSIELL STABILITET - BESLUTNINGSGRUNNLAG FOR MOTSYKLISK KAPITALBUFFER	45
5.1 Tilgang på kreditt	45
5.2 Finansielle ubalanser	46
5.3 Bankene	52
<i>Lavere tap på bankenes foretakslån</i>	54
VEDLEGG	
Anslagstabeller	57

Pengepolitikken i Norge

MÅL

Pengepolitikken skal opprettholde en stabil pengeverdi gjennom lav og stabil inflasjon. Det operative målet for pengepolitikken skal være en årsvekst i konsumprisene som over tid er nær 2 prosent. Inflasjonsstyringen skal være fremoverskuende og fleksibel, slik at den kan bidra til høy og stabil produksjon og sysselsetting samt til å motvirke oppbygging av finansielle ubalanser. Mål og avveieringer i pengepolitikken er omtalt i en ramme på side 44.

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 1/21

På møtene 26. februar og 9. mars 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. mars vedtak om styringsrenten. Komiteen vedtok også rådet til Finansdepartementet om nivået på bufferkravet.

Pengepolitiske vurderinger

Koronapandemien har ført til et kraftig tilbakeslag i norsk økonomi. Lave renter bidrar til å dempe tilbakeslaget og reduserer faren for mer langvarige konsekvenser for produksjon og sysselsetting. Det er stor usikkerhet om den videre gjeninnhenting i økonomien. Siden forrige pengepolitiske rapport har økt smittespredning og strengere smittevern bidratt til å dempe den økonomiske aktiviteten, men det er utsikter til en noe raskere oppgang gjennom året enn tidligere antatt.

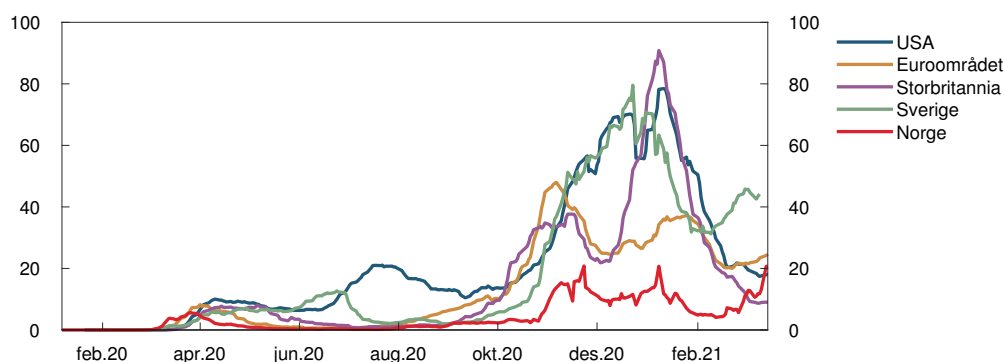
Norges Banks komité for pengepolitikk og finansiell stabilitet vedtok å holde styringsrenten uendret på null prosent på rentemøtet 17. mars. Slik komiteen nå vurderer utsiktene og risikobildet, vil styringsrenten mest sannsynlig bli satt opp i løpet av andre halvår i år.

Høyere vekst enn ventet internasjonalt, men smitteverntiltak bremser fortsatt oppgangen

Etter at koronautbruddet bidro til en markert nedgang i fjor vår, har den økonomiske aktiviteten hos Norges handelspartnere tatt seg betydelig opp. Til tross for økt smittespredning og innstramming av smitteverntiltak i mange land gjennom høsten, holdt samlet aktivitet seg oppe og var i fjerde kvartal høyere enn anslått i forrige rapport. Siden desember har antall nye smittede gått ned, men strenge smitteverntiltak bidrar fortsatt til å dempe den økonomiske veksten. På den annen side vil trolig økt tempo på vaksineringen bidra til at veksten tar seg opp gjennom året. I tillegg bidrar sterkere finanspolitisk stimulans i USA til å løfte veksten. Økt kapasitetsutnyttning, samt høyere råvare- og fraktpriser vil trolig bidra til høyere prisvekst fremover, men det er utsikter til at inflasjonen internasjonalt holder seg nær eller under målene de neste årene.

Markedsprisingen indikerer at styringsrenteforventningene hos Norges handelspartnere har økt siden desember, men det er fortsatt forventninger om at rentene blir værende nær null en god stund fremover. Nedgangen i antall smittede og økt vaksinetilgang har

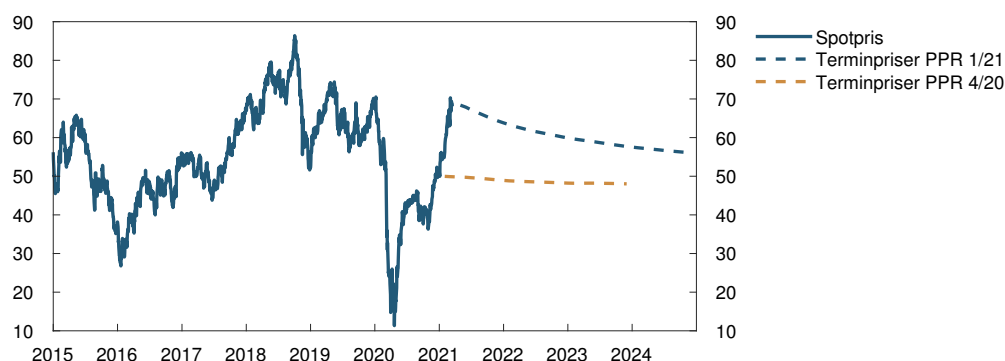
Figur A Færre smittetilfeller globalt, men nye smittebølger i flere land
7-dagers glidende snitt av nye smittetilfeller per 100 000 innbyggere



Kilder: Refinitiv Datastream og Norges Bank

Figur B Betydelig oppgang i oljeprisen

USD per fat



Kilde: Refinitiv Datastream

bidratt til en videre oppgang i globale aksjemarkeder. Siden forrige rapport har også langsiktige renter økt hos alle våre viktigste handelspartnere.

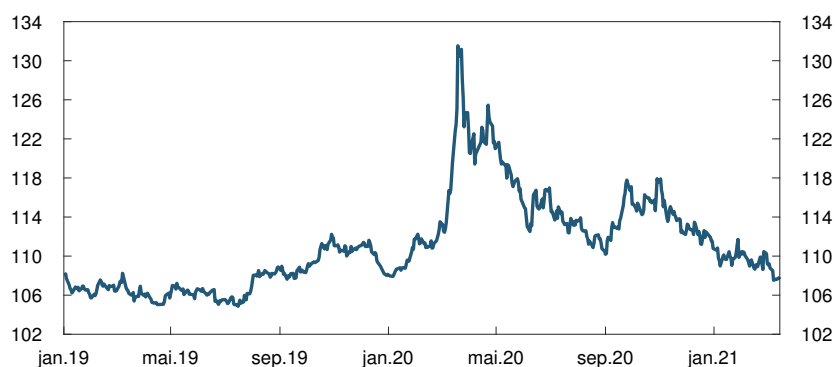
Olje- og gassprisene har steget betydelig siden forrige rapport. Prisene på leveranser frem i tid har økt mindre. Fremtidsprisene indikerer en viss nedgang i olje- og gasspriser de neste årene.

Kronekursen, målt ved den importveide kursindeksen I-44, har styrket seg de siste månedene, og den er nå tilbake på nivåene fra før koronapandemien. Mindre usikkerhet i internasjonale finansmarkeder og oppgang i oljeprisen har trolig bidratt til å styrke kronen. Kronen er nå sterkere enn lagt til grunn i desember.

Påslagene i det norske pengemarkedet har steget og vært høyere enn ventet. Boliglånsrentene er lite endret siden forrige rapport. Markedsprisingen indikerer at norske styringsrenteforventninger har steget siden desember og at det nå er forventninger om en økning i styringsrenten mot slutten av året.

Figur C Kronen har styrket seg

Importveid valutakursindeks (I-44)



Kilde: Norges Bank

Utsikter til betydelig gjeninnhenting over sommeren

Også i Norge har den økonomiske aktiviteten tatt seg opp etter et kraftig fall i fjor vår. Gjeninnhentingens fortsatte mot slutten av fjoråret, men BNP for Fastlands-Norge var i januar fortsatt 1,5 prosent lavere enn før pandemien brøt ut. Nivået var høyere enn anslått i forrige rapport.

Det er særlig høyere etterspørsel fra husholdningene som har bidratt til økt aktivitet i fastlandsøkonomien siden i fjor vår. Husholdningenes konsum av varer har steget markert, men samlet konsum er fortsatt lavt. Nasjonalregnskapstall viser at konsumet i fjerde kvartal var høyere enn anslått i forrige rapport, og at etterspørselen etter tjenester holdt seg godt oppe til tross for innstramming av smitteverntiltak. En lang periode med begrensede forbruksmuligheter har ført til en økning i husholdningenes sparing. Det gir rom for en sterk vekst i forbruket fremover, men det er stor usikkerhet om hvor raskt og hvor mye spareraten vil falle.

Etter årsskiftet har økt smittespredning og strengere smitteverntiltak trolig bremsset den økonomiske aktiviteten. Tiltakene påvirker særlig tjenester knyttet til kultur, overnatting, servering og transport, samt deler av varehandelen i Østlandsområdet. Samtidig skaper stengte grenser utfordringer for næringer som i stor grad benytter seg av utenlandsk arbeidskraft. Bedriftene i Norges Banks regionale nettverk rapporterte i februar om en nedgang i aktiviteten de siste tre månedene, men så for seg høyere aktivitet det neste halve året.

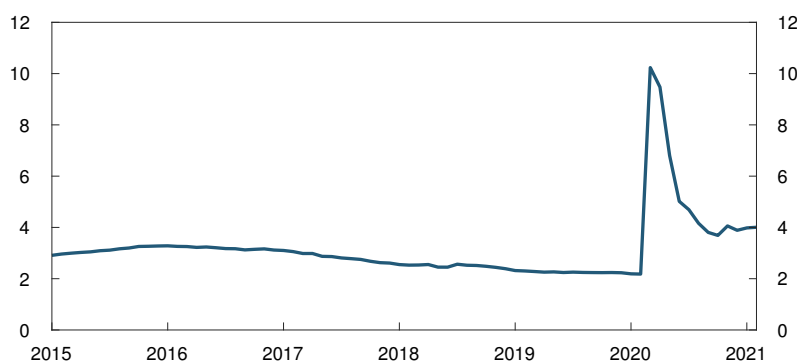
Antall permitterte har økt den siste tiden. Den registrerte arbeidsledigheten har steget til 4 prosent, som er høyere enn anslått i forrige rapport. Langtidsledigheten har avtatt litt, men er fortsatt høy.

Økt smittespredning og gjeninnføringen av smitteverntiltak har ført til at regjeringen har kommet med nye finanspolitiske tiltak. Den nye tiltakspakken innebærer at den offentlige pengebruken i 2021 vil bli høyere enn det som ble lagt til grunn i forrige pengepolitiske rapport.

Informasjon fra helsemyndighetene tyder på at vaksineringsen mot koronaviruset kan gå raskere enn lagt til grunn i desember rapporten. Etter hvert som en stadig større del av befolkningen er vaksinert, vil smitten avta og smitteverntiltak lettes på. Det vil gi et klart

Figur D Arbeidsledigheten holder seg oppe

Registrerte helt ledige som andel av arbeidsstyrken. Sesongjustert. Prosent



Kilde: NAV

løft i den økonomiske aktiviteten gjennom året. Det er fortsatt usikkerhet om det videre forløpet til pandemien og de økonomiske konsekvensene.

Boligprisene har fortsatt å stige og har den siste tiden vært høyere enn anslått. Det har vært høy omsetning av boliger, og beholdningen av usolgte bruktboliger har avtatt markert. Kredittveksten til husholdningene har steget litt, i tråd med anslagene i forrige rapport.

Økt konsumprisvekst, men underliggende prisvekst har avtatt

Den underliggende prisveksten, målt ved konsumprisindeksen (KPI) justert for avgifts- endringer og uten energivarer (KPI-JAE), tiltok gjennom våren og sommeren. Oppgangen kan i hovedsak forklares av høyere prisvekst på importerte varer som følge av krone- svekkelsen gjennom vinteren og våren i fjor. De siste månedene har prisveksten avtatt, og i februar var tolv månedersveksten i KPI-JAE 2,7 prosent, som var noe lavere enn anslått i forrige rapport. Norges Banks forventningsundersøkelse indikerer at inflasjons- forventningene på noe lengre sikt er godt forankret rundt inflasjonsmålet.

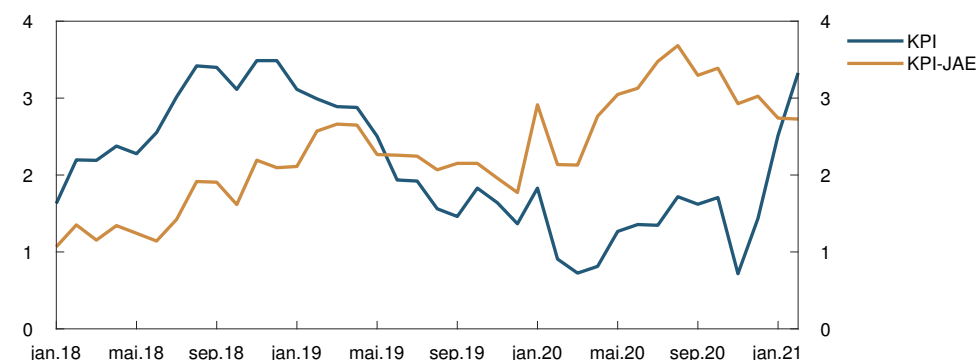
Utviklingen i energiprisene har gitt store avvik mellom veksten i KPI og KPI-JAE de siste årene. En rask oppgang i strømprisene bidro til at tolv månedersveksten i KPI gikk opp fra 1,4 prosent i desember til 3,3 prosent i februar, som var betydelig høyere enn anslått. Fremtidsprisene for elektrisitet og drivstoff har økt siden desember og indikerer en høyere oppgang i energiprisene i år enn tidligere lagt til grunn. Det kan bidra til at veksten i KPI vil stige mye mer i år enn anslått i forrige rapport.

Lønnsveksten i fjor ble klart høyere enn anslått i forrige rapport. Nasjonalregnskapstall viser en vekst i gjennomsnittlig årslønn på 3,1 prosent i 2020, som er vesentlig høyere enn rammen i lønnsoppjøret. En markert nedgang i antall sysselsatte i næringer med lavt lønnsnivå bidro isolert sett til å løfte den samlede årslønnsveksten. Trolig har denne sammensetningseffekten vært større enn tidligere antatt. Det er utsikter til moderat lønnsvekst fremover, men pandemien og store forskjeller mellom næringene gjør det krevende å tolke lønns- og kostnadsutviklingen og øker usikkerheten om det nominelle bildet.

Noe tidligere renteoppgang

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

Figur E Økt konsumprisvekst, men underliggende prisvekst har avtatt videre
KPI og KPI-JAE. Tolv månedersvekst. Prosent



Kilde: Statistisk sentralbyrå

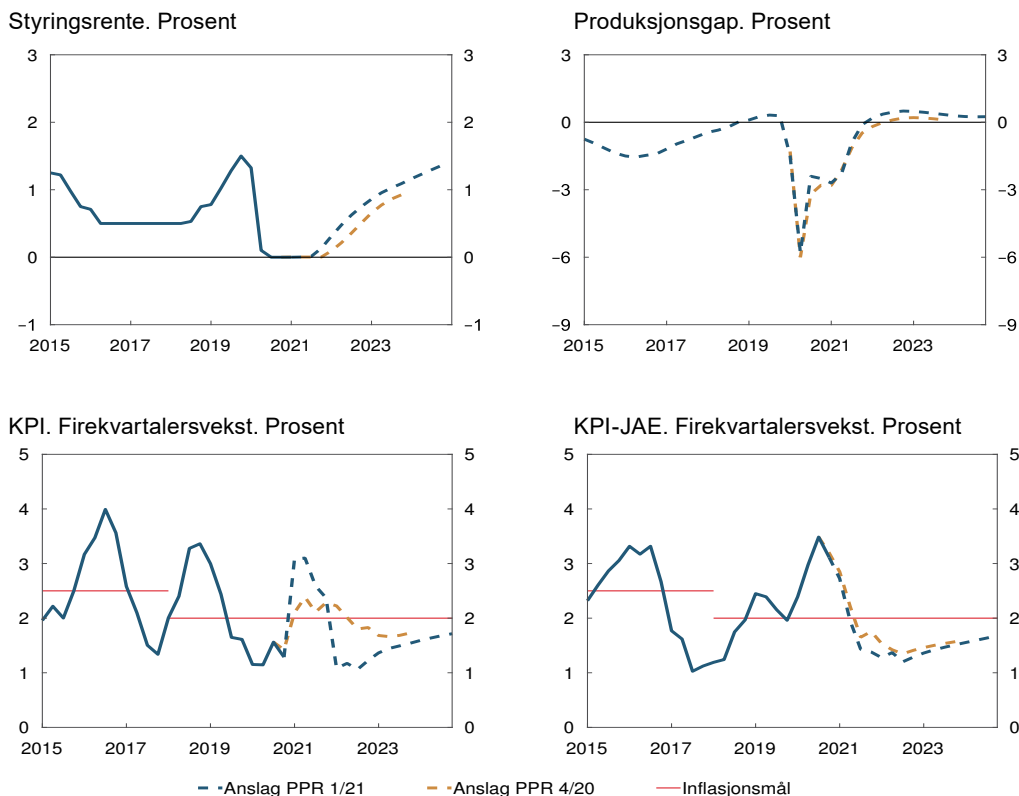
og stabil produksjon og sysselsetting samt til å motvirke oppbygging av finansielle ubalanser.

Norsk økonomi er inne i et kraftig tilbakeslag. Aktiviteten har tatt seg opp siden i fjor vår, men gjeninnhentingene bremses nå av den økte smitten og strenge smitteverntiltak. På den annen side tyder ny informasjon på at store deler av den voksne befolkningen i Norge blir vaksinert innen utgangen av sommeren. Samtidig er den økonomiske utviklingen internasjonalt bedre enn ventet. Det vil kunne gi en raskere oppgang i den økonomiske aktiviteten enn tidligere antatt. Likevel vil det trolig ta tid før sysselsettingen og arbeidsledigheten er tilbake på nivåene fra før pandemien. Den underliggende inflasjonen er fortsatt over målet, men har avtatt de siste månedene.

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. Det er enkelte tegn til økt kostnadsvekst både internasjonalt og i Norge, men styrkingen av kronen og utsikter til moderat lønnsvekst tilsier at inflasjonen vil avta fremover. Komiteen la også vekt på at boligprisene har steget markert siden i fjor vår. En lang periode med lave renter øker faren for at finansielle ubalanser bygger seg opp.

Komiteens vurdering er at utsiktene og risikobildet samlet sett tilsier en fortsatt ekspansiv pengepolitikk. Styringsrenten ble i fjor vår satt ned til null prosent. Komiteen ser ikke for seg at styringsrenten vil bli satt ytterligere ned. Når det er klare tegn til at forholdene

Figur F Lav styringsrente bidrar til å nå målene for pengepolitikken



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

i økonomien normaliseres, vil det igjen være riktig å heve styringsrenten gradvis fra dagens nivå.

Det er stor usikkerhet om den videre gjeninnhenting i økonomien, men det er utsikter til at aktiviteten vil nærme seg et normalt nivå tidligere enn anslått i forrige rapport. Prognosen for styringsrenten innebærer at renten øker gradvis fra andre halvår i år. Det innebærer en noe raskere renteoppgang enn anslått i desember. Kapasitetsutnyttningen anslås å stige gradvis, slik at produksjonsgapet blir positivt i starten av 2022. Arbeidsledigheten anslås å avta, men bli liggende noe høyere enn før pandemien. Den underliggende prisveksten ventes å avta det neste halvannet året, før den stiger til 1,7 prosent mot slutten av prognoseperioden.

Komiteen vedtok enstemmig å holde styringsrenten uendret på null prosent. Slik komiteen nå vurderer utsiktene og risikobildet, vil styringsrenten mest sannsynlig bli satt opp i løpet av andre halvår i år.

Øystein Olsen
Ida Wolden Bache
Ingvild Almås
Jeanette Fjære-Lindkjenn

17. mars 2021

ANTAKELSER OM SMITTE, SMITTEVERNTILTAK OG VAKSINERING

De siste ukene har smittetallene økt markert og tiltaksregimet er strammet til. De økonomiske utsiktene for Norge og handelspartnerne den nærmeste tiden vil i stor grad avhenge av omfanget av smitteverntiltak fremover. Vi gjør her nærmere rede for de viktigste antakelsene om smitte, smitteverntiltak og vaksinerings som ligger til grunn for de økonomiske anslagene i denne rapporten. Så langt det er mulig støtter vi oss på prognoser fra helsemyndighetene og signaler fra øvrige myndigheter.

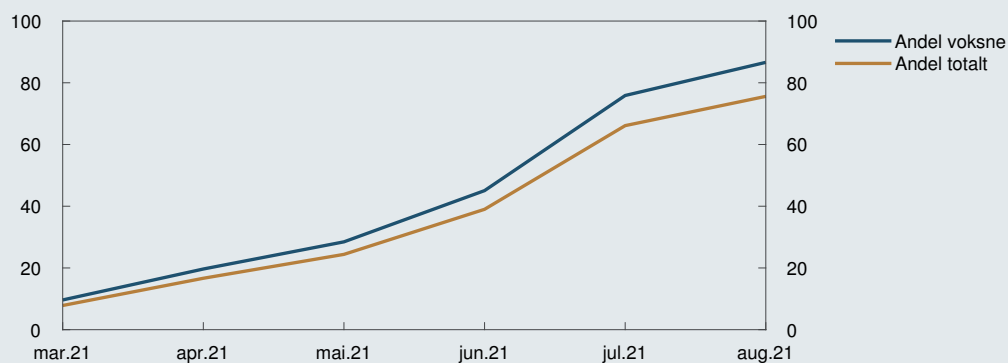
Anslagene for vaksinasjonsforløpet her hjemme bygger på scenarioet Folkehelseinstituttet (FHI) publiserte 3. februar i år.¹ Gitt et slikt forløp, vil alle utsatte grupper, inkludert helsepersonell, få tilbud om første dose før utgangen av mai, mens den øvrige delen av den voksne befolkningen vil få det samme tilbudet innen utgangen av juli. Basert på dette vaksinasjonsforløpet og tilhørende antakelser om vaksinetilgang, hvilke aldersgrupper som mottar de ulike vaksinetypene og hvor mange som takker nei til vaksine, har vi laget et grovt anslag på den løpende vaksinasjonsdekningen, se figur G.² Anslagene antyder en dekningsgrad på over 80 prosent innen utgangen av august, det vil si at over 80 prosent av alle voksne kan være ferdig vaksinert på det tidspunktet. Trolig vil smittespredningen avta betydelig allerede ved en vaksinasjonsdekning på 50–60 prosent, kombinert med enkelte smitteverntiltak.

For Norges industrialiserte handelspartnere legger vi til grunn at den voksne delen av befolkningen er vaksinert i løpet av høsten 2021. Det er litt raskere enn vi la til grunn i desember. Samtidig venter vi nå større variasjon i vaksinasjonsforløp mellom landene.

Etter hvert som en stadig større del av befolkningen vaksineres, vil sykdomsbyrden og presset på helsevesenet avta, og dermed reduseres behovet for smitteverntiltak. At den voksne delen av befolkningene nå trolig blir ferdigvaksinert raskere enn tidligere lagt til grunn, trekker isolert sett i retning av en tidligere avvikling av smitteverntiltakene. Samtidig tilsier erfaringene med uforutsigbar smitteutvikling at myndighetene både her hjemme og ute vil gå varsomt frem i avviklingen av de ulike smitteverntiltakene.

Figur G Vi legger til grunn nær full vaksinasjonsdekning over sommeren

Vaksinasjonsdekning i Norge. Prosent av voksne og hele befolkningen



Kilder: FHI og Norges Bank

¹ Dette scenarioet angir et forløp som ligger nær det "nøkterne" scenarioet FHI publiserte 12. mars.

² Bygger på vurderinger fra FHI som blant annet tilsier at AstraZeneca-vaksinen ikke gis til utsatte grupper og folk over 65 år, at 10 prosent av de som tilbys første dose takker nei og at ytterligere 5 prosent takker nei til andre dose.

Vi ser for oss at avviklingen av smitteverntiltakene grovt sett kan deles i tre faser. Til tross for at smittetallene har steget de siste ukene, og kanskje vil øke ytterligere på kort sikt, legger vi likevel til grunn en avtakende trend i smittetallene i perioden frem mot mai. Sammen med en gradvis tiltakende, men fortsatt lav vaksinasjonsdekning, vil det gi rom for lettelse i enkelte anbefalinger om sosial kontakt og påbud knyttet til blant annet skole og fritidsaktiviteter. Vi ser for oss at det i denne perioden også kan komme en viss oppmyking i enkelte tiltak rettet mot næringslivet.

Lettelse i tiltakene som i særlig grad bremser den økonomiske aktiviteten vil imidlertid trolig først få fart i mai/juni når alle utsatte grupper er vaksinert og vaksineringsprosessen av den øvrige delen av den voksne befolkningen har kommet i gang. Deretter ser vi for oss en gradvis normalisering gjennom sommeren.

Fra september vil de fleste over 18 år være vaksinert, og vaksinasjonsdekningen vil ha nådd et relativt høyt nivå. Dette vil gi rom for å avvikle mesteparten av de gjenværende smitteverntiltakene. Trolig vil det likevel fortsatt være enkelte begrensninger knyttet til reisevirksomhet på tvers av landegrensene og større kultur- og idrettsarrangementer ut året. Tabell A antyder hvordan vi ser for oss avviklingen av ulike smitteverntiltak på et utvalg tiltaksområder gjennom inneværende år. Antakelsene er basert på vår tolkning av mer overordnede vurderinger fra FHI.

Antakelsene i denne rapporten innebærer at den voksne befolkningen vil bli ferdig vaksinert noe raskere enn vi la til grunn i hovedscenariot i desemberrapporten. Tilgangen på vaksiner, og dermed vaksinasjonsdekningen, har så langt i år vært lavere enn vi implisitt la til grunn sist. Men tilgangen anslås å øke markert mot sommeren, og vi venter derfor et langt raskere vaksineringsforløp fra april enn det som lå til grunn for hovedscenariot i forrige rapport.

Samlet sett har vi hatt et strengere tiltaksregime gjennom første kvartal i år enn det vi ventet i desember. Mens vi da implisitt la til grunn en gradvis avvikling gjennom året, ser det nå ut til at utfasingen av tiltakene etter hvert vil kunne skje raskere enn vi så for oss sist. Vi legger likevel til grunn at det ved utgangen av året fortsatt vil være enkelte begrensninger knyttet til internasjonal reising og større arrangementer, om lag på nivå med det vi ventet i PPR 4/20.

Tabell A Tidslinje for utfasing av smitteverntiltak i Norge

Tiltaksområde ¹	Mar.	Apr.	Mai	Jun.	Jul.	Aug.	Sep.	Okt.	Nov.	Des.
Arbeidsplasser	Strengt	Strengt	Mindre strengt	Noen	Noen	Noen	Få eller ingen	Få eller ingen	Få eller ingen	Få eller ingen
Butikker	Strengt	Strengt	Mindre strengt	Noen	Noen	Noen	Få eller ingen	Få eller ingen	Få eller ingen	Få eller ingen
Restauranter, kafeer og barer	Strengt	Strengt	Mindre strengt	Mindre strengt	Noen	Noen	Noen	Få eller ingen	Få eller ingen	Få eller ingen
Ankomst Norge	Strengt	Strengt	Mindre strengt	Mindre strengt	Mindre strengt	Mindre strengt	Noen	Noen	Noen	Noen
Reiser	Strengt	Strengt	Mindre strengt	Mindre strengt	Mindre strengt	Mindre strengt	Noen	Noen	Noen	Noen
Arrangementer	Strengt	Strengt	Mindre strengt	Mindre strengt	Mindre strengt	Mindre strengt	Noen	Noen	Noen	Noen

■ Strengt smitteverntiltak
 ■ Mindre strengt smitteverntiltak
 ■ Noen smitteverntiltak
 ■ Få eller ingen smitteverntiltak

¹ Klassifiseringen av de ulike tiltaksområdene følger inndelingen i *regjeringens oversikt over gjeldende nasjonale tiltak*.

Kilde: Norges Bank

Usikkerheten knyttet til smitteutvikling og vaksiner, og dermed utfasingen av smitteverntiltakene, er fortsatt stor. Den pågående smittebølgen kan bli mer langvarig enn vi legger til grunn, og det kan bli behov for enda strengere smitteverntiltak. Nye mutanter kan oppstå, og det er også usikkert i hvilken utstrekning eksisterende vaksiner beskytter mot nye mutanter og videresmitte. De fleste vaksinene er imidlertid relativt fleksible og kan justeres slik at de også vil kunne gi god beskyttelse mot nye varianter av viruset, men dette vil forskyve tidspunktet for ferdigvaksinering av befolkningen. I hvilken grad vaksinene beskytter mot videresmitte vil først bli klart etter hvert som vaksinasjonsdekningen øker.

På den annen side er det også mulig at vaksinetilgangen fra og med april blir bedre enn det vi nå ser for oss. For Norge vil et vaksinasjonsforløp i tråd med FHIs mest optimistiske anslag (fra 12. mars), som innebærer at store deler av den voksne befolkningen kan være ferdigvaksinert allerede innen utgangen av juli, isolert sett trekke i retning av en raskere utfasing av tiltakene enn det vi legger til grunn.

1 Internasjonal økonomi

I fjor høst førte en markert økning i smitten til innføring av strengere smitteverntiltak i mange land. Det demper aktivitetsnivået hos Norges handelspartnere på kort sikt. Vi venter at vaksinerings og lettelser i smitteverntiltak bidrar til å løfte veksten fra våren 2021. BNP hos handelspartnerne anslås å være tilbake på nivået fra før virusutbruddet i løpet av høsten 2021. Den underliggende prisveksten vil trolig være nær eller under inflasjonsmålene de nærmeste årene. Markedsprisingen indikerer forventninger om svært lave renter hos handelspartnerne en god stund fremover.

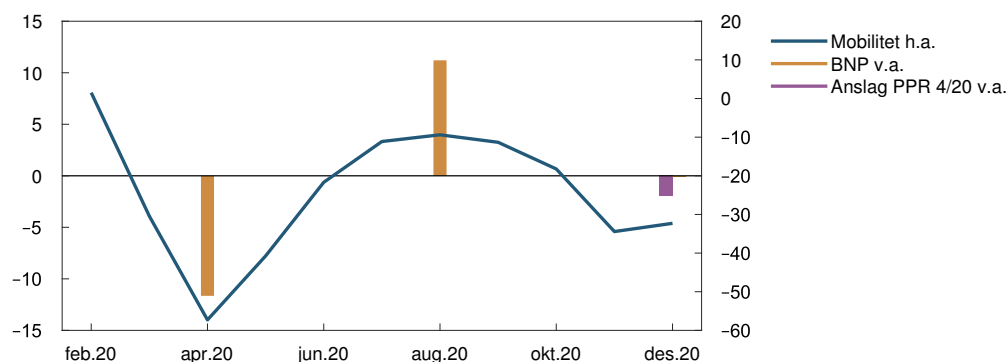
Strengt smitteverntiltak før vaksinerings løfter veksten

Den økonomiske aktiviteten internasjonalt har tatt seg betydelig opp etter den markerte nedgangen i fjor vår. I forrige rapport anslo vi at BNP hos handelspartnerne ville falle mot slutten av året på bakgrunn av økt smitte, strengere smitteverntiltak og fall i mobiliteten. BNP-veksten hos handelspartnerne i fjerde kvartal i fjor var imidlertid markert bedre enn ventet, særlig i euroområdet og Storbritannia. Mens vi i fjor vår så en klar samvariasjon mellom utviklingen i mobilitetsdata og BNP, er ikke denne like tydelig nå, se figur 1.1. De negative økonomiske konsekvensene av strengere smitteverntiltak ser derfor ut til å være mindre enn i fjor vår. Dette kan skyldes at industrisektoren nå ikke er like påvirket av nedstenginger og at husholdningene har tilpasset seg gjennom blant annet økt netthandel og fortsatt bruk av tjenester til tross for smitteverntiltak.

I de fleste europeiske land har imidlertid smitteverntiltakene i første kvartal vært mye strengere enn vi la til grunn i forrige rapport. I mange land har bedrifter i serverings- og hotellbransjen og ikke-essensielle butikker vært stengt i lang tid. Mange steder er det også portforbud og forbud mot arrangementer. Til tross for nedgang i smitten, skaper utbredelsen av ulike virusmutasjoner usikkerhet. Det har også tatt tid å komme i gang med vaksinerings. Bortsett fra i Storbritannia, hvor 35 prosent av befolkningen har fått første vaksinedose, har kun en liten andel av befolkningen i andre europeiske land fått

Figur 1.1 Svakere samvariasjon mellom BNP og mobilitet

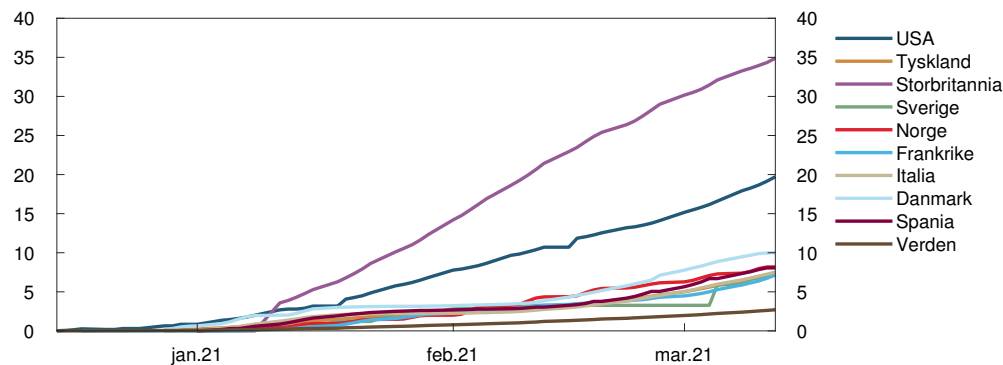
Mobilitet innen detaljhandel og fritidstjenester for utvalgte handelspartnere. Månedssnitt. Prosentvis avvik fra referanseverdi. BNP. Kvartalsvekst. Prosent



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

Figur 1.2 Varierende vaksineringsgrad ute

Andel vaksinert med første dose. Prosent



Kilde: Refinitiv Datastream

første vaksinedose, se figur 1.2. På bakgrunn av disse forholdene er anslaget for BNP-veksten i første kvartal i euroområdet, Storbritannia og Sverige nedjustert.

I USA har mange skoler vært stengt siden pandemien startet, men gjennom vinteren har ikke tiltakene overfor næringslivet vært like strenge som i mange europeiske land. Med lavere smittetall de siste ukene har det også vært lettelse i flere tiltak. Det er god tilgang på vaksiner, og så langt har 20 prosent av befolkningen fått første dose. I tillegg ble det vedtatt en finanspolitisk tiltakspakke i desember. BNP-veksten i USA i første kvartal er betydelig oppjustert fra forrige rapport.

I Kina og i de fleste andre av våre handelspartnere blant fremvoksende økonomier var veksten i andre halvår i fjor høyere enn ventet i forrige rapport. Men også her demper økt smitte og strengere smitteverntiltak veksten på kort sikt.

Siden forrige rapport har nedgang i antall smittede og økt vaksinetilgang bidratt til økt optimisme og oppgang i globale aksjemarkeder. Utsikter til fortsatt ekspansiv finanspolitikk har også bidratt positivt. Langsiktige renter hos alle våre viktigste handelspartnere har økt siden desemberrapporten. Økningen har vært særlig stor i USA og Storbritannia. Risikopåslagene for foretaksobligasjoner er lite endret.

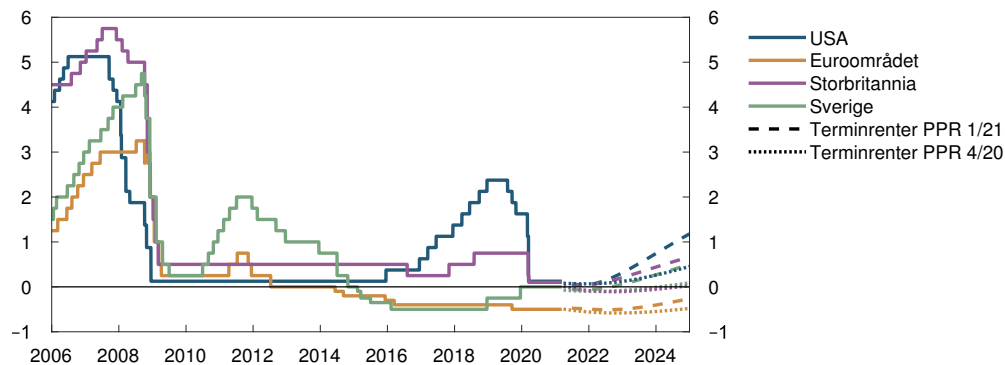
Økte vekst- og inflasjonsforventninger har bidratt til at styringsrenteforventningene hos våre viktigste handelspartnere har steget noe, hovedsakelig mot slutten av prognoseperioden. Markedsprisingen indikerer nå forventninger om økt styringsrente rundt årsskiftet 2022/2023 i flere land, se figur 1.3. De store sentralbankene har ikke kommunisert vesentlige endringer i pengepolitikken og signaliserer fortsatt svært ekspansiv politikk en god stund fremover.

Vi legger til grunn at sårbare og utsatte grupper hos våre industrialiserte handelspartnere er vaksinert frem mot sommeren og at den voksne delen av befolkningen er vaksinert i løpet av høsten. I tillegg antar vi en gradvis lemping av smitteverntiltak fra våren, se rammen på side 11. Dette vil trolig bidra til å løfte veksten fra andre kvartal i år.

Ekspansiv penge- og finanspolitikk bidrar positivt til veksten i de fleste land. I USA er det nylig vedtatt en tiltakspakke på nær 1900 milliarder dollar. Dermed er den finanspolitiske stimulansen innværende år markert større enn vi la til grunn i desemberrapporten. BNP-veksten i USA i 2021 er betydelig oppjustert.

Figur 1.3 Uendrede styringsrenter frem mot andre halvår 2023

Styringsrenter og beregnede terminrenter i utvalgte land. Prosent



Kilder: Bloomberg, Refinitiv Datastream og Norges Bank

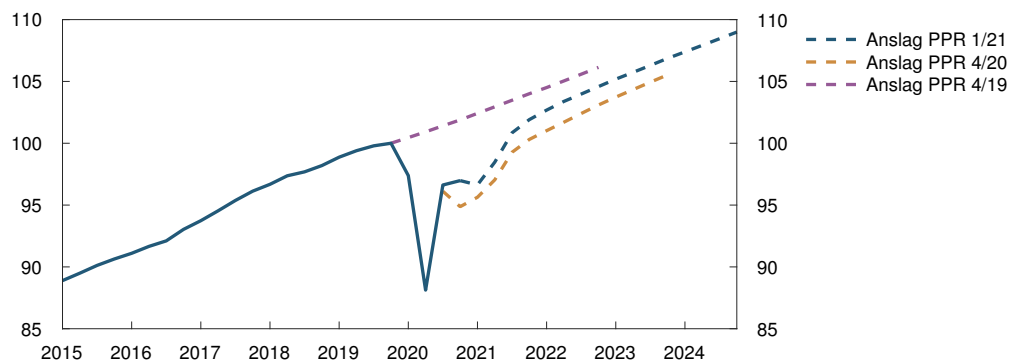
Vi anslår en BNP-vekst hos handelspartnerne på nær 5 prosent i 2021 og over 4 prosent i 2022, se tabell 1 i vedlegget. BNP-veksten i 2021 er oppjustert fra forrige rapport. Med et slikt forløp vil BNP hos handelspartnerne være tilbake på nivået fra før virusutbruddet i løpet av høsten 2021, se figur 1.4. Importen til handelspartnerne anslås å øke med over 7 prosent i 2021.

Vi anslår at kapasitetsutnyttingen vil være klart lavere enn normalt i starten av anslagsperioden, før den blir litt høyere enn normalt fra 2022. Kapasitetsutnyttingen er oppjustert fra desember rapporten for hele prognoseperioden. Produksjonspotensialet er også justert opp, men vi legger fortsatt til grunn at koronapandemien isolert sett bidrar til å redusere potensialet noe gjennom fall i investeringer, lavere produktivitetsvekst og en nedgang i sysselsettingspotensialet.

Det er stor usikkerhet om den videre økonomiske utviklingen internasjonalt. Utviklingen vil blant annet avhenge av omfanget av smitte og smitteverntiltak fremover og tempoet i vaksineringen, se rammen på side 11. I tillegg kan pandemien ha ført til at en større andel av befolkningen faller utenfor arbeidsstyrken og at vekstpotensialet er lavere på lengre sikt enn det vi legger til grunn. Veksten kan bli høyere enn anslått dersom husholdningenes kraftige økning i sparingen under pandemien reverseres tidligere og mer enn vi nå ser for oss.

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

BNP handelspartnere. Indeks. 4. kv. 2019 = 100



Kilder: Refinitiv Datastream og Norges Bank

Moderat underliggende prisvekst fremover

Etter svært lav prisvekst i andre halvår i fjor, økte den underliggende prisveksten i euroområdet markert i januar. Både reversering av lettelser i tysk merverdiavgift og utsatte vintersalg bidro til den overraskende høye prisveksten. Også i Storbritannia har prisveksten vært høyere enn ventet. På bakgrunn av økt kapasitetsutnyttning har vi oppjustert prisveksten hos våre viktigste handelspartnere de neste årene fra forrige rapport. Økte råvarepriser, høye fraktpriser og begrenset tilgang på containere vil trolig også bidra til høyere prisvekst på varer fremover. Markedsbaserte inflasjonsforventninger har økt i både Europa og USA siden desemberrapporten. Vi anslår fortsatt at den underliggende prisveksten vil være noe under inflasjonsmålene i euroområdet og Sverige i hele prognoseperioden.

Produsentprisene på konsumvarer som Norge importerer, målt i utenlandsk valuta, økte på senhøsten i fjor grunnet sterk vekst i matvarepriser, særlig i Brasil. Siden forrige rapport har veksten i produsentprisene vært høyere enn anslått, særlig for møbler og husholdningsartikler. Anslagene for i år er oppjustert, se tabell 1 i vedlegget.

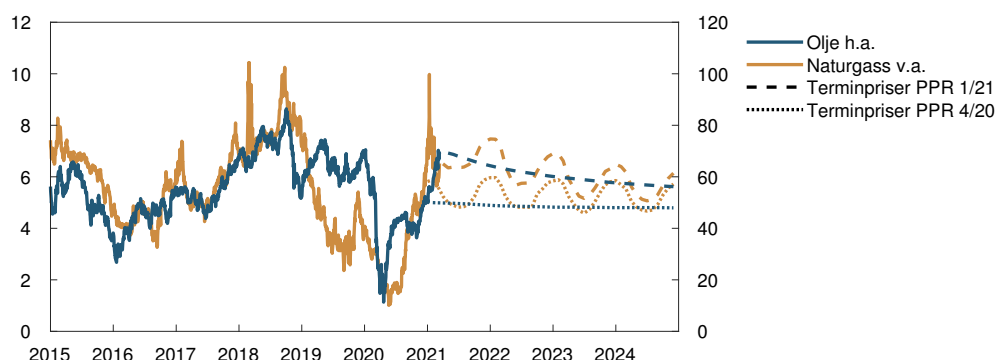
Betydelig høyere olje- og gasspriser

Spotprisen for olje er nå nær 70 dollar per fat. Det er om lag samme nivå som før utbruddet av koronaviruset. Siden forrige rapport er oppgangen på opp mot 20 dollar, se figur 1.5. I begynnelsen av mars besluttet OPEC-pluss å videreføre produksjonsbegrensningene som har understøttet oppgangen i oljeprisen siden i fjor sommer. På kort sikt kan globalt oljeforbruk holdes nede av smitteverntiltak og svak økonomisk utvikling. Etter hvert som stadig flere blir vaksinert og den økonomiske utviklingen normaliseres, venter vi at oljeforbruket tar seg opp. At terminprisene ved utgangen av 2024 er mer enn 10 dollar lavere enn spotprisen, kan reflektere en forventning om at OPEC-pluss etter hvert vil søke å gjenvinne markedsandeler når oljeproduksjonen i land utenfor OPEC-pluss igjen øker.

Spotpriser for europeisk gass har fortsatt å stige siden forrige rapport og er nå betydelig høyere enn før virusutbruddet. Rekordkaldt vintervær i januar og februar førte til økt gassforbruk og lavere gasslagre. Mindre tilgang på flytende gass til Europa bidro også. Mer moderat oppgang i terminprisene indikerer at effektene av dette i stor grad ventes å avta over tid, se figur 1.5.

Figur 1.5 Betydelig høyere spotpriser for olje og gass

Olje. USD per fat. Naturgass. USD per MMBtu



Kilder: Refinitiv Datastream og Norges Bank

2 Finansielle forhold

Utlånsrentene til husholdninger og foretak er lave. Boliglånsrentene har endret seg lite de siste månedene. Rentene i pengemarkedet har steget noe som følge av en oppgang i pengemarkedspåslaget, mens risikopåslagene i obligasjonsmarkedet har avtatt. Langsiktige renter har steget markert siden forrige rapport.

Kronekursen har styrket seg og er sterkere enn tidligere anslått.

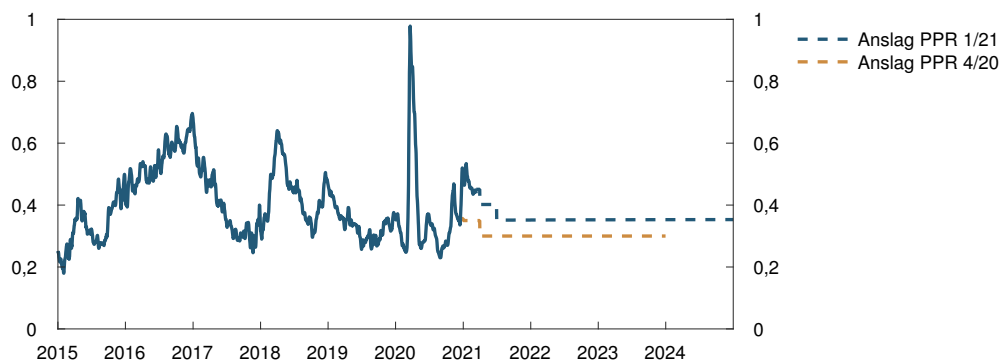
2.1 Rentene

Lave utlånsrenter

Under markedsuroen i mars i fjor økte finansieringskostnadene til banker og foretak markert. Etter hvert som styringsrenten ble satt ned og uroen avtok, falt utlånsrentene til husholdninger og foretak til historisk lave nivåer. I januar i år var den gjennomsnittlige boliglånsrenten i Norge i underkant av 1,9 prosent, litt lavere enn ved forrige rapport. Listepriene for nye boliglån med flytende rente indikerer at nivået på boliglånsrenten har endret seg lite siden januar.

Den gjennomsnittlige utlånsrenten til foretak var 2,6 prosent i januar. Renten på bankenes utlån til foretak er som regel knyttet til tremåneders pengemarkedsrente (Nibor). Pengemarkedsrenten reflekterer markedets forventning til styringsrenten de neste tre månedene og et risikopåslag, ofte omtalt som pengemarkedspåslaget. Mot slutten av fjoråret økte pengemarkedsrenten som følge av at påslaget steg markert. Siden årsskiftet har påslaget falt, men det er fortsatt høyere enn anslått i forrige rapport, se figur 2.1. Oppgangen i pengemarkedspåslaget skyldes økt etterspørsel etter kroner på lengre løpetider i markedet for valutabytteavtaler i forkant av perioder med lavere strukturell likviditet i banksystemet. Slik Nibor er konstruert, vil økt pris på kroner i valutabyttemarkedet slå ut i et høyere pengemarkedspåslag. Norges Bank sørger for at det er tilstrekkelig likviditet i banksystemet hver dag.¹ I forkant av perioder med lavere strukturell likviditet kan

Figur 2.1 Høyere pengemarkedspåslag enn anslått
Prosentenheter



Kilder: Refinitiv Datastream og Norges Bank

¹ Les mer om strukturell likviditet og hvordan Norges Bank styrer bankenes reserver på Norges Banks hjemmesider: *Styring av bankenes reserver - systemet i Norge*.

bankene likevel ønske å sikre seg kroner på lengre løpetider. Fremover anslår vi at påslaget avtar litt som følge av høyere strukturell likviditet. I resten av prognoseperioden venter vi at påslaget holder seg nær 0,35 prosentenheter. Det er litt høyere enn lagt til grunn i desemberrapporten.

I obligasjonsmarkedet har risikopåslagene avtatt videre siden forrige rapport. Påslagene som ikke-finansielle foretak innen de fleste næringer må betale for markedsfinansiering er nå nær nivåene fra før pandemien, mens for bankobligasjoner og obligasjoner med fortrinnsrett (OMF) er risikopåslagene lavere enn før uroen tiltok i mars i fjor.

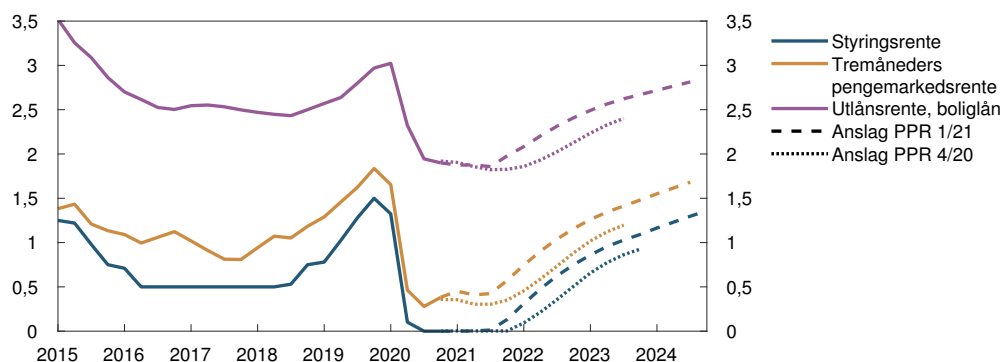
Bankene finansierer i hovedsak boliglån til husholdningene med markedsfinansiering og innskudd. For markedsfinansieringen betaler bankene vanligvis tremåneders pengemarkedsrente pluss risikopåslaget i obligasjonsmarkedet. I sum har prisen på utestående markedsfinansiering økt siden forrige rapport. På den annen side har renten på innskudd ligget stabilt etter sommeren, men falt under 0,4 prosent i januar. Flere forbrukslånbanker har i det siste varslet lavere innskuddsrenter i 2021. Reduserte innskuddsrenter kan bedre lønnsomheten til bankene og gi rom for lavere utlånsrenter.

Markedsaktørene forventer en tidligere renteheving nå enn de gjorde i desember. Markedsprisingen indikerer forventninger om at styringsrenten vil heves mot slutten av året, og ytterligere tre ganger i løpet av neste år. Markedet priser inn en styringsrente på 1,5 prosent ved utgangen av 2024. Det er litt høyere enn prognosen for styringsrenten i denne rapporten.

Vi ser for oss at den gjennomsnittlige boliglånsrenten vil holde seg nær dagens nivå en periode fremover, se figur 2.2. Deretter venter vi at boliglånsrenten øker, som følge av at styringsrenten blir satt opp. I 2024 anslår vi at boliglånsrenten vil være 2,8 prosent. Oppgangen i boliglånsrenten er litt større enn i forrige rapport.

Siden desember har langsiktige norske renter økt markert. Det er rentene på lån med lengst løpetid som har økt mest. Oppgangen følger utviklingen i internasjonale rentemarkeder tett, se figur 2.3. De langsiktige rentene har betydning for husholdninger som ønsker å binde renten på sine lån, og siden forrige rapport har listepriene på lån med 10 års fastrente økt med mer enn 0,50 prosentenheter. Andelen husholdninger med rentebinding er imidlertid lav, slik at boliglånsrenten samlet sett er lite påvirket av endringer i renten på bankenes utlån til fast rente.

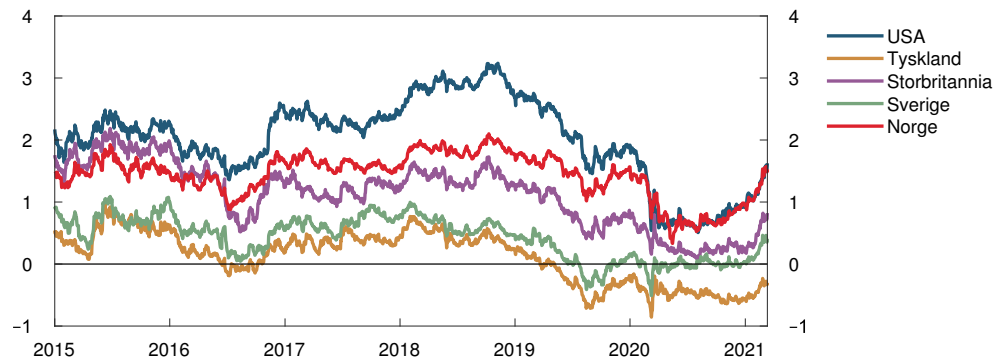
Figur 2.2 Fortsatt lav boliglånsrente
Prosent



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 2.3 Langsiktige renter har steget

Renter på tiårs statsobligasjoner i utvalgte land. Prosent



Kilde: Bloomberg

2.2 Kronekursen

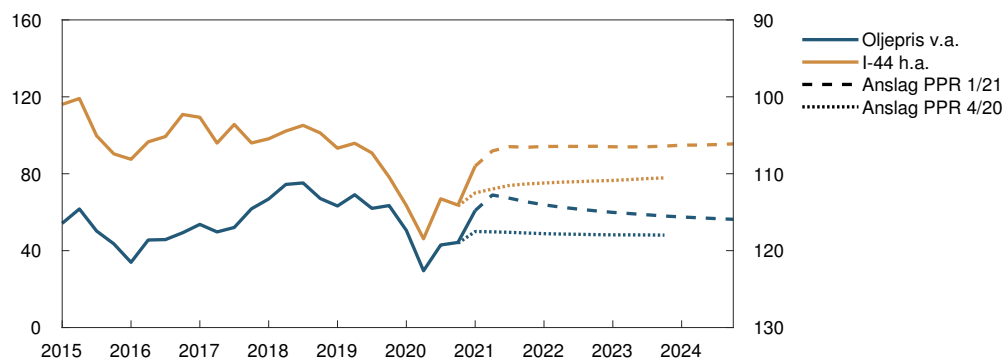
Sterkere kronekurs enn ventet

Kronekursen, målt ved den importveide kursindeksen I-44, falt til rekordsvake nivåer under markedsuroen i mars i fjor. Siden har kronen styrket seg mot de fleste valutaer og er nå tilbake på nivåene fra før virusutbruddet, se figur 2.4. De siste månedene har det vært en del svingninger i kronekursen, men kronebevegelsene har stort sett fulgt utviklingen i oljeprisen og risikosentimentet i internasjonale finansmarkeder. Kronen har styrket seg med om lag 5 prosent siden desember og er sterkere enn anslått i forrige rapport.

Vi venter at kronekursen vil holde seg nær dagens nivå resten av prognoseperioden. Det innebærer en sterkere kurs enn tidligere lagt til grunn. Det er stor usikkerhet om det langsiktige nivået på kronekursen.

Figur 2.4 Sterkere kronekurs enn ventet

Importveid valutakursindeks (I-44) og oljepris



Kilder: Refinitiv Datastream og Norges Bank

3 Norsk økonomi

Gjeninnhenting i norsk økonomi fortsatte mot slutten av fjoråret, og veksten i fastlands-BNP var sterkere enn ventet. Etter årsskiftet synes økt smitte og strengere smittevern igjen å ha bremset aktiviteten noe, og arbeidsledigheten har økt litt. Fremover ser det ut til at vaksineringsen mot koronaviruset kan gå raskere enn vi la til grunn i forrige rapport, slik at smitteverntiltakene kan avvikles tidligere. Samtidig er det fortsatt usikkerhet om forløpet til pandemien og de økonomiske konsekvensene fremover. Vi anslår at gjenåpningen av samfunnet vil gi et klart løft i den økonomiske aktiviteten gjennom året. Da vil flere komme tilbake i arbeid, men det vil ta tid før ledigheten nærmer seg nivåene fra før pandemien. Kapasitetsutnyttningen er anslått å være nær et normalt nivå ved utgangen av året, litt tidligere enn anslått i forrige rapport.

Den underliggende prisveksten har avtatt videre de siste månedene, i takt med at effektene av kronesvekkelsen i fjor vår har blitt mindre. Fremover venter vi at prisveksten avtar ytterligere, til om lag 1,3 prosent i 2022, før den stiger gradvis til 1,7 prosent mot slutten av 2024.

3.1 Den økonomiske utviklingen

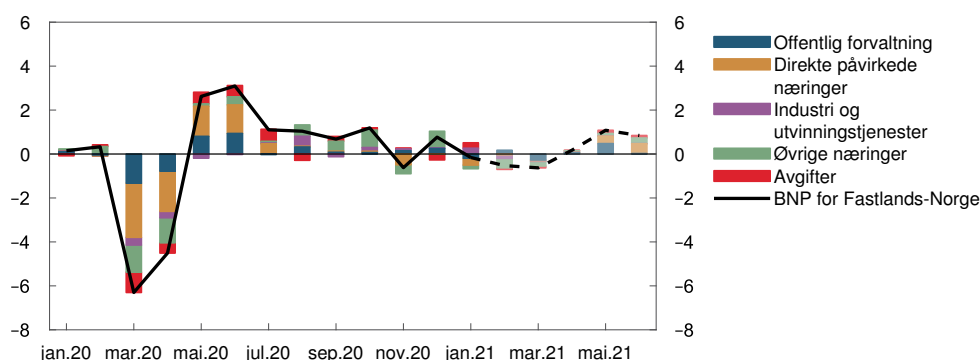
Opgangen bremses noe

Norsk økonomi fortsatte å hente seg inn mot slutten av fjoråret, etter at koronapandemien utløste et kraftig fall i aktiviteten i fjor vår. Utviklingen var sterkere enn anslått, og de foreløpige nasjonalregnskapstallene indikerer at smitteverntiltakene demper den økonomiske aktiviteten noe mindre enn tidligere lagt til grunn.

Fra årsskiftet har økt smitte ført til strengere smitteverntiltak, og gjenåpningen av samfunnet har blitt utsatt. I januar falt aktiviteten litt, og BNP for Fastlands-Norge var rundt 1,5 prosent lavere enn før pandemien brøt ut. Tiltakene påvirker særlig tjenester knyttet til kultur, overnatting, servering og transport. I Østlandsområdet har også deler av varehandelen blitt rammet som følge av nedstenginger den siste tiden. Strengt inn-

Figur 3.1 Gjeninnhenting i fastlandsøkonomien bremses midlertidig

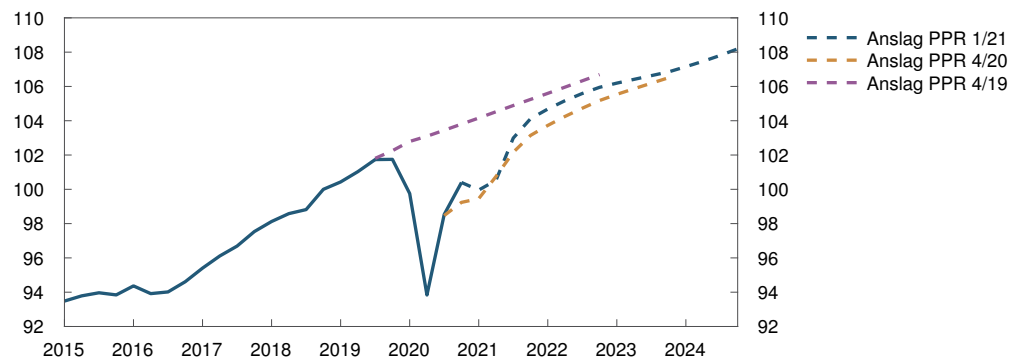
BNP for Fastlands-Norge. Bidrag til månedsvekst. Sesongjustert. Prosent



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 3.2 Utsikter til at veksten tiltar i andre halvår

BNP for Fastlands-Norge. Sesongjustert. Indeks. 4. kv. 2018 = 100



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

reiseregler begrenser tilgangen på utenlandsk arbeidskraft, og ventes å dempe særlig aktiviteten innen bygg og anlegg.

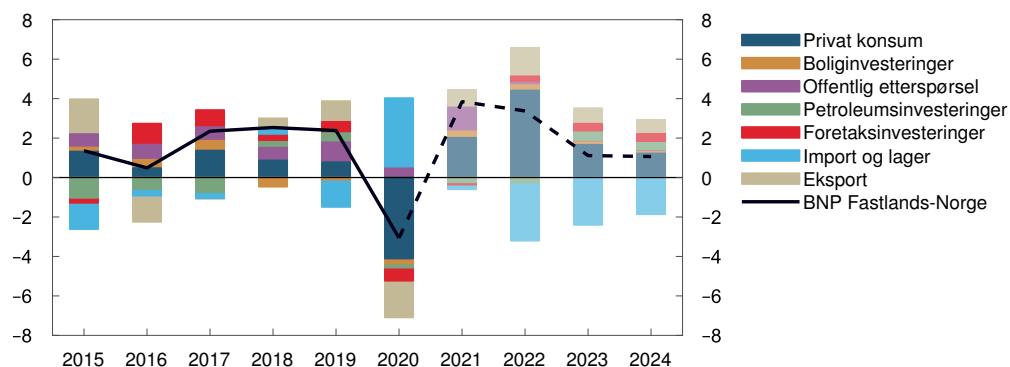
Den økte smitten og strengere smittevern er ventet å gi et fall i BNP for Fastlands-Norge i første kvartal, se figur 3.1. Det er i tråd med informasjonen fra bedriftene i Norges Banks regionale nettverk, som i februar rapporterte om en nedgang i aktiviteten de siste tre månedene. Det neste halve året så bedriftene for seg høyere aktivitet, særlig som følge av økt vaksinerings.

Ny informasjon fra helsemyndighetene tyder på at vaksinerings vil gå raskere enn tidligere anslått, se nærmere omtale på side 11. Samtidig er det fortsatt usikkerhet om forløpet til pandemien og de økonomiske konsekvensene. Vi venter at gjenåpningen av samfunnet vil gi et klart løft i den økonomiske aktiviteten gjennom året, særlig drevet av tjenester som har vært hardt rammet av tiltakene gjennom pandemien. I andre halvår anslår vi at veksten tiltar, og det er utsikter til at aktiviteten i den norske fastlandsøkonomien er tilbake på nivået fra før pandemien i tredje kvartal i år, se figur 3.2.

Vi anslår at aktiviteten i norsk økonomi vil fortsette å ta seg opp de nærmeste årene, se figur 3.3. Neste år venter vi god vekst i økonomien, særlig som følge av en oppgang i husholdningenes konsum. Fortsatt lave renter og at husholdningene vil bruke en del av

Figur 3.3 Husholdningenes konsum løfter veksten fremover

BNP for Fastlands-Norge. Bidrag til årsvekst. Prosentenheter



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

de oppsparte midlene fra perioden med begrensede forbruksmuligheter, ventes å bidra til at forbruket øker betydelig.

I 2023 og 2024 anslår vi at veksten avtar noe, i takt med lavere vekst i konsumet. Høyere aktivitet hos våre handelspartnere vil gi økt eksport de nærmeste årene. Finanspolitikken vil understøtte veksten i år, gjennom flere tiltak for å motvirke de økonomiske konsekvensene av pandemien. Fra og med neste år legger vil til grunn at offentlig etterspørsel vil endre seg lite.

Husholdningenes etterspørsel vil avta midlertidig

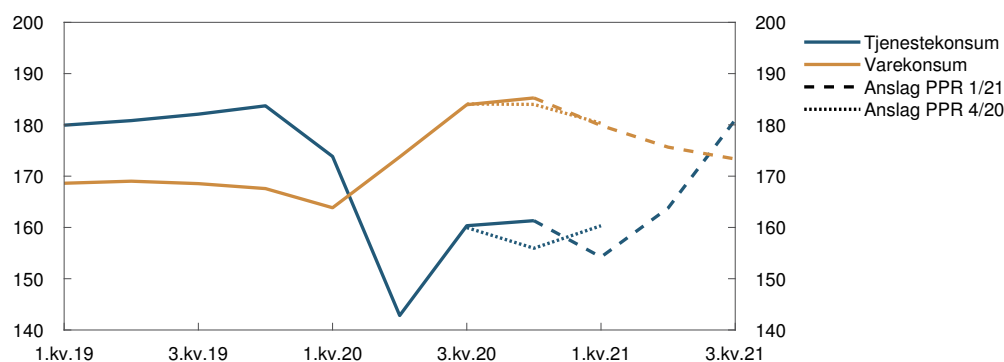
Husholdningenes konsum hentet seg betydelig inn i tredje kvartal i fjor, etter et kraftig fall tidligere på året. I fjerde kvartal var konsumet stabilt og høyere enn ventet, se figur 3.4. Det skyldtes i hovedsak at næringene som rammes direkte av smitteverntiltak ble mindre påvirket enn vi så for oss.

Under pandemien har konsumet av tjenester blitt hardt rammet av smitteverntiltak, og i fjerde kvartal var nivået fortsatt rundt 12 prosent lavere enn før pandemien. Begrensningene på konsum av tjenester har bidratt til en vridning mot varekonsum det siste året. Som ventet holdt konsumet av varer seg oppe på et høyt nivå i fjerde kvartal, som er rundt 10 prosent over nivået fra før pandemien. Nordmenns konsum i utlandet falt som forventet videre i fjerde kvartal, til et nivå som er mer enn 90 prosent lavere enn før pandemien.

Norges Bank har tilgang på data for en betydelig andel av nordmenns korttransaksjoner for både debet- og kredittkort for BankAxept, Vipps, Visa og Mastercard. Den samlede kortbruken indikerer at kjøp av tjenester innenfor de utsatte tjenestenæringene falt betydelig fra tredje til fjerde kvartal i fjor. Videre indikerer kortbruken at nivåene i disse næringene var høyere i sommer enn nasjonalregnskapet viser. Det bidrar til noe usikkerhet om nivået på husholdningenes konsum og dermed også om nivået på spareraten. Det kan også indikere at konsumet av tjenester samvarierer mer med smitteverntiltakene enn det de foreløpige nasjonalregnskapstallene viser. Høyere samvariasjon mellom tiltak og konsum kan tilsa at sparingen i større grad har økt som følge av smitteverntiltak og frykt for smitte, og i mindre grad har vært drevet av forsiktighet grunnet økt usikkerhet om fremtidige inntekter.¹

Figur 3.4 Tjenestekonsumet mindre dempet av smitteverntiltak enn ventet

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

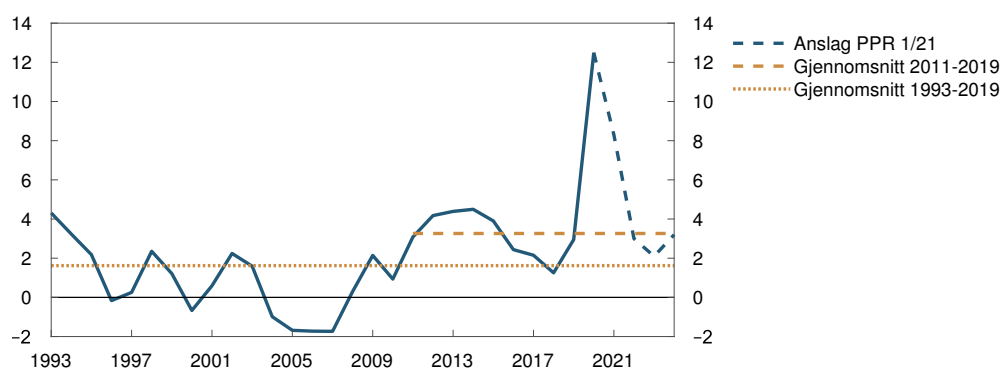


Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

¹ Se utdypning i Pengepolitisk rapport 4/20 «Historisk høy sparing i husholdningene»

Figur 3.5 Høy sparing gir rom for konsumvekst

Prosent



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Den svake utviklingen i de utsatte tjenestenæringene har fortsatt i januar og februar i år, og kjøp av varer så langt i år indikerer noe nedgang i varekonsumet. Basert på innsikten fra kortdataene ser vi for oss at det også fremover vil være en nær sammenheng mellom konsumet og smitteverntiltakene. Vi anslår at husholdningenes konsum vil falle i første kvartal i år, men at konsumet deretter gradvis vil tilta frem mot sommeren, i takt med vaksineringen og gjenåpningen av samfunnet. Reiserestriksjoner er ventet å holde nordmenns kjøp i utlandet på et lavt nivå også utover høsten. Vi ser for oss at veksten i varekonsumet vil avta, i takt med at vridningen mellom tjeneste- og varekonsumet som har blitt drevet av koronakrisen blir reversert. Etter hvert som reiserestriksjonene avvikles, tror vi høyere reiseaktivitet vil gi økt utenlandskonsum.

En lang periode med begrensede forbruksmuligheter har ført til at husholdningene har spart mye, se figur 3.5. Dette ventes, sammen med noe høyere reallønnsvekst, å bidra til sterk vekst i konsumet i de kommende årene. Samtidig er det stor usikkerhet om hvor raskt og hvor mye spareraten vil falle. Anslagene for spareraten er lite endret siden forrige rapport.

Høyere boliginvesteringer fremover

Prisveksten og omsetningen av bruktboliger tok seg markert opp etter et kortvarig fall i fjor vår, og har holdt seg oppe gjennom høsten og vinteren. Lavere renter stimulerer boligmarkedet, og økt bruk av hjemmekontor og begrensede forbruksmuligheter kan også ha økt etterspørselen etter og betalingsviljen for bolig.

Boligprisveksten har vært høyere enn anslått i forrige rapport. Den nærmeste tiden venter vi at veksttakten gradvis vil avta. De neste årene er det utsikter til nokså lav boligprisvekst, blant annet som følge av høyere renter, normalisering av husholdningenes forbruksmønster og økt boligbygging. Se kapittel 5 for en nærmere omtale av utviklingen i boligmarkedet.

Boliginvesteringene økte mer enn ventet mot slutten av fjoråret. Det siste halvåret har salget av nye boliger økt, og det gir forventninger om økt boligbygging og høyere boliginvesteringer fremover. Samtidig skaper strenge innreiseregler utfordringer for byggenæringen, som i stor grad benytter utenlandsk arbeidskraft. Flere kontakter i det regionale nettverket melder at dette kan bli en utfordring fremover. Begrenset tilgang på arbeidskraft vil derfor kunne dempe aktiviteten innen boligbygging og føre til forsinkelser, men det er usikkert hvor store følger dette vil få.

Bedre investeringsutsikter i næringslivet

Fastlandsbedriftenes investeringer var allerede på vei ned da pandemien brøt ut i fjor vår, men strenge smitteverntiltak og stor usikkerhet bidro til å forsterke nedgangen frem mot sommeren. Foreløpige nasjonalregnskapstall indikerer at investeringene holdt seg bedre oppe i andre halvår enn vi ventet.

Det neste året ser kontaktene i vårt regionale nettverk for seg en liten vekst i investeringene, se figur 3.6. Investeringsplanene er dermed litt høyere enn de var i intervjurunden i november. På den annen side indikerer investeringstillingen for industri og kraft lavere investeringer i år. Samlet sett bidrar det til at vi har oppjustert våre forventninger fra forrige rapport, men vi venter fortsatt noe nedgang i investeringene i inneværende år. At gjenåpningen av samfunnet har kommet nærmere i tid, bidrar trolig til å hindre en svakere utvikling i investeringene. Samtidig kan klimatilpasninger blant bedriftene bidra til økte investeringer i løpet av prognoseperioden, se utdypning på side 35.

I årene frem mot 2024 venter vi at økt lønnsomhet og bedre vekstutsikter for norsk økonomi vil bidra til å støtte opp om investeringene i fastlandsforetakene. Anslagene for veksten i investeringene er oppjustert i år, litt nedjustert neste år, og lite endret resten av prognoseperioden.

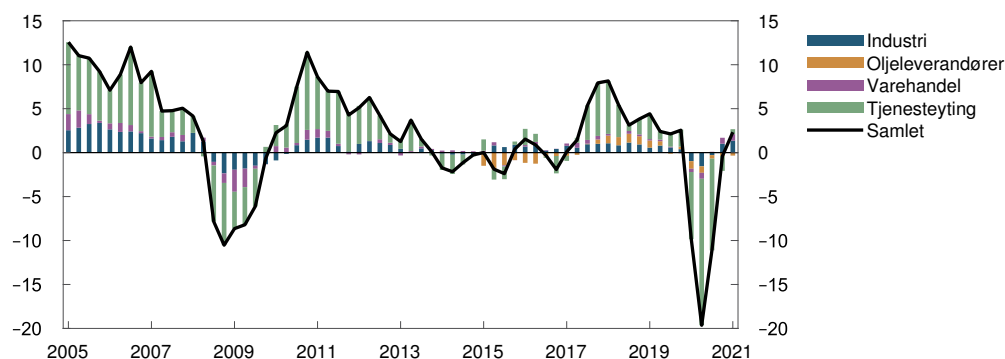
Pandemien, fallet i oljeprisen og økt usikkerhet bidro til at petroleumsinvesteringene falt fra 2019 til 2020. Nedgangen ble dempet av at Stortinget vedtok midlertidige skattelettelsener for oljeselskapene i juni i fjor. Vi venter at investeringene vil fortsette å falle i år og neste år, til tross for at skattelettelsene isolert sett gir høyere investeringer og at oljeprisen er om lag like høy som før pandemien. Det gjenspeiler at flere store utbygginger vil bli ferdigstilt, samtidig som det trolig vil bli satt i gang relativt få nye utbygginger i år og første halvdel av neste år, se figur 3.7.

De midlertidige skattelettelsene gir oljeselskapene sterke incentiver til å sett i gang utbyggingsprosjekter før utgangen av 2022. Oljeselskapene har i tråd med dette signalisert at de vil sette i gang en rekke utbygginger, herunder Noaka og Wisting, i andre halvdel av neste år. Vi venter derfor at petroleumsinvesteringene vil øke markert i 2023 og 2024. Investeringene trekkes også opp av at oljeselskapene vil investere betydelig i prosjekter som bidrar til å kutte klimagassutslipp.

Sammenlignet med forrige rapport anslår vi høyere nivå på petroleumsinvesteringene gjennom hele prognoseperioden. Vi har oppjustert anslagene for leting og felt i drift i

Figur 3.6 Lysere investeringsutsikter i bedriftene

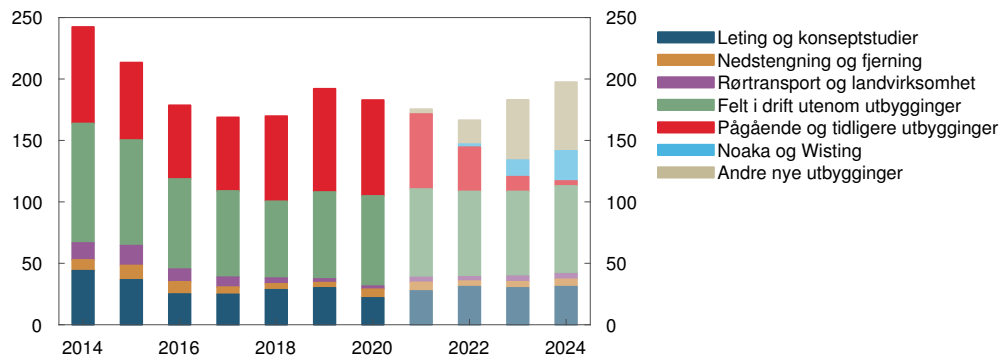
Forventede endringer i investeringer neste 12 måneder. Prosent



Kilde: Norges Bank

Figur 3.7 Petroleumsinvesteringene tar seg opp etter 2022

Petroleumsinvesteringer. Faste 2021-priser. Mrd. kroner



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

lys av investeringstillingen for første kvartal og som følge av at olje- og gassprisene har økt mye siden forrige rapport. Samtidig har vi nedjustert anslagene for utbygginger noe i lys av ny informasjon om kommende utbyggingsprosjekter.

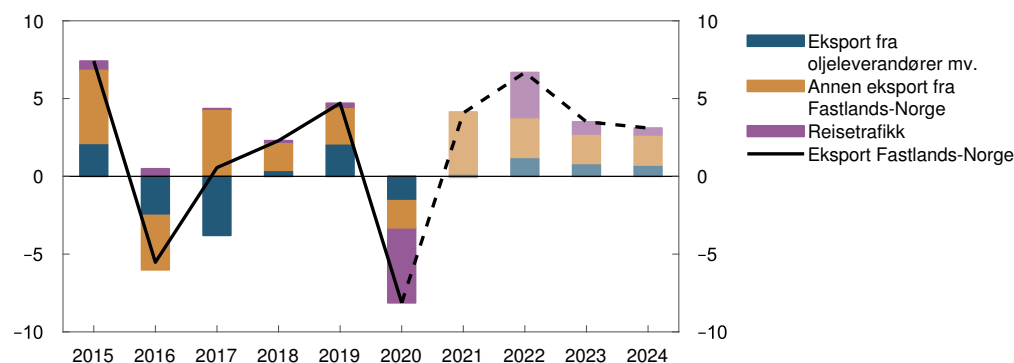
Økt eksportvekst de neste årene

Eksporten fra fastlandsbedriftene tok seg opp i andre halvår i fjor. I fjerde kvartal økte eksporten mer enn ventet, som følge av at aktiviteten hos våre handelspartnere økte mer enn vi så for oss. Like fullt falt eksporten med mer enn 8 prosent i 2020. Det var særlig lavere reiseaktivitet fra utlandet til Norge som bidro til fallet. Nedgang i eksporten fra oljeleverandørene, drevet av lavere investeringsaktivitet internasjonalt, trakk også klart ned.

I påvente av at reiserestriksjoner og smitteverntiltak blir avviklet, venter vi at reiseaktiviteten vil holde seg lav i første halvår i år. Deretter tror vi reiseaktiviteten vil øke betydelig gjennom andre halvår, selv om noen reiserestriksjoner fortsatt vil være gjeldende, og fortsette å øke frem mot 2024. Eksporten fra oljeleverandørene ventes å være tilnærmet uendret i år, og deretter løftes av investeringsvekst i internasjonal petroleumsvirksomhet de neste årene, se figur 3.8. Vi ser også for oss at høyere aktivitet hos våre handelspartnere vil løfte den øvrige eksporten fremover.

Figur 3.8 Eksporten er ventet å ta seg opp

Eksport fra Fastlands-Norge. Bidrag til årsvekst. Prosent



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Anslagene for eksporten er noe oppjustert fra forrige rapport. Det må ses i lys av at anslagene for veksten hos våre handelspartnere er noe høyere og at oljeprisen har økt betydelig. Sterkere kronkurs trekker i motsatt retning.

Importen tok seg kraftig opp i andre halvår i fjor, etter en betydelig nedgang i første halvdel av året. I likhet med eksporten har importen vært dempet av reiserestriksjonene. Etter hvert venter vi at importen vil ta seg betydelig opp, i takt med at innenlandsk etterspørsel øker og at reiserestriksjonene etter hvert blir opphevet.

Høyere offentlig pengebruk enn anslått

Siden pandemien brøt ut i mars i fjor, har regjeringen iverksatt omfattende finanspolitiske tiltak for å dempe de økonomiske konsekvensene av virusutbruddet og strenge smitteverntiltak. I nasjonalbudsjettet for 2021 la regjeringen opp til at mange tiltak skulle fases ut i år, og at uttaket fra Statens pensjonsfond utland (SPU) skulle avta betydelig. Etter flere nye smitteutbrudd og innføring av strengere smitteverntiltak, har det blitt vedtatt nye tiltak og eksisterende støttetiltak har blitt utvidet.

I slutten av januar la regjeringen frem en ny tiltakspakke. Det innebærer at den offentlige pengebruken i 2021 vil være høyere enn anslått i forrige rapport. Det strukturelle, oljekorrigerede underskuddet anslås nå å utgjøre 3,3 prosent av SPU i 2021.² Som andel av fondet er underskuddet som anslått i forrige rapport, men andelen trekkes ned av at fondsverdien har steget mer enn det som lå til grunn for anslagene i desember.

Neste år venter vi at utfasing av koronatiltak og lavere vekst i offentlig etterspørsel vil bidra til at underskuddet avtar til 3,1 prosent av fondet. Utover i prognoseperioden venter vi at lav vekst i offentlig etterspørsel bidrar til at underskuddet avtar ytterligere til i underkant av 3 prosent i 2024. Selv om vi legger til grunn nær nullvekst i offentlig etterspørsel, vil utfasingen av koronatiltak frigjøre midler som kan gi økt pengebruk på andre formål og satsninger.

Bedringen i arbeidsmarkedet noe utsatt

I desember i fjor avtok arbeidsledigheten noe, før økt smitte og strengere smitteverntiltak førte til at ledigheten økte litt i januar. I februar var ledigheten stabil på 4,0 prosent. Utviklingen i arbeidsmarkedet har vært noe svakere enn vi anslo i forrige rapport.

I februar var det i underkant av 208 000 helt ledige, delvis ledige eller arbeidssøkere på tiltak hos NAV. Det er om lag dobbelt så mange som for et år siden, og utgjør 7,3 prosent av arbeidsstyrken.

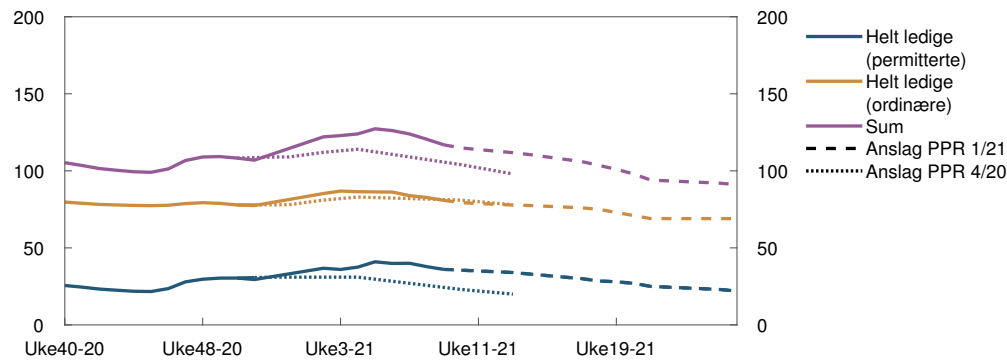
Økningen i ledighet siden årsskiftet henger særlig sammen med flere permitteringer, se figur 3.9. Ved utgangen av februar var det nær 73 000 permitterte, og litt over halvparten var helt permittert. Det samlede antallet permitterte er det høyeste siden august i fjor. Likevel er antall permitterte fortsatt betydelig lavere enn under den første nedstengingen i mars i fjor, da det på det meste var mer enn 270 000 permitterte.

Oppgangen i ledigheten i år har i hovedsak kommet i næringene som rammes direkte av smitteverntiltakene. Det gjelder særlig serviceyrker, reiseliv og transport. I tillegg har nedstenging av store deler av varehandelen i deler av landet gitt en klar oppgang i ledigheten innen butikk- og salgsarbeid. Ledigheten har økt mest i Oslo, Viken og Vestland, noe som reflekterer de regionale smitteverntiltakene.

² Basert på faktisk verdi av SPU ved inngangen til året. Basert på anslaget for fondsverdien fra nasjonalbudsjettet 2021 anslår vi det strukturelle, oljekorrigerede underskuddet i 2021 til 3,5 prosent av fondet.

Figur 3.9 Flere permitterte

Registrerte arbeidsledige. Antall i tusen



Kilder: NAV og Norges Bank

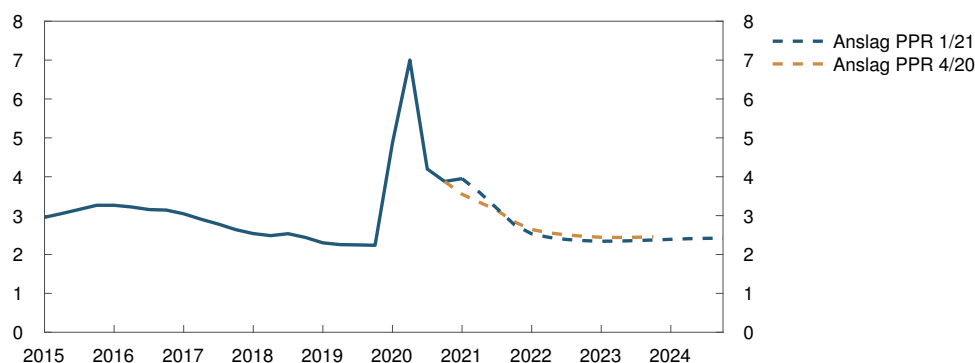
Så langt i mars har det blitt færre helt ledige, mens antall delvis ledige har økt noe, ifølge ukestall fra NAV. Enkelte kontakter i vårt regionale nettverk oppgir at de har tilpasset seg tiltakene og funnet arbeid til de ansatte i andre regioner eller funksjoner.

Frem mot sommeren venter vi at arbeidsledigheten vil falle, men den vil trolig holde seg høyere enn anslått i forrige rapport etter økningen i starten av året. Antall ledige stillinger har tatt seg betydelig opp i år, og kontaktene i vårt regionale nettverk indikerer flere ansettelser fremover. I andre kvartal ventes ledigheten å avta litt raskere, i takt med at smitteverntiltakene trolig trappes ned, og flere permitterte kommer tilbake i jobb. Arbeidsledigheten ventes å falle videre frem til midten av neste år og deretter stabilisere seg på et litt høyere nivå enn før pandemien ut prognoseperioden, se figur 3.10.

Sysselsettingen steg mer enn ventet i fjerde kvartal i fjor, se figur 3.11. Det må ses i sammenheng med at aktiviteten i fastlandsøkonomien i samme periode var høyere enn anslått. Utviklingen i sysselsettingen gjenspeiler kun delvis utviklingen i den registrerte ledigheten. Det skyldes at de permitterte regnes som sysselsatte de første tre månedene av permitteringsperioden, og sysselsettingstallene fanger derfor ikke opp dem som er permittert i kortere tid enn dette.

Figur 3.10 Lavere ledighet fremover

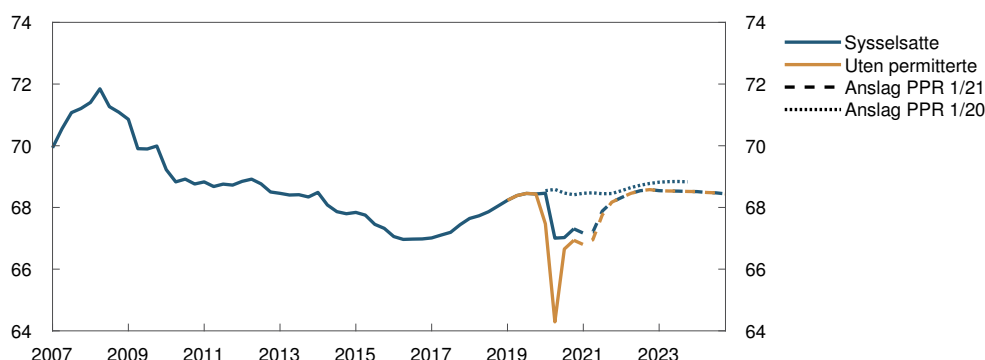
Registrerte helt ledige som andel av arbeidsstyrken. Sesongjustert. Prosent



Kilder: NAV og Norges Bank

Figur 3.11 Flere sysselsatte enn ventet

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



Kilder: NAV, Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

I første kvartal i år venter vi noe nedgang i sysselsettingen, som følge av at ledigheten har økt litt og at arbeidsinnvandringen vil begrenses av de strenge reiserestriksjonene. Deretter ventes sysselsettingen å øke frem mot sommeren. Det er i tråd med anslagene fra vårt regionale nettverk, der kontaktene innen tjenesteyting, varehandel og industri ser for seg økt sysselsetting de kommende månedene.

Reiserestriksjoner og lavere etterspørsel etter arbeidskraft har ført til at arbeidsinnvandringen har falt under pandemien. Vi tror de strenge reiserestriksjonene vil vedvare frem til sommeren, og at antallet ikke-bosatte arbeidstakere vil avta videre fremover og dempe veksten i sysselsettingen. Idet reiserestriksjonene løftes venter vi at arbeidsinnvandringen vil ta seg opp igjen, i tråd med fremskrivninger fra Statistisk sentralbyrå.

De neste årene venter vi at videre vekst i aktiviteten vil bidra til økt etterspørsel etter arbeidskraft og høyere sysselsetting. Sysselsettingen anslås å nå nivået fra før pandemien i første halvdel av 2022.

Anslaget for veksten i sysselsettingen er uendret i år, men nivået er likevel høyere enn anslått i forrige rapport. Til neste år venter vi noe høyere vekst i sysselsettingen, som følge av noe høyere vekst i fastlandsøkonomien enn vi anslo sist. Utover i prognoseperioden er anslagene for sysselsettingsnivået lite endret fra forrige rapport.

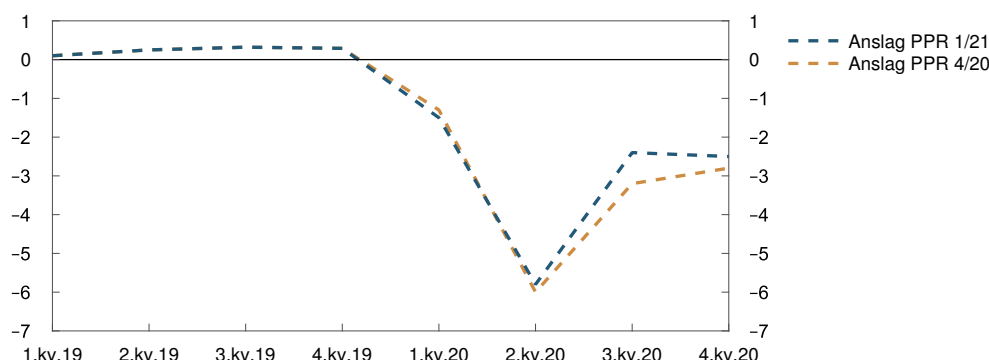
Pandemien og det kraftige tilbakeslaget i økonomien kan få langvarige konsekvenser i arbeidsmarkedet. Andelen langtidsledige, som består av arbeidstakere som har vært helt ledige i mer enn et halvt år, har steget til et historisk høyt nivå det siste året. De siste månedene har langtidsledigheten avtatt noe, men nivået er fortsatt høyt. Langvarig ledighet kan redusere muligheten til å komme tilbake i arbeid, blant annet som følge av tap av ferdigheter, at arbeidsgivere vurderer langtidsledige mer negativt og lavere motivasjon til å søke jobb. Om lag én av fem av de langtidsledige er permitterte, og kan dermed ha noe bedre utsikter til å komme tilbake i jobb idet samfunnet gjenåpnes.

Sterke tilbakeslag har tidligere blitt etterfulgt av langvarig lavere yrkesdeltakelse, senest etter fallet i oljeprisen i 2014.³ At arbeidsledigheten fortsatt er på et høyt nivå og at mange ennå er langtidsledige, understøtter vår vurdering om at pandemien vil kunne få langvarige negative konsekvenser for yrkesdeltakelsen.

³ Se Ellingsen og Galaasen (2021): Langvarige konsekvenser i arbeidsmarkedet, Staff Memo 1/2021, Norges Bank

Figur 3.12 Oppjustering av kapasitetsutnytting i 2020

Produksjonsgap. Prosent



Kilde: Norges Bank

Utsikter til mindre ledig kapasitet i økonomien

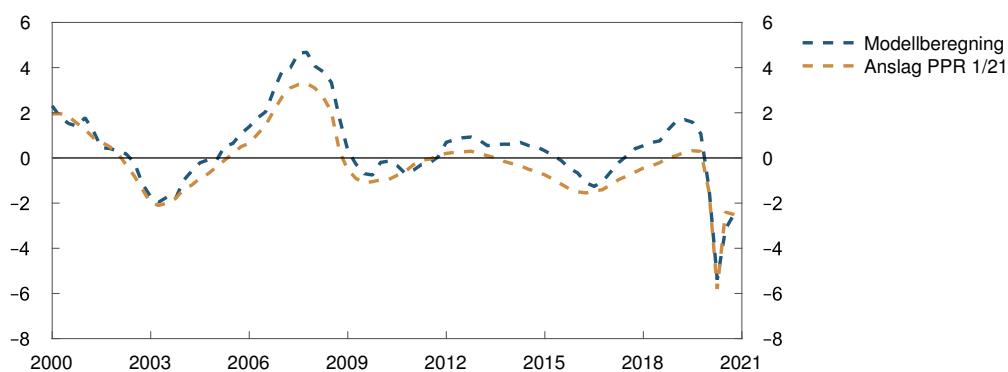
Vår vurdering er at det fortsatt er mye ledige ressurser i norsk økonomi, etter det kraftige tilbakeslaget i fjor. Det er likevel betydelig usikkerhet om hvor mye ledig kapasitet det er og har vært i norsk økonomi siden pandemien brøt ut. Smitteverntiltak og frykt for smitte har påvirket både tilbudet og etterspørselen i økonomien. Særlig vurderingen av produksjonspotensialet har vært mer krevende enn normalt.

Vi tror nå at kapasitetsutnyttningen var noe høyere i fjor enn vi anslo i forrige rapport. Foreløpige nasjonalregnskapstall viser at både BNP-veksten og sysselsettingen i fjor falt noe mindre enn ventet i PPR 4/20. Data om nordmenns kortbruk tyder dessuten på at omsetningen i tjenestenæringene var høyere i fjor sommer enn det nasjonalregnskapstallene indikerer, se nærmere omtale av disse dataene på side 23. Vi har derfor oppjustert anslaget på kapasitetsutnyttningen i tredje kvartal i fjor. De samme dataene tyder også på en litt svakere utvikling i fjerde kvartal enn det nasjonalregnskapstallene viser. På bakgrunn av dette anslår vi nå at det var en liten nedgang i kapasitetsutnyttningen fra tredje til fjerde kvartal i fjor, se figur 3.12. Vår vurdering av kapasitetsutnyttningen er godt i tråd med empiriske modellberegninger, se figur 3.13.

I inneværende kvartal vil kapasitetsutnyttningen trolig avta noe mer, som følge av nye innstramminger i smittevernet og noe høyere arbeidsledighet. I takt med at aktiviteten i økonomien tar seg opp igjen frem mot sommeren, tror vi kapasitetsutnyttningen vil øke

Figur 3.13 Mye ledige ressurser i norsk økonomi

Produksjonsgap. Prosent



Kilde: Norges Bank

litt. I andre halvår er det utsikter til at kapasitetsutnyttningen vil øke raskere enn vi anslo i desember, som følge av høyere vekst i fastlandsøkonomien. Antakelsen om at vaksineringen vil skje noe raskere enn vi sist så for oss, er en sentral forutsetning for en slik utvikling. Ved utgangen av året vil kapasitetsutnyttningen nærme seg et mer normalt nivå, som er noe tidligere enn anslått i forrige rapport.

Med god vekst i fastlandsøkonomien neste år og videre oppgang i aktiviteten de påfølgende årene, er det utsikter til at kapasitetsutnyttningen vil fortsette å øke noe de nærmeste årene. Vi anslår at veksten i produksjonspotensialet i gjennomsnitt øker med 1¼ prosent per år i perioden 2022–2024. Produktiviteten ventes å stige med ¾ prosent per år, mens sysselsettingen anslås å øke med ½ prosent.

3.2 Kostnader og priser

Høyere lønnsvekst enn ventet

Pandemien gjør det krevende å tolke lønns- og kostnadsutviklingen. Det historisk høye omfanget av permitteringer og nedgang i sysselsettingen i 2020 rammet ulikt på tvers av næringer og yrker med forskjellige lønnsnivåer. Det var særlig lønnstakere med lavere lønn enn gjennomsnittet som ble rammet. Dette innebar store sammensetningseffekter ved måling av lønnsveksten.

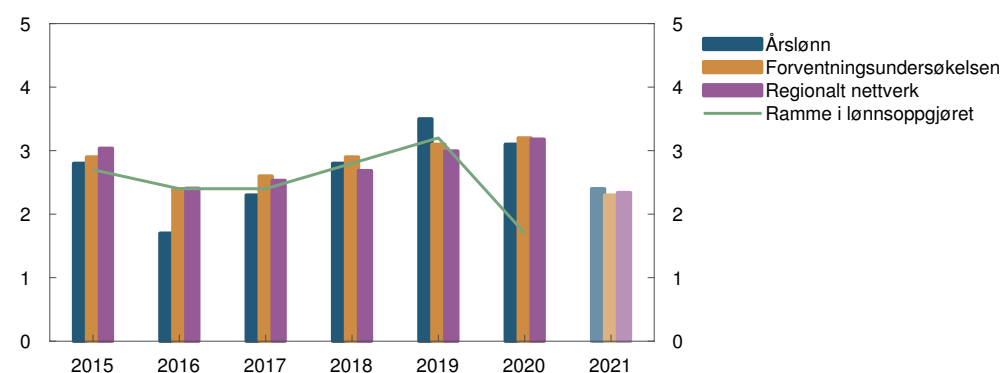
Tall fra nasjonalregnskapet viser at veksten i gjennomsnittlig årslønn i fjor var 3,1 prosent. Det er klart høyere enn vårt anslag i forrige rapport og vesentlig høyere enn rammen i lønnsoppgjøret. Det ser ut til at sammensetningseffektene trakk opp den målte lønnsveksten i nasjonalregnskapet mer enn vi anslo, men trolig var også den underliggende lønnsveksten i fjor noe høyere enn vi ventet.

Lønnsveksten avtok markert gjennom 2020, ifølge den kvartalsvise lønnsstatistikken. Det gjenspeiler at sammensetningseffektene etter hvert ble redusert, men også at høy arbeidsledighet, svak produktivitetutvikling og svak lønnsomhet i mange bedrifter bidro til et moderat lønnsoppgjør.

Vi anslår at den gjennomsnittlige målte årslønnsveksten i nasjonalregnskapet i 2021 vil falle til 2,4 prosent. Lønnsveksten ved inngangen til 2021 ser ut til å være lav, og en del sammensetningseffekter vil trolig reverseres og trekke den gjennomsnittlige lønnsveksten ned. Vi ser likevel for oss at lønnsveksten øker noe gjennom året. Arbeidsledig-

Figur 3.14 Forventninger om lavere lønnsvekst i 2021

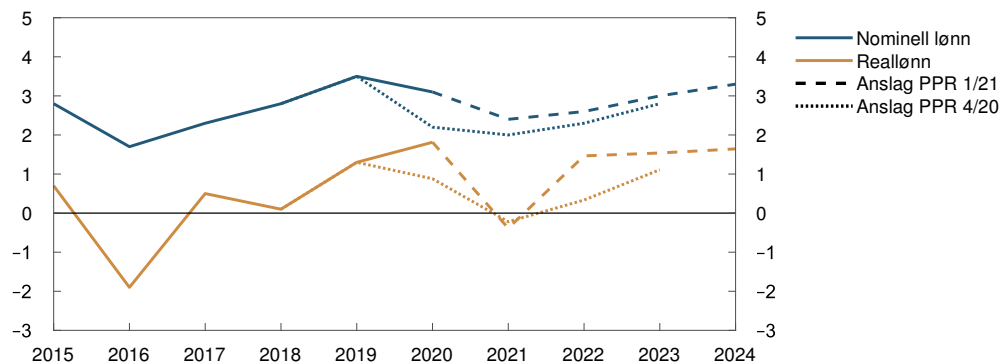
Årslønnsvekst og lønnsforventninger. Prosent



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

Figur 3.15 Utsikter til moderat lønnsvekst

Lønn. Årsvekst. Prosent



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

heten vil trolig avta noe, selv om den fortsatt vil være høy. Etter hvert som aktiviteten i økonomien normaliseres, vil også lønnsomheten i bedriftene bedres. Prisveksten er også ventet å ta seg en del opp og vil kunne bidra til økt lønnsvekst.

Anslaget for 2021 er nær forventningene både i Regionalt nettverk og i Norges Banks forventningsundersøkelse, se figur 3.14. Det er imidlertid usikkert i hvilken grad undersøkelsene fanger opp at sammensetningseffekter kan trekke ned årslønnsveksten i år.

Utover i prognoseperioden venter vi at lønnsveksten gradvis øker til 3,3 prosent i 2024, se figur 3.15. Produksjonsgapet blir etter hvert positivt og høyere oljepris enn ved forrige rapport kan gradvis bidra til bedret lønnsomhet i en del bedrifter. Vi legger imidlertid fortsatt til grunn at produktivitetsveksten blir forholdsvis lav. Det vil isolert sett holde igjen lønnsveksten. Ifølge Norges banks forventningsundersøkelse venter partene i arbeidslivet en lønnsvekst 3,1 prosent om fem år.

Det er usikkerhet om den fremtidige lønnsveksten. På kort sikt utgjør sammensetningseffektene en betydelig usikkerhet for den målte lønnveksten. Lønnsutviklingen vil også avhenge av forløpet for pandemien fremover og hvor raskt forholdene i økonomien normaliseres, se også ramme side 11.

Lavere underliggende prisvekst

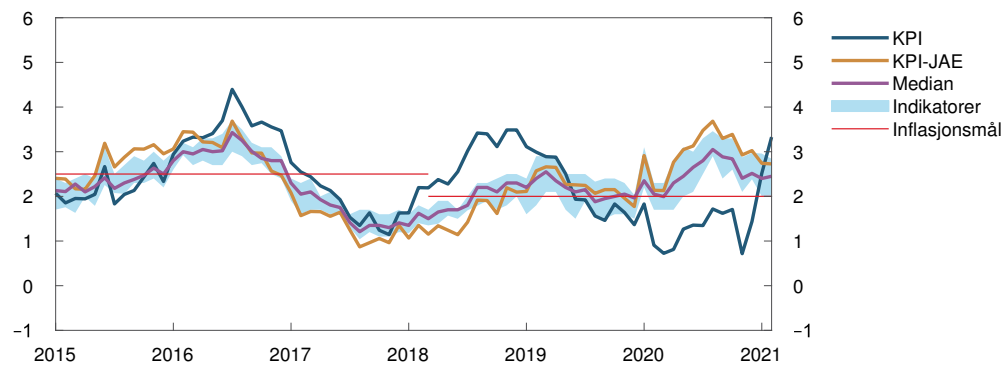
Den underliggende prisveksten tiltok gjennom våren og sommeren i fjor, målt ved tolv månedersveksten i konsumprisindeksen justert for avgiftsendringer og uten energivarer (KPI-JAE), se figur 3.16. Oppgangen kan i hovedsak forklares av høyere prisvekst på importerte varer, som følge av kronesvekkelsen gjennom vinteren og våren i fjor. De siste månedene har prisveksten avtatt noe, og i februar var tolv månedersveksten i KPI-JAE 2,7 prosent, noe lavere enn ventet. Gjennomsnittet av tolv månedersveksten i andre indikatorer for underliggende inflasjon var 2,4 prosent i februar.⁴

Utviklingen i energiprisene har gitt store avvik mellom veksten i konsumprisindeksen (KPI) og KPI-JAE de siste årene. Siden forrige rapport har strømprisene steget både mer og raskere enn ventet, og bidratt til at tolv månedersveksten i KPI økte fra 1,4 prosent i desember til 3,3 prosent i februar, betydelig mer enn anslått. Effekten av avgiftsreduksjoner

⁴ For en nærmere gjennomgang av ulike indikatorer, se Husabø, E. (2017) «Indikatorar for underliggjande inflasjon i Noreg» Staff Memo 13/2017. Norges Bank»

Figur 3.16 Lavere underliggende inflasjon, men oppgang i KPI-veksten

KPI og indikatorer for underliggende inflasjon. Tolvmånedersvekst. Prosent



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

på blant annet alkohol og sukker har også trukket veksten i KPI litt mindre ned enn lagt til grunn.

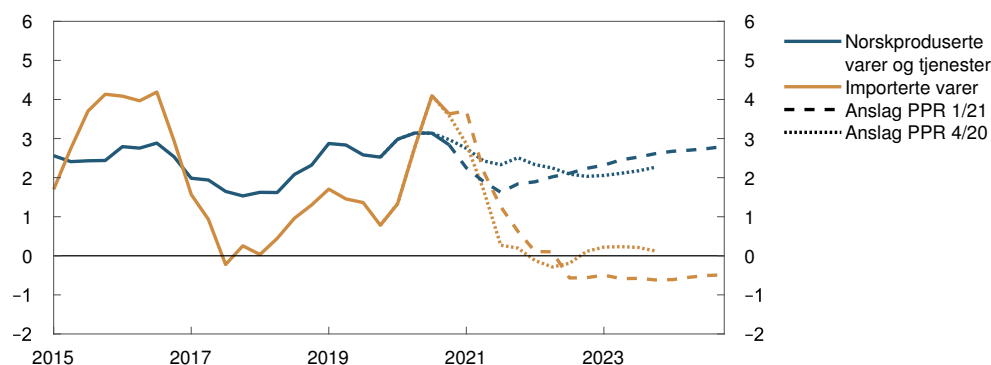
Siden i sommer har den importerte prisveksten falt i takt med at effekten av kronesvekkelsen i fjor har avtatt, men de siste månedene har nedgangen bremsset. I februar økte den importerte prisveksten og var litt høyere enn anslått. Prisveksten på norskproduserte varer og tjenester har avtatt videre og vært litt lavere enn anslått. Det kan tyde på at lav kapasitetsutnyttning har bidratt til en litt raskere nedgang i prisveksten enn lagt til grunn.

De neste månedene venter vi at den underliggende prisveksten avtar nokså raskt ned mot 2 prosent, drevet av nedgang i både importert og innenlandsk prisvekst, se figur 3.17. Avtakende effekt av kronesvekkelsen i fjor vår vil bidra til å trekke ned importert prisvekst, men økte kostnader på globale frakt- og transporttjenester kan dempe fallet noe.

Samtidig bidrar ekstraordinære forhold knyttet til koronapandemien til usikkerhet om utviklingen i prisveksten fremover. Den lave kapasitetsutnyttningen i norsk økonomi tilsier at prisveksten vil være lav. Midlertidige endringer i avgifter påvirker målingen av de avgiftsjusterte prisene, og vil trolig dempe den målte innenlandske prisveksten i sommer, se boks side 34. Ekstra kostnader blant annet knyttet til smittevern kan på den annen side føre til høyere prisvekst enn kapasitetsutnyttningen i norsk økonomi isolert sett skulle tilsi.

Figur 3.17 Utsikter til lavere importert prisvekst

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



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

MÅLING AV PRISER UNDER KORONAPANDEMIEN

Gjennom pandemien har prisveksten for tjenester som har hatt nærmest fullt bortfall som følge av smitteverntiltak blitt estimert. I februar ble om lag 2,5 prosent av vektgrunnlaget i konsumprisindeksen (KPI) fremskrevet enten med sesongvariasjon eller med total KPI.

Som et økonomisk støttetiltak har merverdiavgiften (MVA) på varer og tjenester med lav sats blitt redusert fra 12 til 6 prosent i perioden fra 1. april 2020 til 1. juli 2021. Det gjelder blant annet persontransport og overnatting, samt adgang til kino, idrettsarrangementer, fornøylesparker og opplevelsessentre. Avgiftsreduksjonen har trolig påvirket den målte prisveksten. Dersom bedriftene har redusert sine utsalgspriser mindre enn reduksjonen i MVA-satsen isolert sett skulle tilsi, vil det avgiftsjusterte prisnivået alt annet likt ha økt. Fra og med 1. juli 2021 vil merverdiavgiften igjen bli satt opp til 12 prosent. Dersom bedriftene ikke øker sine priser tilsvarende, vil det avgiftsjusterte prisnivået isolert sett bli målt som lavere enn ved uendrede avgifter.

Vi anslår at veksten i KPI-JAE avtar videre til om lag 1,3 prosent neste år. Høyere kapasitetsutnyttning i norsk økonomi bidrar til å løfte prisveksten utover i prognoseperioden, og vi venter at den underliggende prisveksten vil være 1,7 prosent ved utgangen av 2024. Utsikter til sterkere krone tilsier at den importerte prisveksten vil bli lavere enn lagt til grunn sist, men litt høyere prisvekst på varene vi importerer vil imidlertid dempe effekten noe. Utsikter til høyere lønnsvekst vil etter hvert bidra til at den innenlandske prisveksten blir noe høyere enn anslått i desember.

Veksten i KPI er ventet å tilta ytterligere de neste månedene og holde seg høy før den avtar i takt med lavere strømpriser i 2022. Anslagene for KPI-veksten i inneværende år er betydelig oppjustert sammenlignet med forrige rapport, mens anslagene for neste år er nedjustert.

Forventningene til prisveksten på lengre sikt, slik de måles i Norges Banks forventningsundersøkelse, ligger samlet sett i overkant av 2,0 prosent.

I fjor ble det forholdsvis høy reallønnsvekst, mens vi i år venter en liten nedgang i reallønningene. Det må ses i sammenheng med de store svingningene i elektrisitetsprisene som trakk KPI-veksten ned i fjor og opp i år. Dessuten bidro sammensetningseffekter til at lønnsveksten var høy i fjor og vil dempes i år. Fra og med neste år venter vi at reallønnsveksten tar seg opp og noe mer enn i forrige rapport. Det gjenspeiler en bedring i bytteforholdet overfor utlandet og at arbeidsledigheten fremover anslås noe lavere enn sist.

KLIMAENDRINGER, NORSK ØKONOMI OG PENGEPOLITIKK

Klimaendringer og omstilling til lavutslippssamfunn påvirker den globale økonomiske utviklingen. Flere ekstremværhendelser ødelegger avlinger, bygninger og infrastruktur. Stadig flere land har ambisiøse mål om å kutte utslipp av klimagasser. Investeringene i fornybar energi stiger kraftig internasjonalt og investorer, bedrifter og kunder setter i økende grad krav til bærekraftig adferd. I Europa har prisen for å slippe ut klimagasser steget betydelig de siste årene, se figur 3.A.

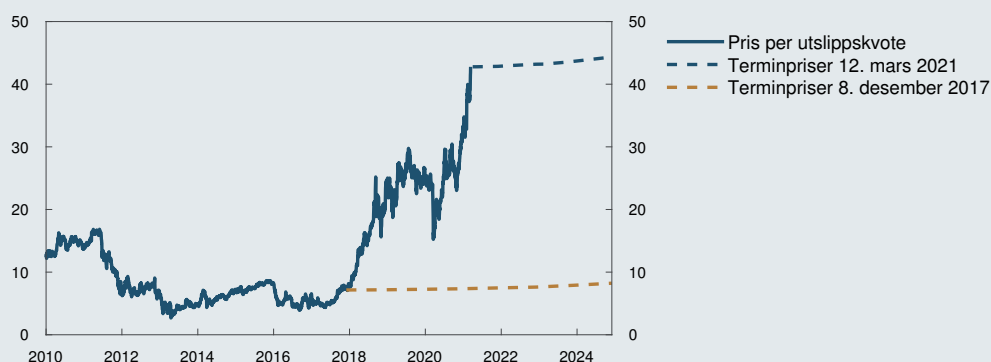
Klimaendringer er en global utfordring som må håndteres av politiske myndigheter og med andre virkemidler enn dem sentralbanker rår over. Norge har forpliktet seg til å kutte sine klimagassutslipp med minst 50 prosent fra 1990-nivå innen 2030, og står overfor en stor omstilling de neste årene.

Omstillingene er i gang. I en ny undersøkelse blant bedriftene i Norges Banks regionale nettverk mener nesten 90 prosent av bedriftene at klimarelaterte forhold, og da særlig forhold knyttet til omstilling til lavutslippssamfunn, påvirker bedriftens virksomhet.¹ Endrede kundepreferanser og klimatiltak fra myndighetene oppgis som de viktigste klimarelaterte faktorene, og tilpasninger til disse bidrar til å trekke opp investeringene til mange av bedriftene i undersøkelsen, se figur 3.B. Mange av bedriftene i undersøkelsen venter også at klimarelaterte forhold vil øke bedriftens utsalgspriser de neste årene. Det kan blant annet ses i lys av at kostnadene til mange av bedriftene trekkes opp av tilpasningene til nye klimakrav og av økte utslippspriser. Om lag halvparten av bedriftene i undersøkelsen rapporterer at klimarelaterte endringer skaper behov for ny kompetanse. Behovet er i liten grad ventet å bli dekket av nyansettelser. Åtte prosent av bedriftene mener at klimarelaterte forhold vil øke sysselsettingen i egen bedrift, mens to prosent venter motsatt effekt på sysselsettingen.

Undersøkelsen fra Regionalt nettverk indikerer at klimarelaterte endringer kan ha betydning for utviklingen i makroøkonomiske størrelser som investeringer, inflasjon og sysselsetting. I tillegg til å påvirke en rekke sentrale makroøkonomiske størrelser, kan klimaendringene og omstillingen til lavutslippssamfunn ha betydning for økonomiens virke-

Figur 3.A Prisen på CO₂-utslipp har steget

Pris for utslippskvoter i EUs kvotemarked. I euro per tonn CO₂



Kilder: Refinitiv Datastream og Norges Bank

¹ Flere resultater fra denne undersøkelsen vil bli publisert i et kommende innlegg på Bankplassen blogg. For resultater fra fjorårets undersøkelse, se Brekke, H. og S. K. Erlandsen (2020) «Klimatilpasninger i næringslivet». Innlegg publisert på Bankplassen blogg 19. mai 2020.

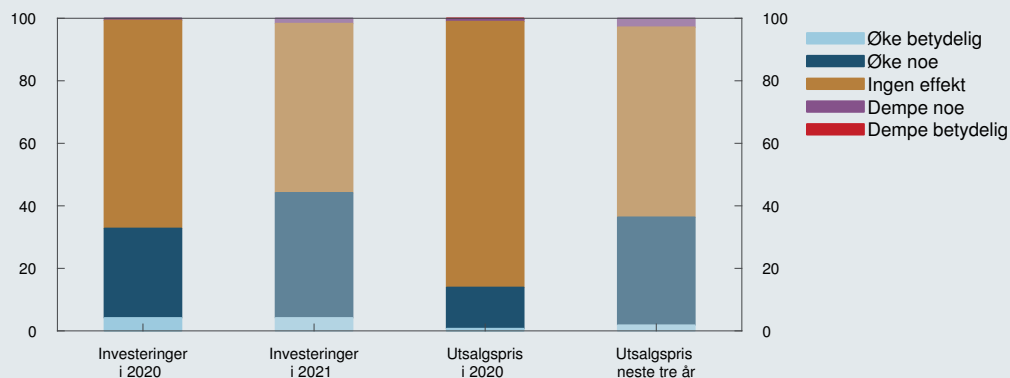
måte. Fra et pengepolitisk perspektiv er et sentralt spørsmål hva som skjer med produktiviteten i omstillingsperioden. Et annet spørsmål er hvordan usikkerhet om fremtidige klimarelaterte endringer – klimarisiko – påvirker investeringsbeslutninger og aktivapriser i dag.² Et tredje er hvorvidt klimaendringene vil dempe vekstpotensialet i verden, og hvordan det i så fall vil virke inn på det nøytrale rentenivået, det vil si det rentenivået som gjør at pengepolitikken verken er ekspansiv eller kontraktiv.

De klimarelaterte endringene kan gi opphav til fremtidige utfordringer for pengepolitikken.³ En mulig implikasjon av flere ekstremværhendelser er at svingningene i inflasjon og produksjon kan bli større og at det kan bli vanskeligere å skille mellom midlertidige og varige forstyrrelser. Slike hendelser kan i tillegg trekke inflasjon og produksjon i hver sin retning, og, hvis effektene varer ved, påvirke avveiningene i pengepolitikken. Fordi ulike grupper og sektorer trolig vil påvirkes svært ulikt av både klimaendringene og omstillingen, vil også styringsrentens virkning på økonomien kunne endres.

I pengepolitikken er fleksibel inflasjonsstyring et godt utgangspunkt for å håndtere nye utviklingstrekk, forstyrrelser og risiko som klimaendringene gir opphav til. Forståelsen av hvordan klimaendringene og omstillingen til lavutslippssamfunn påvirker makroøkonomien og pengepolitikken er i rask utvikling i sentralbanker og academia verden over. Også i Norges Bank arbeider vi med å øke kunnskapen om disse sammenhengene. Det gjør vi ved å øke vår analyse- og forskningskompetanse på området, ved mer tverrfaglig samarbeid og ved deltagelse i internasjonale fora som Network for Greening the Financial System (NGFS).⁴

Figur 3.B Klimarelaterte forhold trekker opp investeringer og priser

Faktisk og ventet effekt av klimarelaterte forhold for bedriftens investeringer og utsalgspriser. Andel av bedriftene. Prosent



Kilde: Norges Bank

2 Flere studier viser at klimarisiko kan påvirke blant annet aksjekurser og valutakurser, se for eksempel Bolton, P. and M. Kacperczyk (2020) «Do investors care about carbon risk?». *NBER Working paper 26968* og Kaphammer, F., V. H. Larsen and L. A. Thorsrud (2020) «Climate risk and commodity currencies». *Norges Bank Working Paper 18/2020*.

3 Se også NGFS (2020) «Climate Change and Monetary Policy: Initial takeaways». *Network for Greening the Financial System, Technical document, June*.

4 Les mer om Norges Banks arbeid med klima og økonomi på Norges Banks hjemmesider.

4 Pengepolitisk analyse

Styrringsrenten ble holdt uendret på null prosent på rentemøtet 17. mars. Pengepolitikken er ekspansiv og støtter opp under videre vekst i produksjon og sysselsetting. Prognosen for styrringsrenten innebærer at renten øker gradvis fra andre halvår i år. Rentebanen er litt oppjustert siden forrige rapport, men innebærer en fortsatt ekspansiv pengepolitikk en lang periode fremover.

4.1 Mål og tilbakeblikk

Lav og stabil inflasjon

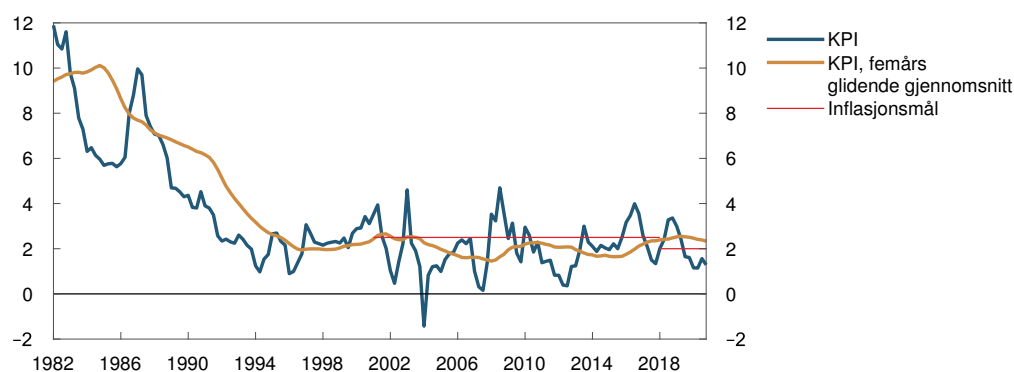
Det overordnede målet for pengepolitikken er lav og stabil inflasjon. Fra innføringen av inflasjonsmålet i 2001 var det operative målet en årsvekst i konsumprisene på 2,5 prosent. I mars 2018 ble måltallet endret til 2 prosent. Årsveksten i konsumprisene har i gjennomsnitt vært om lag 2 prosent siden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

Inflasjonsstyringen skal være fremoverskuende og fleksibel, slik at den kan bidra til høy og stabil produksjon og sysselsetting samt til å motvirke oppbygging av finansielle ubalanser. Mål og avveiiinger i pengepolitikken er nærmere beskrevet i ramme på side 44.

En ekspansiv pengepolitikk

Siden våren 2020 har styrringsrenten ligget på null prosent. Det har gitt en svært lav pengemarkedsrente, både nominelt og reelt, se figur 4.2. Den reelle pengemarkedsrenten, det vil si nominell pengemarkedsrente justert for inflasjon, er nå lavere enn et nøytralt nivå som vi anslår ligger nær null prosent. Anslaget på den nøytrale realrenten er forbundet med stor usikkerhet, se Pengepolitisk rapport 3/20. Vi legger til grunn at pengepolitikken virker ekspansivt så lenge realrenten ligger under sitt nøytrale nivå.

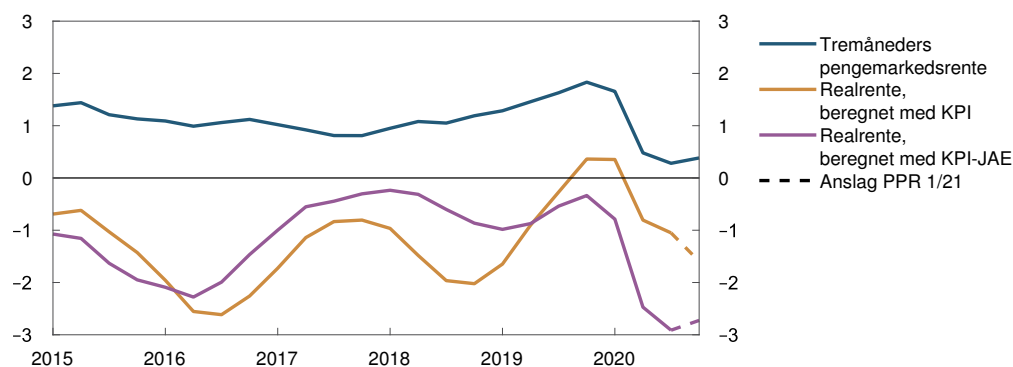
Figur 4.1 Inflasjonen i gjennomsnitt nær målet
Konsumprisindeksen (KPI). Firekvartalersvekst. Prosent



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 4.2 Lav realrente

Tremåneders pengemarkedsrente og realrenter. Prosent



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

En ekspansiv pengepolitikk bidrar til å dempe det økonomiske tilbakeslaget som følge av koronapandemien. Rentebanen fra desember innebar at styringsrenten skulle bli værende på null prosent i over ett år til. Fra første halvår 2022 ville renten øke gradvis etter hvert som aktiviteten nærmet seg et mer normalt nivå. Realrenten var ventet å ligge under et nøytralt nivå i hele anslagsperioden.

4.2 Ny informasjon og nye vurderinger

Modellteknisk tolkning av ny informasjon

For å vise virkningen av ny informasjon på de økonomiske utsiktene, legger vi inn ny informasjon og nye vurderinger av den økonomiske situasjonen i modellapparatet, men beholder rentebanen fra forrige rapport.¹

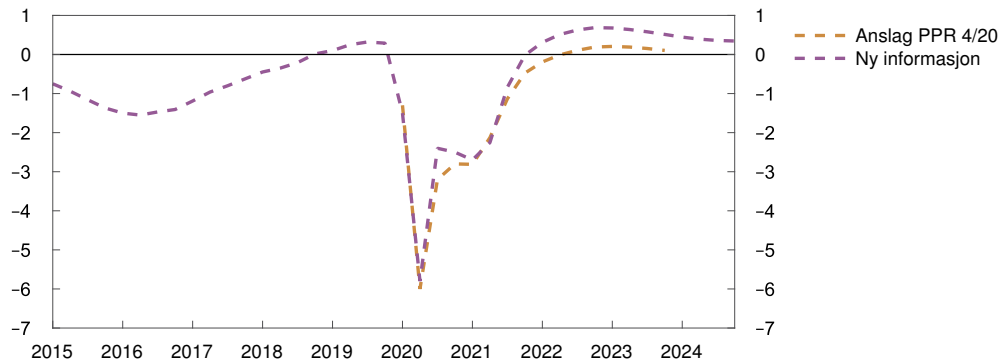
Veksten i norsk økonomi var sterkere mot slutten av fjoråret enn anslått i forrige rapport. På nyåret har imidlertid økt smitte og strengere smitteverntiltak bremsert aktiviteten. Det gjør at vi venter noe svakere vekst i første halvår 2021 enn vi gjorde i forrige rapport. Fremover er det likevel flere faktorer som trekker i retning av en litt høyere kapasitetsutnyttning enn anslått i desember. Vi tror vaksineringsen vil gå raskere enn tidligere ventet. Vi venter derfor at smitteverntiltakene kan utfases noe raskere enn tidligere lagt til grunn. Vi ser også for oss at vaksineringsen og oppmykingen av smitteverntiltak hos våre handelspartnere vil gå raskere enn tidligere ventet. Oljeprisen har steget betydelig, noe som stimulerer aktiviteten i petroleumsrelaterte næringer. Med unntak av første halvår 2021, tilsier derfor øvelsen med uendret rentebane en noe høyere kapasitetsutnyttning enn i forrige rapport, se figur 4.3.

Den underliggende prisveksten har så langt i år vært noe lavere enn anslått i forrige rapport. Det har vært drevet av lavere enn ventet innenlandsk prisvekst, noe som kan tyde på at lav kapasitetsutnyttning har bidratt til en litt raskere nedgang i innenlandsk prisvekst enn lagt til grunn tidligere. Fremover venter vi at prisveksten vil fortsette å avta, og i øvelsen med uendret rentebane avtar den litt raskere enn i anslagene fra forrige rapport. Først skyldes det lavere innenlandsk prisvekst. Etter hvert snur imidlertid den effekten, siden utsikter til høyere kapasitetsutnyttning og lønnsvekst gjør at vi i øvelsen

¹ Normalt baserer vi prognosene våre på korttidsanslag for inneværende og neste kvartal, mens vår makroøkonomiske modell NEMO benyttes for å fremskrive anslag for resten av prognosebanen. Gitt at anslagene bygger på konkrete antagelser knyttet til ikke-modellerte faktorer som smittespredning, smitteverntiltak og tilgang på vaksiner, har vi i denne rapporten forlenget perioden med korttidsanslag med ett ekstra kvartal, til 3. kvartal 2021. Det er ett kvartal kortere enn i forrige rapport.

Figur 4.3 Høyere kapasitetsutnyttning med uendret rentebane

Anslag på produksjonsgapet. Betinget på ny informasjon om den økonomiske utviklingen og prognosen for styringsrenten fra PPR 4/20. Prosent



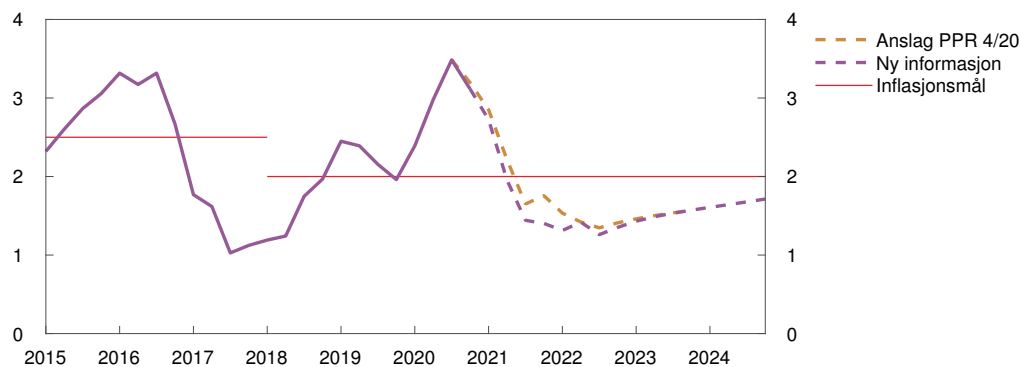
Kilde: Norges Bank

med uendret rentebane utover i prognoseperioden får litt høyere innenlandsk prisvekst enn i forrige rapport. Årsaken til at inflasjonen likevel samlet blir litt lavere også utover i perioden, er virkningen av utsikter til sterkere kronekurs, og dermed lavere importert prisvekst, selv om dette dempes noe av litt høyere prisvekst på varene vi importerer. Inflasjonen i øvelsen med uendret rentebane blir dermed litt lavere enn anslått i forrige rapport. I modellanalysen med uendret rentebane faller inflasjonen til om lag 1,3 prosent i løpet av 2022, før den stiger til 1,7 prosent mot slutten av prognoseperioden, se figur 4.4.

Høyere kapasitetsutnyttning tilsier isolert sett en høyere rentebane. Utsikter til litt lavere inflasjon tilsier på den annen side en lavere rentebane. For å vise hvordan den samlede impulsen fra ny informasjon tolkes av modellapparatet, beregner vi tekniske modellbaner for renten. De viser hvordan ny informasjon kan trekke i retning av en litt høyere rentebane, se boks på side 40. Hvordan denne endringen kan tilskrives ulike drivkrefter i modellen, er utdypet i renteregnskapet i kapittel 4.3.

Figur 4.4 Litt lavere inflasjon med uendret rentebane

KPI-JAE. Anslag betinget på ny informasjon om den økonomiske utviklingen og prognosen for styringsrenten fra PPR 4/20. Firekvartalersvekst. Prosent



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

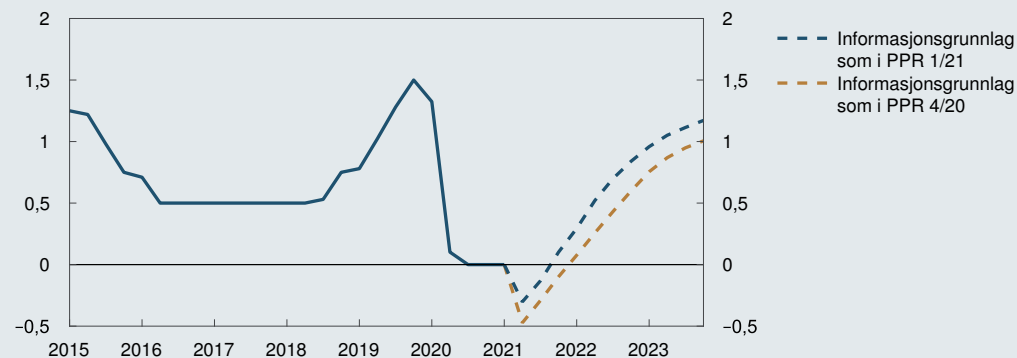
TEKNISKE MODELLBANER FOR RENTEN

For å oppsummere den samlede impulsen fra ny informasjon til innretningen av pengepolitikken beregner vi tekniske modellbaner for renten. Disse viser renteutviklingen som følger av modellapparatet vårt for ulike beskrivelser av den økonomiske situasjonen. Ved å sammenlikne en teknisk modellbane med nytt og gammelt informasjonsgrunnlag kan man vise hvordan modellapparatet tolker effekten av oppdatert informasjon på renten. Det er gjort i figur 4.A.

De tekniske modellbanene vil normalt gi en god representasjon av hvordan pengepolitikken responderer på nyheter. Samtidig er de ikke i stand til å fange opp alle vurderingene komiteen gjør. Blant annet ser vi at den tekniske modellbanen går under null, noe som betyr at de økonomiske utsiktene ifølge modellapparatet kunne tilsi en negativ rente. Det fanger ikke opp komiteens vurderinger knyttet til hvor lavt det er hensiktsmessig å sette renten i dagens situasjon, siden modellen ikke tar hensyn til hvordan renten kan virke annerledes på svært lave nivåer. Da må de tekniske modellbanene skjønnsmessig løftes til null for å reflektere komiteens vurdering. Når nyheter trekker rentebanen opp slik at det negative avviket mellom den tekniske modellbanen og null blir mindre, vil dette fanges opp som negative skjønnsøyler i renteregnskapet. Se Pengepolitisk rapport 4/20 for en utdyping om virkningen av nyheter på rentebanen når renten er nær en nedre grense.

Figur 4.A Nyheter trekker teknisk modellbane litt opp

Prosent



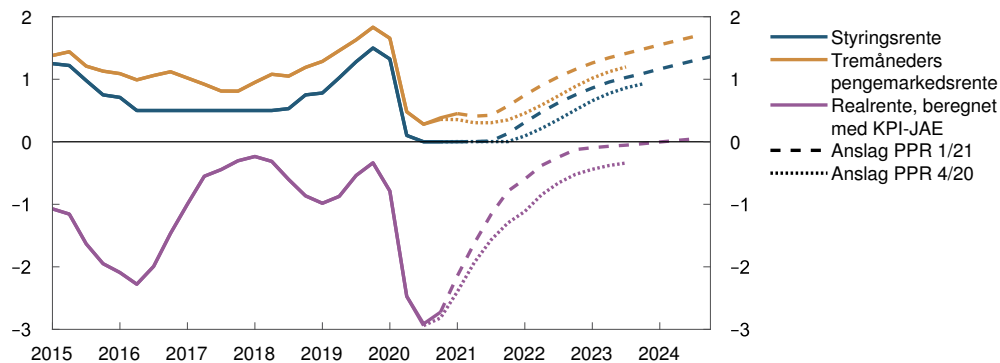
Kilde: Norges Bank

Rentebanen heves litt

Komiteen vedtok å holde styringsrenten på null prosent på rentemøtet 17. mars og ser for seg at renten mest sannsynlig settes opp i løpet av andre halvår. Når det er klare tegn til at forholdene i økonomien normaliseres, vurderer komiteen det som riktig å heve styringsrenten gradvis opp mot et mer normalt nivå. Prognosen for styringsrenten innebærer en rente på dagens nivå frem til andre halvår, før den gradvis øker gjennom anslagsperioden. Renten er anslått å øke litt raskere enn i forrige rapport, se figur 4.5.

En høyere bane for styringsrenten innebærer også at pengemarkedsrenten, som er viktig for fastsettelse av utlånsrenter, anslås høyere enn i forrige rapport. Et høyere anslag for pengemarkedsrenten skyldes også at vi venter et høyere pengemarkedspåslag enn tidligere, se omtale i kapittel 2. Samlet innebærer det at den reelle pengemarkedsrenten blir noe høyere enn tidligere anslått, først som følge av et høyere påslag, og deretter

Figur 4.5 Litt høyere rentebane, men fortsatt ekspansiv pengepolitikk
Prosent



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

også som følge av lavere prisvekst og økt styringsrente. Vi anslår at realrenten blir liggende noe høyere enn i forrige rapport. Nivået på realrenten innebærer en fortsatt ekspansiv pengepolitikk en lang periode fremover.

En gradvis normalisering av styringsrenten reflekterer at den økonomiske aktiviteten er på vei tilbake til et normalt nivå. Gjennom 2021 venter vi at kapasitetsutnyttningen øker i takt med at vaksineringen har nådd langt og smitteverntiltak fases ut, og vi anslår at produksjonsgapet er svakt positivt i starten av 2022. Ekspansiv pengepolitikk bidrar til å bringe produksjon og sysselsetting raskere tilbake mot mer normale nivåer. Det bidrar også til at inflasjonen på sikt kommer tilbake til inflasjonsmålet. Samtidig vil en gradvis høyere styringsrente, og dermed høyere utlånsrenter, i kombinasjon med normalisering av husholdningenes forbruksmønster og økt boligbygging, bidra til å dempe boligprisveksten fremover, se nærmere omtale i kapittel 5.

4.3 Faktorene bak endringer i rentebanen

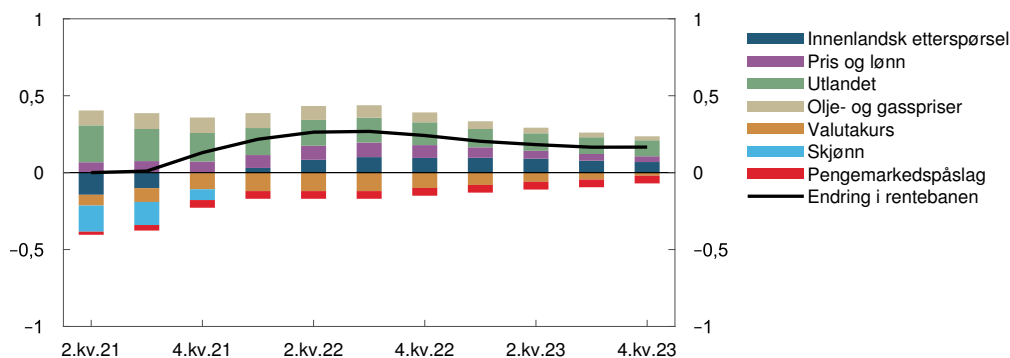
De viktigste faktorene som har bidratt til endring i renteprognosen, er illustrert i renteregnskapet i figur 4.6. Søylene viser bidragene fra de ulike faktorene. Den svarte linjen viser den samlede endringen i rentebanen.

Når vi utarbeider renteregnskapet, tar vi utgangspunkt i modellberegninger, men det er ingen mekanisk sammenheng mellom nyheter som avviker fra prognosene i forrige rapport og virkninger på den nye rentebanen. Søylene i renteregnskapet utenom skjønner er ment å reflektere hvordan vi normalt reagerer på nyheter. De justeres ikke for å ta hensyn til spesielle forhold, slik som at nyheter kan påvirke rentesettingen på en annen måte når renten allerede er på et svært lavt nivå. Summen av disse vil tilsvare endringen i den tekniske modellbanen som følge av ny informasjon vist i boksen på side 40. Søylene for skjønnsvurderinger i renteregnskapet er et resultat av komiteens samlede vurdering av innretningen av pengepolitikken.

Rentebanen trekkes opp av bedrede utsikter

Både spot- og terminpriser for olje og europeisk gass har steget siden forrige rapport. Høyere *olje- og gasspriser* bidrar til mer aktivitet i petroleumsrelatert virksomhet og trekker i retning av en høyere rentebane, se beige søyler. Virkningen på rentebanen dempes av at høyere oljepris også fører til en sterkere kronkurs, og dermed lavere importert inflasjon og litt svekket nettoeksport. I denne rapporten er søylene knyttet

Figur 4.6 Litt bedrede utsikter trekker rentebanen opp
 Akkumulerte bidrag. Prosentenheter



Kilde: Norges Bank

til olje- og gasspriser mindre enn de normalt ville vært for samme prisendring, siden vi venter at gjennomslaget fra høyere oljepris til oljeinvesteringer er mindre enn vanlig. Det skyldes at mye av potensialet for høyere oljeinvesteringer allerede var tatt ut som følge av oljeskattepakken fra 2020.

Anslagene for veksten hos våre handelspartnere er oppjustert. Det innebærer høyere vekst i importen fra våre handelspartnere, og dermed økt etterspørsel etter norske eksportvarer og økt aktivitet i eksportrettet industri. Bedrede vekstutsikter løfter også styringsrenteforventningene hos våre handelspartnere. Høyere renter ute trekker i retning av en svakere kronekurs. Det gir både høyere importert inflasjon og økt nettoeksport. Faktorene knyttet til *utlandet* bidrar derfor til en høyere rentebane, se grønne søyler.

Utviklingen i *priser og lønninger* bidrar også til en litt høyere rentebane, se lilla søyler. Det reflekterer at anslaget for lønnsveksten i 2021 er oppjustert. Det vil trekke opp kostnadsveksten og etter hvert gi litt høyere prisvekst.

Fra og med 2022 trekker ny informasjon om *innenlandsk etterspørsel* rentebanen opp, se mørkeblå søyler. Forløpet i disse søylene preges, som i de seneste rapportene, av hva vi venter rundt smitteverntiltak. Den økte smittespredningen og strengere smitteverntiltak i første kvartal 2021 ventes å gi en tregere gjeninnhenting i konsumet enn vi så for oss i desember. Det bidrar til å trekke rentebanen ned på kort sikt. Fra og med sommeren bidrar en litt raskere enn ventet vaksinerings til at konsumveksten etter hvert blir høyere enn tidligere lagt til grunn, og trekker rentebanen opp. Innenlandsk etterspørsel løftes også av boligprisene, som har steget mer enn ventet så langt i år og stimulerer boliginvesteringene. Bidraget fra innenlandsk etterspørsel løftes også av at vi nå legger til grunn høyere vekst enn tidligere i foretaksinvesteringene både i år og neste år.

Sterkere kronekurs og høyere pengemarkedspåslag trekker rentebanen ned

Kronekursen har siden forrige rapport styrket seg markert, og fremover venter vi at kronekursen vil holde seg nær dagens nivå. Kursen har styrket seg mer enn vi la til grunn i forrige rapport, og mer enn hva utviklingen i rentedifferansen og oljeprisen skulle tilsi. Det bidrar til lavere importert prisvekst og svakere utvikling i nettoeksporten, og trekker rentebanen ned, se oransje søyler.

Pengemarkedspåslaget er anslått høyere enn i forrige rapport. Et midlertidig høyere påslag har normalt liten virkning på styringsrenten, siden det oftest har lite gjennomslag til rentene publikum møter. En langvarig økning i påslaget vil derimot forventes å ha større gjennomslag. Det vil pengepolitikken normalt søke å nøytralisere ved å redusere styringsrenten like mye som påslaget har økt. Et høyere langsiktig pengemarkedspåslag trekker derfor rentebanen etter hvert ned, se røde søyler.

Modellbasert tolkning av komiteens vurderinger

Komiteen vedtok på rentemøtet 17. mars å holde styringsrenten uendret på null prosent, og vurderer det som mest sannsynlig at styringsrenten vil bli satt opp i løpet av andre halvår. I den modellbaserte dekomponeringen av endringen i rentebanen vil det gjerne oppstå et avvik mellom det som fanges opp som endringer i drivkrefter i modellen, og komiteens vurderinger og beslutning. Avviket vil i renteregnskapet tolkes som komiteens skjønn, og er illustrert med de lyseblå søylene. Disse holder rentebanen nær null prosent ut 3. kvartal 2021, og modererer oppjusteringen av rentebanen i andre halvår.

Negative skjønnssøyer i renteregnskapet er forenlig med komiteens vurdering om at renten skal heves når det er klare tegn til at forholdene i økonomien normaliseres. Ifølge renteregnskapet blir rentebanen hevet litt mindre enn nyheter alene skulle tilsi. Positive nyheter vil også senere kunne gi negative skjønnssøyer i renteregnskapet så lenge den tekniske modellbanen ligger under null, se boks på side 40.

MÅL OG AVVEIINGER I PENGEPOLITIKKEN

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

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

Pengepolitikken kan bidra til at produksjon og sysselsetting stabiliseres rundt det høyest mulige nivået som er forenlig med prisstabilitet over tid. Dette nivået bestemmes av strukturelle forhold som skatte- og trygdesystemet, systemet for lønnsdannelse og sammensetningen av arbeidsstyrken.

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

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

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

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

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

5 Finansiell stabilitet

– beslutningsgrunnlag for motsyklisk kapitalbuffer

Norges Banks komité for pengepolitikk og finansiell stabilitet har gitt Finansdepartementet råd om å holde kravet til motsyklisk kapitalbuffer uendret på 1,0 prosent.¹

Kredittverdige foretak og husholdninger synes å ha god tilgang på kreditt. Bankenes utlånstap har avtatt, men det er fortsatt usikkerhet om tapsutviklingen fremover. Norske banker er godt rustet til å tåle økte tap og samtidig opprettholde kreditttilbudet. Før reduksjonen i mars 2020 var kravet til motsyklisk kapitalbuffer 2,5 prosent med bakgrunn i at finansielle ubalanser hadde bygd seg opp over lengre tid. I løpet av koronapandemien har veksten i eiendomsprisene tatt seg markert opp, og kredittveksten til husholdningene har økt noe. Hensynet til finansielle ubalanser tilsier isolert sett et høyere bufferkrav.

Komiteen ser for seg at bufferkravet på noe sikt skal tilbake til 2,5 prosent. Slik komiteen nå vurderer den økonomiske utviklingen og utsiktene til tap og utlånskapasitet i bankene, vil komiteen gi råd om å trappe opp bufferkravet i løpet av 2021.

5.1 Tilgang på kreditt

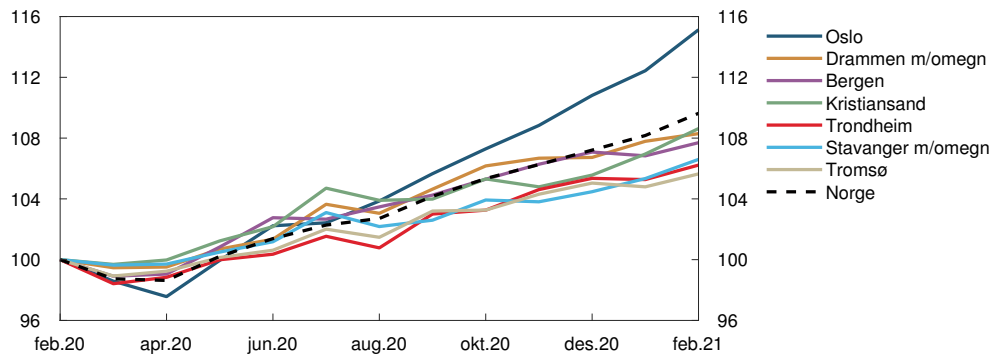
Kredittverdige foretak og husholdninger synes å ha god tilgang på kreditt. I Norges Banks utlånsundersøkelse meldte bankene om små endringer i kredittpraksis for husholdninger og foretak i fjerde kvartal, og for første kvartal i år venter de lite endringer. Videre meldte bankene at fjerningen av utvidede fleksibilitetskvoter i boliglånsforskriften fra utgangen av tredje kvartal i liten grad har begrenset lånestørrelse eller bankenes villighet til å gi boliglån, men enkelte banker meldte om at færre personer får innvilget boliglån. I obligasjonsmarkedet for foretak har utstedelser vært på høye nivåer de siste månedene, og risikopåslag er for de fleste næringer nær nivåene fra før uroen tiltok i mars i fjor, se kapittel 2.

¹ Se brev fra Norges Bank til Finansdepartementet 17. mars 2021.

RAMMEVERK FOR RÅD OM MOTSYKLISK KAPITALBUFFER

Råd om nivå på motsyklisk buffer baseres på en vurdering av tre hovedområder: (i) husholdningers og foretaks tilgang på kreditt, (ii) finansielle ubalanser og (iii) situasjonen i bankene. Bankenes evne til å tåle tap vurderes særlig i den årlige stresstesten av bankene i rapporten *Finansiell stabilitet*. Mer informasjon om vårt rammeverk finnes i *Rammeverk for råd om motsyklisk kapitalbuffer* Norges Bank Memo 4/19. En figurpakke med alle indikatorer som inngår i rammeverket, finnes oppdatert på Norges Banks nettsider.

Figur 5.1 Økt press i boligmarkedet under pandemien
Sesongjustert. Indeks. Februar 2020 = 100



Kilder: Eiendom Norge, Eiendomsverdi og Finn.no

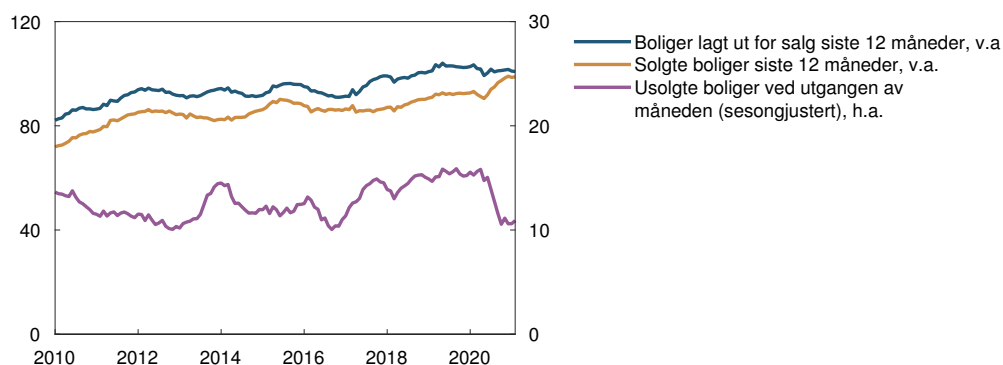
5.2 Finansielle ubalanser

Etter å ha vokst kraftig i lengre tid er eiendomsprisene og husholdningenes gjeldsbelastning på høye nivåer. Den kraftige veksten ga økte finansielle ubalanser. De siste årene har det vært tegn til avtakende finansielle ubalanser som følge av en mer moderat vekst i eiendomsprisene og lavere gjeldsbelastning. I løpet av koronapandemien har boligprisveksten tatt seg markert opp, og gjeldsbelastningen har økt. Prisene på næringseiendom falt markert i første halvår i fjor, men fallet ble mer enn hentet inn i andre halvår. Vi venter at den sterke veksten i eiendomsprisene er midlertidig. Dersom prisveksten ikke dempes fremover, vil trolig også kredittveksten øke, og finansielle ubalanser vil igjen kunne bygge seg opp.

Fortsatt sterk boligprisvekst

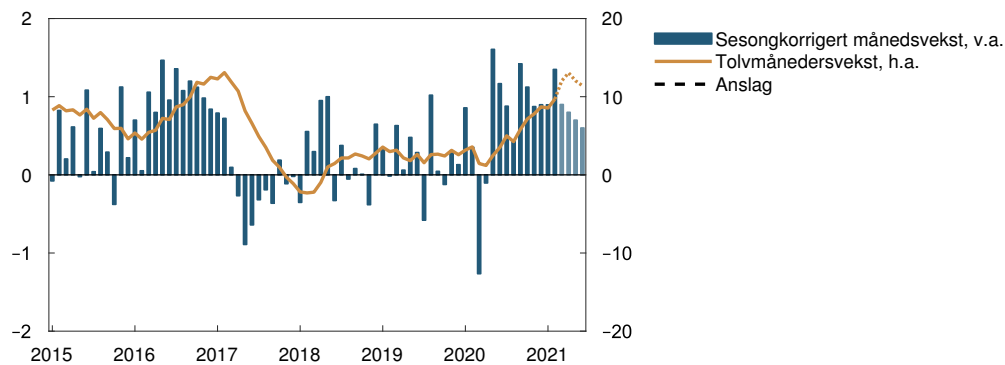
Boligprisene falt i mars og april i fjor, men har siden økt markert, se figur 5.1. Frem til høsten i fjor var den sterke prisveksten bredt basert over landet. På senhøsten og nyåret har prisveksten vært klart sterkest i Oslo, mens den har dempet seg noe ellers i landet. Omsetningen av bruktboliger har vært historisk høy, mens tilbudet har vært nokså stabilt, se figur 5.2. Det har ført til at beholdningen av usolgte bruktboliger har avtatt markert. Høy etterspørsel og få tilgjengelige boliger bidrar til at det for tiden er et betydelig press i boligmarkedet.

Figur 5.2 Høy aktivitet i bruktboligmarkedet
Tusen bruktboliger



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

Figur 5.3 Vi venter gradvis avtakende boligprisvekst
Prosent

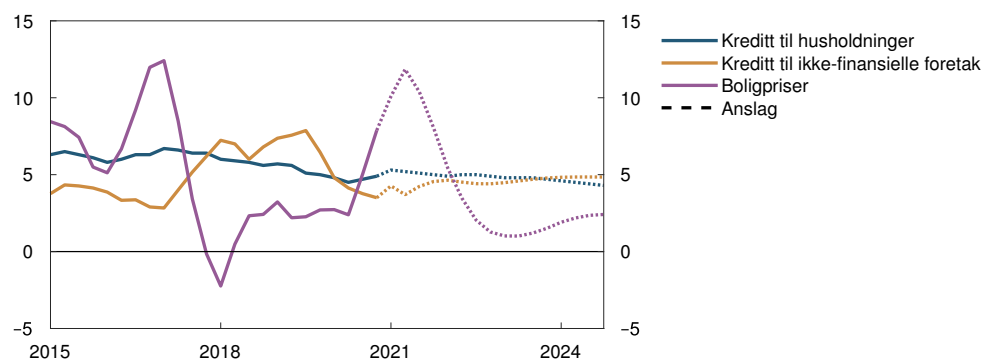


Kilder: Eiendom Norge, Eiendomsverdi, Finn.no og Norges Bank

Nyboligsalget har også tatt seg opp siden i fjor, og vi må tilbake til 2016 for å finne høyere salgstall. Samtidig har det blitt lagt ut få nye boligprosjekter for salg under pandemien. Antall usolgte nye boliger har derfor avtatt, men er fortsatt på et nokså høyt nivå sammenlignet med tidligere år. Få nye boligprosjekter for salg skyldes trolig mange usolgte boliger og strenge smitteverntiltak, der stengte grenser kan hindre bygningsarbeidere å komme inn i Norge. Vi venter at boligbyggingen vil ta seg opp fremover, men være noe dempet av begrenset tilgang på arbeidskraft som følge av stengte grenser på kort sikt, se nærmere omtale i kapittel 3.1.

Den sterke boligprisveksten skyldes i hovedsak lave boliglånsrenter og at boligkjøpere trolig ønsker å bruke en større andel av inntekten på bolig, blant annet fordi bruk av hjemmekontor har økt og forbruksmulighetene ellers har vært begrensede. Siden utbruddet av koronapandemien har boligprisveksten vært sterkere enn vi har anslått. Det skyldes trolig at effekten av både rentenedgang² og endringer i husholdningenes forbruksmønster har vært større enn ventet. I tillegg har økt arbeidsledighet og stor usikkerhet dempet prisveksten mindre enn ventet. De midlertidig utvidede fleksibilitetskvotene i

Figur 5.4 Utsikter til moderat vekst i boligpriser og kreditt på lang sikt
Firekvartalersvekst. Prosent

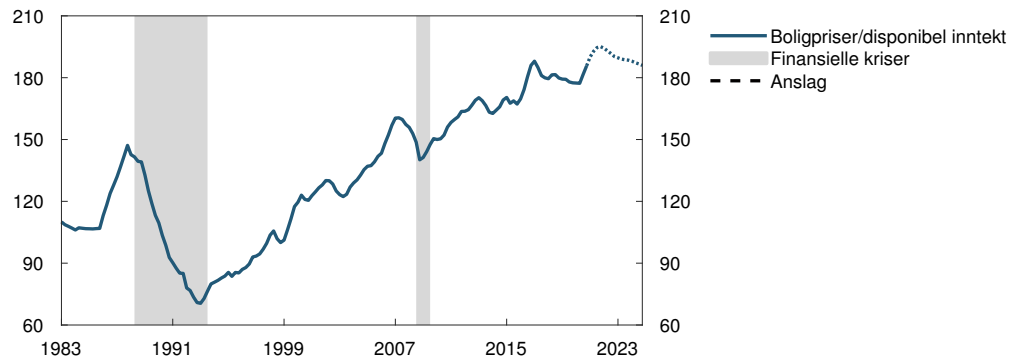


Kilder: Eiendom Norge, Eiendomsverdi, Finn.no, Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

² Det er stor variasjon i anslag for hvor mye boligprisene øker ved redusert rente. For eksempel viser to studier at boligprisene over tid øker med mellom 5 og 11 prosent ved 1 prosentenhets varig reduksjon i renten etter skatt, se henholdsvis Ingholt, M.M. og S. Mæhlum (2020) «Boligprisboble i Norge?». Innlegg publisert på Bankplassen blogg 24. september 2020 og Anundsen A.K. (2020) «Nordic house price bubbles?». *Housing Lab Working Paper 4/2020*. Storbyuniversitetet.

Figur 5.5 Boligprisene øker mer enn inntektene

Indeks. 4. kv. 1998 = 100



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

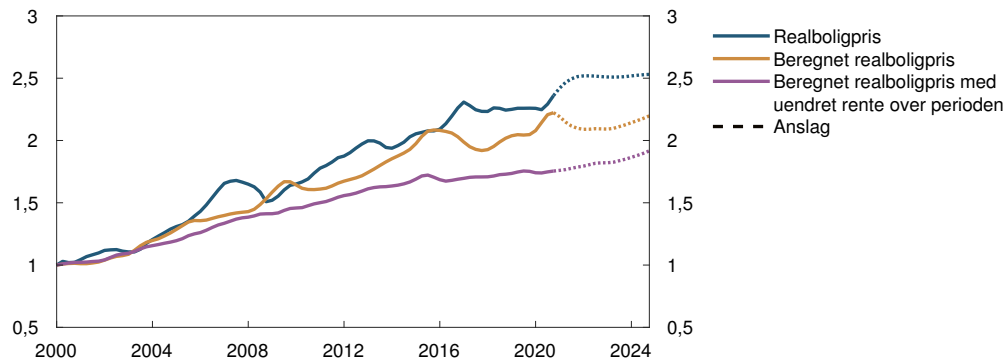
boliglånsforskriften har trolig også bidratt til boligprisveksten, mens ordinære kvoter fra fjerde kvartal ser ut til å ha gitt en mindre innstrammende effekt enn ventet i forrige rapport, særlig i Oslo.

Vi venter at gradvis økte utlånsrenter, en normalisering av husholdningenes forbruksmønster og økt boligbygging vil dempe boligprisveksten fremover, se figur 5.3. De neste årene anslår vi nokså lav prisvekst, se figur 5.4 og tabell 3 i vedlegget.

Selv om den sterke boligprisveksten trolig er midlertidig, er boligprisene på et høyt nivå etter å ha vokst mer enn husholdningenes inntekter over lang tid, se figur 5.5. Etter 2017 var prisveksten moderat og lavere enn inntektsveksten, men det har nå snudd igjen. Høye boligpriser er en viktig sårbarhet i det norske finansielle systemet.³ Store og brå fall i boligprisene kan utløse innstramminger i husholdningenes konsum og gi økte tap på bankenes utlån. Den sterke boligprisveksten det siste året har økt sårbarheten i boligmarkedet og med det risikoen for et fremtidig prisfall. Dersom den sterke veksten i boligprisene ikke avtar, vil det trolig også gi høyere kredittvekst i husholdningene, og finansielle ubalanser kan bygge seg opp.

Figur 5.6 Boligprisene vokser mer enn inntekt og rente skulle tilsi

Indeks. 1. kv. 2000 = 1



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

3 Se *Finansiell stabilitet 2020*.

Selv om boligprisene har vokst mer enn disponibel inntekt over lengre tid, indikerer våre analyser at renter og inntekt kan forklare det meste av boligprisveksten de siste 20 årene, se figur 5.6.⁴ I løpet av koronapandemien har boligprisene økt mer enn endringene i renter og inntekt skulle tilsi. Det skyldes blant annet at husholdningene har brukt en større del av inntekten på bolig enn tidligere. Analyser Norges Bank nylig har gjort på mikrodata, viser dessuten at unge boligkjøpere ikke har endret sine boligkjøp vesentlig de siste ti årene, som indikerer at boligprisnivået ikke har blitt uoppnåelig høyt.⁵

Noe høyere kredittvekst i husholdninger og foretak

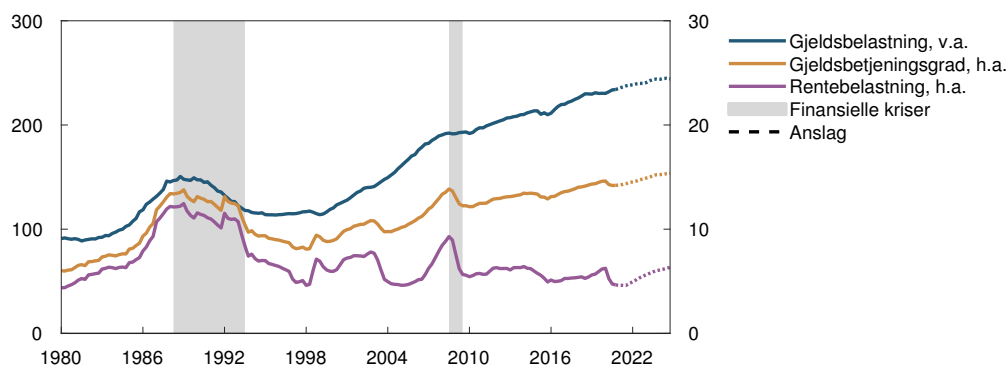
Myndighetenes tiltak for å begrense gjeldsopptak og renteoppgangen i 2018–2019 bidro til at husholdningenes kredittvekst avtok fra 2017 (figur 5.4). Siden mai i fjor har kredittveksten økt gradvis, og i januar var tolv månedersveksten 4,9 prosent. Det var som anslått i forrige rapport. Det økte presset i boligmarkedet har bidratt til å løfte kredittveksten. I tråd med utviklingen i boligmarkedet venter vi økt kredittvekst også den nærmeste tiden, før veksten avtar noe igjen gjennom prognoseperioden (figur 5.4 og tabell 3 i vedlegget).

Vi venter at kredittveksten i husholdningene vil være høyere enn veksten i disponibel inntekt fremover, slik at gjeldsbelastningen øker noe, se figur 5.7. Husholdningenes gjeldsbelastning er allerede på et høyt nivå, etter å ha vokst mye over lengre tid. Det gjør mange husholdninger sårbare for inntektsbortfall, økte renter og boligprisfall. Dersom mange husholdninger strammer inn på konsumet samtidig, kan foretakenes gjeldsbetjeningsevne svekkes og bankenes utlånstap øke. En del husholdninger kan imidlertid ha redusert sin sårbarhet det siste året. Høy sparing hos mange husholdninger har økt de finansielle bufferne, mens høy boligprisvekst har økt egenkapitalen i bolig for mange. Samtidig har andre husholdninger opplevd inntektsbortfall i forbindelse med koronapandemien, som særlig er krevende for de med høy gjeld.

Redusert rentebelastning som følge av lavere boliglånsrenter (figur 5.7) og økt bruk av avdragsfrihet våren 2020 gjorde situasjonen lettere for sårbare husholdninger som opplevde inntektsbortfall i forbindelse med koronapandemien. Etterspørselen etter avdragsfrihet var noe lavere i fjerde kvartal sammenliknet med under den første smittebølgen, ifølge bankene i Norges Banks utlånsundersøkelse. Videre viser en analyse av data fra gjeldsregisteret at mens permitteringer, arbeidsledighet og usikkerhet økte i fjor, falt

Figur 5.7 Høyere gjeldsbelastning fremover

Prosent



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

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

5 Se Lindquist, K.-G., L. Torkildsen og B.H. Vatne (2020) «Er unge boligkjøpere en truet gruppe?». Innlegg publisert på Bankplassen blogg 18. desember 2020.

samlet forbruksgjeld.⁶ Isolert sett bidrar lavere forbruksgjeld til å gjøre husholdningene mindre sårbare. Analysen viser imidlertid også at andelen misligholdte forbrukslån vokste i samme periode, som kan reflektere inntektsbortfall hos sårbare husholdninger.

Fastlandsforetakenes gjeld vokste markert raskere enn verdiskapingen i årene før bank- og finanskrisen, men har vokst mer i takt med verdiskapingen de siste ti årene. Veksten i foretakenes innenlandske kreditt tiltok gjennom 2017, men har falt markert siden høsten 2019 (figur 5.4). Gjennom andre og tredje kvartal i fjor falt kredittveksten til foretak videre, men har siden tatt seg opp. I januar var tolv månedersveksten i kreditt til foretak 4,4 prosent. Det er høyere enn anslått i forrige rapport. Det var utstedelser av obligasjonslån som trakk kredittveksten opp, og det var særlig lån til næringseiendom og bygg og anlegg som bidro til økt samlet kredittvekst.

Utviklingen i foretakenes kredittvekst henger i stor grad sammen med utviklingen i foretaksinvesteringene. Veksten i foretaksinvesteringene var sterkere enn anslått i fjerde kvartal 2020, og anslagene er oppjustert fra forrige rapport (se kapittel 3.1). Bankene i Norges Banks utlånsundersøkelse for fjerde kvartal rapporterer at smitteoppblomstringen og strengere smittevernstiltak i høst ikke ga samme etterspørsel etter avdragsfrihet fra foretakene som under den første smittebølgen. Vi venter at foretakenes kredittvekst fortsetter å øke noe den nærmeste tiden, før den flater ut på noe lengre sikt (figur 5.4).

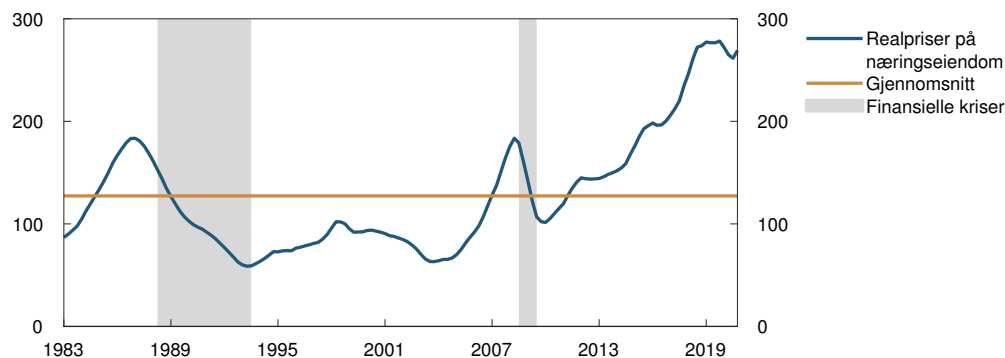
Økte næringseiendomspriser

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

Salgsprisene for prestisjelokaler steg lenge, og før koronapandemien var de på et høyt nivå, se figur 5.8. Salgsprisene falt i første halvår i fjor, men fallet ble mer enn hentet inn i andre halvår. I fjerde kvartal var prisene 11 prosent høyere enn for ett år siden, og de er nå på et historisk høyt nivå. Utviklingen i næringseiendomspriser står i kontrast til tidligere kriser, hvor prisene har falt markert. Under finanskrisen i 2008 var det stor finansiell uro, som blant annet ga utslag i en betydelig økning i risikopremier, se figur 5.9.

Figur 5.8 Næringseiendomsprisene øker

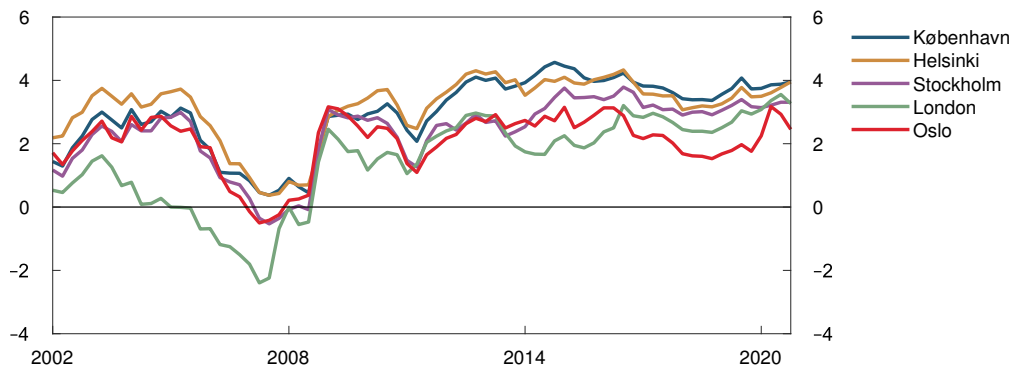
Indeks. 1998 = 100



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

⁶ Se Solheim, H. og B.H. Vatne (2021) «Forbruksgjelden falt i 2020 – men misligholdet økte». Innlegg publisert på Bankplassen blogg 28. januar 2021.

Figur 5.9 Risikopremien på næringseiendom i Oslo lavere enn i andre europeiske byer
Avkastningskrav (yield) fratrukket femårs swaprente. Prosentenheter



Kilder: CBRE og Datastream

Salgsprisene på næringseiendom beregnes som leiepriser delt på et avkastningskrav.⁷ Den kraftige økningen i salgsprisene i fjerde kvartal må ses i sammenheng med de oppløftende vaksinenyhetene som kom på slutten av fjoråret. Risikopremien falt betydelig i forrige kvartal, og selv om lange renter steg (se kapittel 2.1), falt avkastningskravet. Risikopremien er likevel klart høyere enn før pandemien (figur 5.9). Samtidig er risikopremien i Oslo på et lavt nivå sammenlignet med andre byer.

Våre analyser viser at leiepriser historisk har utviklet seg i tråd med realøkonomiske forhold.⁸ Leieprisene var i fjerde kvartal tilbake på nivået før pandemien. Våre modeller indikerer at leieprisene nå er på et høyere nivå enn det den realøkonomiske utviklingen skulle tilsi. Isolert øker dette risikoen for en leiepriskorreksjon. Samtidig er det flere mulige forklaringer for hvorfor leieprisene har utviklet seg sterkere enn historiske sammenhenger tilsier. Bransjer som typisk leier prestisjelokaler, som foretak innen juridiske tjenester, konsulentvirksomhet og finans, har vært mindre negativt rammet under pandemien enn under tidligere kriser. I tillegg har støttetiltak styrket de hardest rammede foretakenes evne til å betjene blant annet gjeld og husleie.

Fremover venter markedsaktører at både leieprisene og avkastningskravet skal stige noe. Anslagene tilsier moderat vekst i næringseiendomsprisene. Den sterke veksten i næringseiendomsprisene det siste halvåret har økt risikoen for et fremtidig prisfall. Dersom den sterke prisveksten ikke avtar markert fremover, kan finansielle ubalanser igjen bygge seg opp.

Vi venter at bankenes utlånstap til næringseiendom vil være begrenset fremover, se ramme på side 54. Det er imidlertid betydelig usikkerhet både om den realøkonomiske utviklingen og om langsiktige endringer i næringseiendomsmarkedet. Dersom koronapandemien fører til strukturelle endringer, som permanent økt bruk av hjemmekontor, kan etterspørselen etter kontorareal bli redusert. Da øker risikoen for en betydelig reduksjon i leie- og salgsprisene. Lavere nivå på leieprisene vil over tid redusere næringseiendomsforetakenes gjeldsbetjeningsevne, men foretakene har økt sin soliditet de siste årene og står dermed bedre rustet ved prisfall. Andre segmenter innen næringseiendom, som hotell og varehandel, kan også bli påvirket av strukturelle endringer i kjølvannet av koronapandemien.

⁷ Avkastningskravet reflekterer avkastning på alternative investeringer med lik risiko, og det er vanlig å dele opp avkastningskravet i risikofri rente og risikopremie. Siden avkastningskravet beregnes som salgspriser over leiepriser i inneværende periode, påvirkes det også av forventet vekst i leieprisene.

⁸ Se Bjørland, C. og M. Hagen (2019) «What drives office rents?». Staff Memo 12/2019. Norges Bank.

5.3 Bankene

Bankene har god tilgang på markedsfinansiering. Risikopåslagene de norske bankene betaler for seniorobligasjoner og obligasjoner med fortrinnsrett (OMF), har falt siden forrige rapport og er nå lavere enn i perioden før virusutbruddet (se kapittel 2). I likviditetsundersøkelsen meldte dessuten bankene om bedre tilgang på langsiktig finansiering, og de norske bankene oppfyller krav om langsiktig stabil finansiering (NSFR) med god margin.

Norske banker er godt i stand til å tåle tap og samtidig opprettholde kredittilbudet. Løpende lønnsomhet er bankenes førstelinjeforsvar mot økte tap. De store norske bankenes egenkapitalavkastning falt markert i første kvartal 2020, men mye av fallet er siden hentet inn, se figur 5.10. I fjerde kvartal var avkastningen lavere enn i de to foregående kvartalene, men nedgangen skyldes at resultatene i flere store banker var påvirket av engangskostnader i fjerde kvartal. Om man ser bort fra engangskostnader, økte lønnsomheten litt fra tredje til fjerde kvartal. Bankene har langsiktige interne lønnsomhetsmål på 9 til 12 prosent, men venter ikke at målene nås i år.

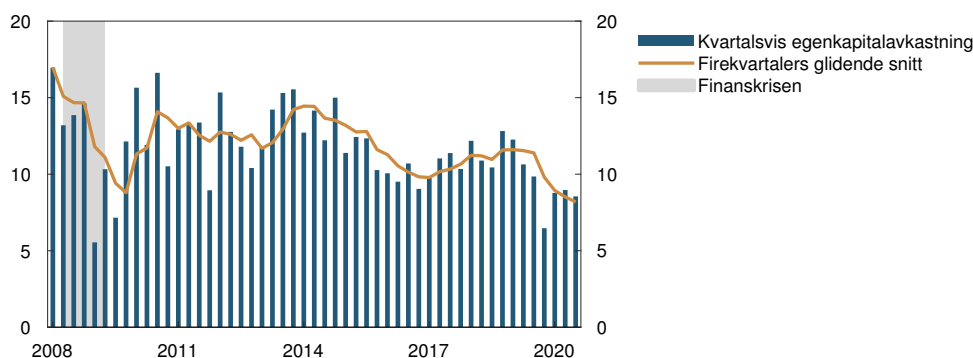
Bankenes samlede utlånstapsandel økte markert til 1 prosent i første kvartal 2020, men avtok gjennom året til i underkant av 0,3 prosent i fjerde kvartal, se figur 5.11. For fjoråret sett under ett utgjorde tapene om lag 0,6 prosent av utlån. Det var de høyeste tapene på nesten 30 år, men betydelig lavere enn under bankkrisen. For de store bankene gikk utlånstapsandelen marginalt opp i fjerde kvartal, i hovedsak som følge av nye nedskrivninger på utlån til oljerelaterte næringer. Tapsandelen i forbrukslånsbankene har vært høy i de to siste årene, men disse bankene står for en liten andel av samlede utlån.

Våre beregninger tyder på at utlånstapene i år og neste år vil bli lavere enn i 2020, men høyere enn gjennomsnittet de siste 20 årene, se ramme på side 54. Vi venter lavere tap på utlån til oljeservice, mens tapene på utlån til andre næringer trolig vil øke litt før de avtar til neste år. Det er fortsatt usikkerhet om tapsutviklingen. Det er mange næringer som fortsatt er hardt rammet av pandemien og smitteverntiltakene, og bankenes utlånstap til disse næringene er avhengig av utviklingen i smittesituasjonen. Utviklingen i næringseiendom vil være særlig viktig for bankenes utlånstap, og det er usikkerhet om hvordan pandemien vil påvirke etterspørsel etter næringseiendom fremover.

Finansdepartementet har anbefalt at norske banker begrenser utbytteutbetalinger til inntil 30 prosent av samlet årsresultat for 2019 og 2020 frem til utgangen av september 2021.⁹ Alle de store norske bankene har foreslått utbyttebetalinger før september på grensen på 30 prosent, som i tilfelle blir vedtatt på generalforsamlingene i vår. Bankene

Figur 5.10 Bankene har fortsatt god lønnsomhet

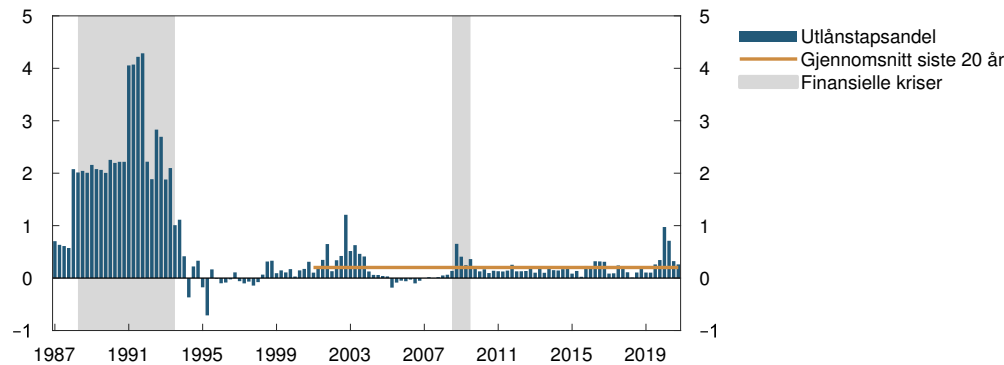
Egenkapitalavkastning. Annualisert. Prosent



Kilder: SNL / S&P MI og Norges Bank

⁹ Se pressemelding fra Finansdepartementet av 20. januar 2021.

Figur 5.11 Utlånstapene nær normale nivåer i fjerde kvartal
Utlånstap som andel av utlån. Annualisert. Prosent

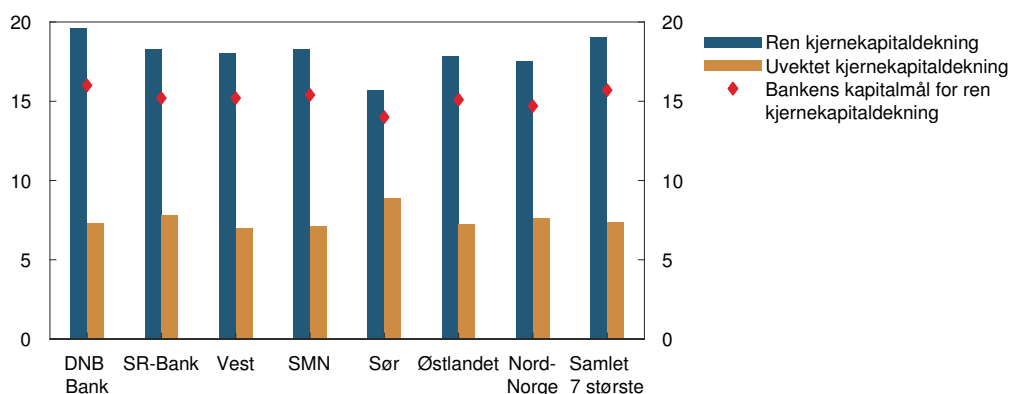


Kilde: Norges Bank

setter i tillegg av deler av resultatet etter skatt til utbytte for utbetaling etter september, dersom de økonomiske utsiktene skulle gi grunnlag for det og utbyttebegrensningene ikke forlenges. Samlet utgjør de foreslåtte utbyttene mellom 40 og 60 prosent av samlet årsresultat for 2019 og 2020. Bankenes beregnede kapitaldekning i figur 5.12 tar hensyn til de foreslåtte utbyttene. Dersom alt utbytte over 30 prosentgrensen skulle bli kansellert, viser våre beregninger at de store bankenes rene kjernekapitaldekning samlet sett vil øke med om lag 1 prosentenheter.

De største bankene oppfylder kapitalmålene¹⁰ med god margin, se figur 5.12. Ren kjernekapitaldekning økte med 0,8 prosentenheter fra tredje til fjerde kvartal og 1,2 prosentenheter i løpet av hele 2020. Fra tredje til fjerde kvartal økte også uvektet kjernekapitaldekning, og de største bankene oppfylder krav til uvektet kapitaldekning med god margin.¹¹ Flere av bankene oppgir at de forventer en økning i motsyklisk kapitalbuffer til 2,5 prosent over noe tid, og at de legger dette til grunn i sin kapitalplanlegging.

Figur 5.12 Bankenes kapitaldekning ligger over kravene
Største norskeide bankkonsern. Prosent



Kilder: Bankkonsernernes kvartalsrapporter og Norges Bank

¹⁰ Kapitalmål er her regulatoriske krav i 2020 tillagt kapitalkravmargin på 1 prosentenheter. Kravet til systemrisikobuffer økte fra 3 til 4,5 prosent ved utgangen av 2020 for norske banker som benytter avansert IRB-metode. Samtidig ble utenlandske eksponeringer ikke lenger ilagt det norske systemrisikobufferkravet. Ifølge bankenes kvartalsrapporter økte det samlede kravet med 0,3 prosentenheter for DNB og mellom 1,2 og 1,5 prosentenheter for de andre bankene med avansert IRB-metode. For banker som ikke har avansert IRB-metode, som Sparebanken Sør, trer endringen i kraft fra utgangen av 2022. Utenlandske banker er så langt ikke ilagt den norske systemrisikobufferen. Finansdepartementet ba 2. februar 2021 ESRB om å anbefale at andre land anerkjenner den norske systemrisikobufferen slik at utenlandske banker illegges krav til systemrisikobuffer på 4,5 prosent for sine utlån i Norge.

¹¹ Det uvektede kravet er på 6 prosent for DNB og 5 prosent for de resterende bankene.

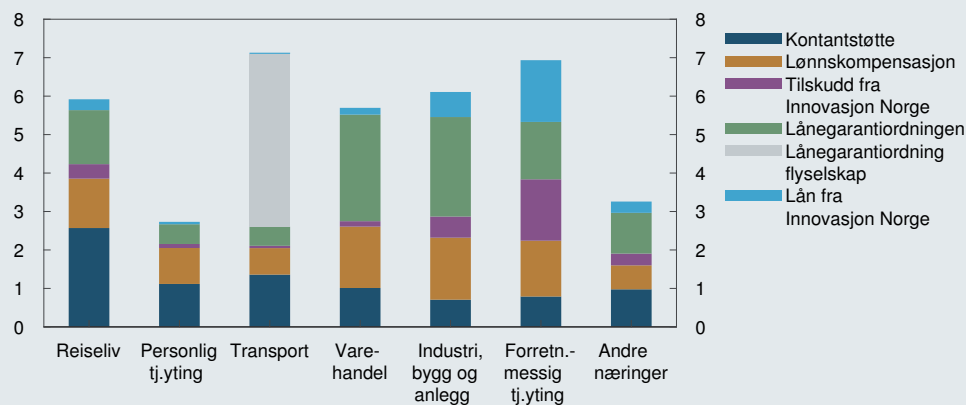
LAVERE TAP PÅ BANKENES FORETAKSLÅN

Pandemien og smitteverntiltakene har ført til et historisk stort fall i produksjonen for foretak i mange ulike næringer. Antallet konkurser i 2020 var likevel lavere enn normalt. Omfattende støttetiltak til næringslivet og utsettelse av skattekrav og konkursbegjæringer har bidratt til å holde konkursraten nede. Flere av støtteordningene er besluttet forlenget frem til sommeren 2021.

Totalt er det så langt utbetalt om lag 38 milliarder kroner gjennom ulike støtteordninger som har blitt etablert i forbindelse med pandemien, hvorav om lag halvparten var i form av tilskudd.¹ Det er utbetalt store støttebeløp til mange næringer, se figur 5.A. Som andel av næringenes omsetning har ordningene gitt klart mest støtte til de hardt rammede næringene reiseliv, personlig tjenesteyting og transportnæringen, se figur 5.B.

Figur 5.A Myndighetenes krisetiltak favner bredt

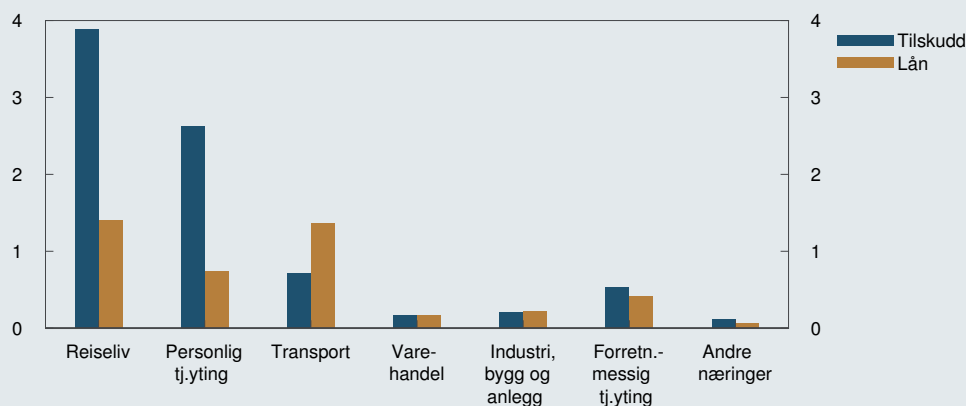
Milliarder kroner



Kilder: Innovasjon Norge, Nærings- og fiskeridepartementet og Norges Bank

Figur 5.B De hardest rammede næringene får dekket mest i forhold til omsetningen

Tilskudd og lån som andel av næringens omsetning i 2019. Prosent



Kilder: Innovasjon Norge, Nærings- og fiskeridepartementet og Norges Bank

¹ Se Hjelseth, I. N., H. Solheim og B.H. Vatne (2021) «Myndighetenes støtteordninger under koronapandemien har dempet kredittrisikoen i foretakene». *Staff memo* 3/2021. Norges Bank. I beregningene inngår tiltak kategorisert som ekstraordinære eller med mer enn doblett ramme i forhold til budsjettet for 2020, samt NAVs lønnskompensasjon- og refusjonsordning som publisert i statistikkbank over næringspolitiske virkemidler i 2020 i Felles datakatalog. Reduksjon og utsettelse av innbetaling av skatter og avgifter er sentrale tiltak som kommer i tillegg. Det samme gjelder investeringer fra Statens Obligasjonsfond.

De omfattende støttetiltakene har bidratt til å dempe bankenes utlånstap. Våre beregninger viser at de største bankene samlet tok tap tilsvarende om lag 1,4 prosent av sine foretakslån i 2020, se figur 5.C. Vi anslår at over 2/3 av disse tapene kom på engasjementer innen oljeservice og utenriks sjøfart.

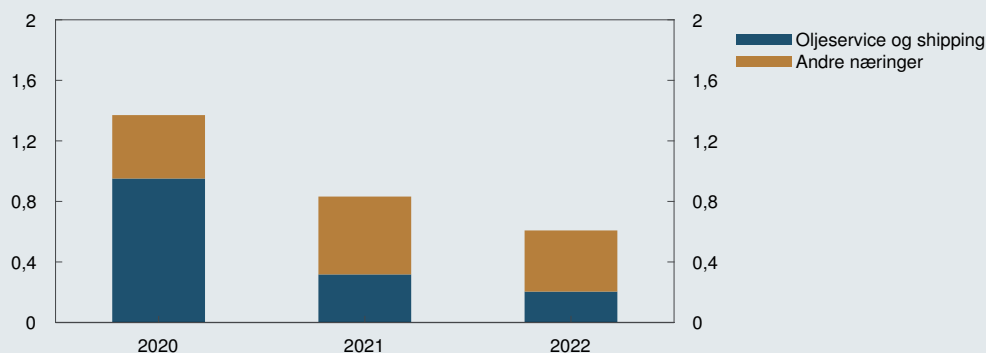
Det er fortsatt usikkerhet om tapsutviklingen fremover. Vi venter betydelige tap på utlån til oljeservice også i år, men vesentlig mindre enn i fjor (figur 5.C). For andre næringer anslår vi samlet sett at utlånstapene kan bli litt høyere i år enn i fjor, før de avtar i 2022. Tapsanslagene er om lag uendret fra vår forrige tapsvurdering (se *Finansiell stabilitet 2020*).

De økte tapsanslagene for 2021 i andre næringer enn oljeservice skyldes at vi venter økte tap på utlån til blant annet reiseliv, personlig tjenesteyting og transport, som har blitt hardest rammet av pandemien og smitteverntiltak, se figur 5.D. Disse næringene står imidlertid for en liten andel av de samlede foretakslånene.

Næringseiendom er næringen med størst andel av bankenes foretakslån (figur 5.D). Så langt har tapene til næringseiendom vært moderate. Hvis gjeninnhentingene i økonomien blir om lag som forventet i denne rapporten, venter vi at tapsavsetningene på nærings-eiendom vil holde seg moderate også i 2021 og 2022.

Figur 5.C Vi venter fortsatt at utlånstapene går ned i år og neste år

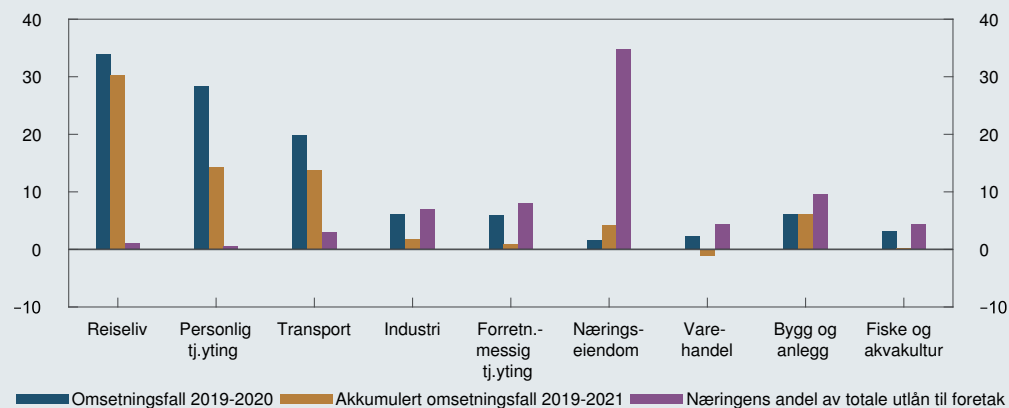
Anslåtte utlånstap som andel av totale utlån til foretak. Prosent



Kilde: Norges Bank

Figur 5.D Bankene har lite lån til de hardest rammede næringene

Estimerte omsetningsfall og andel utlån fordelt på næringer. Prosent



Kilder: Finanstilsynet og Norges Bank

Vedlegg

Tabeller med detaljerte anslag

Tabell 1 Internasjonale anslag

Endring i anslag fra Pengepolitisk rapport 4/20 i parentes	Vekter ¹ Prosent	Prosentvis endring fra foregående år				
		2020	2021	2022	2023	2024
BNP						
USA	10	-3,5 (0,1)	6,3 (2,8)	3,8 (0,6)	1,4 (-0,7)	1,3
Euroområdet	35	-6,8 (0,7)	5,2 (1,3)	4,2 (-0,2)	1,6 (-0,3)	1,5
Storbritannia	11	-9,9 (1,2)	5,1 (-0,1)	6 (1,3)	2,3 (-0,7)	1,1
Sverige	13	-3 (0,2)	3 (0,1)	3,7 (-0,2)	2,1 (-0,1)	1,9
Kina	7	2,3 (0,5)	8,2 (0)	5,5 (-0,1)	5,6 (0)	5,6
13 handelspartnere ¹	100	-4,8 (0,6)	4,9 (0,7)	4,2 (0,1)	2,3 (-0,2)	2
5 handelspartnere ²		-5,1 (0,6)	5,3 (0,9)	4,5 (0,2)	2,2 (-0,3)	2
Priser						
Underliggende prisvekst ³		1,1 (0)	1,4 (0,4)	1,5 (0,2)	1,7 (0,1)	1,8
Priser på konsumvarer Norge importerer ⁴		0,3 (-0,1)	0,6 (0,3)	0,7 (0,1)	0,7 (0)	0,8

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

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

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

4 Målt i utenlandsk valuta. Inkludert vridningseffekter.

Kilder: IMF, Refinitiv Datastream og Norges Bank

Tabell 2a Konsumpriser. Tolvmånedersvekst. Prosent

	2020			2021			
	des	jan	feb	mar	apr	mai	jun
KPI							
Faktisk	1,4	2,5	3,3				
Anslag PPR 4/20 ¹	1,8	1,5	2,3	2,7			
Anslag PPR 1/21				3,4	3,3	3,0	3,0
KPI-JAE							
Faktisk	3,0	2,7	2,7				
Anslag PPR 4/20	3,3	2,5	2,9	3,1			
Anslag PPR 1/21				2,7	2,1	1,9	1,8
Importerte varer i KPI-JAE							
Faktisk	3,6	3,3	3,8				
Anslag PPR 4/20	3,5	2,5	3,3	3,9			
Anslag PPR 1/21				4,1	2,7	2,1	1,6
Norskproduserte varer og tjenester i KPI-JAE							
Faktisk	2,7	2,4	2,3				
Anslag PPR 4/20	3,1	2,4	2,6	2,6			
Anslag PPR 1/21				2,1	1,9	1,8	1,9

1 Det var feil i de publiserte månedsanslagene for KPI i PPR 4/20. Tabellen viser korrekte anslag fra forrige rapport.

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

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

	2020		2021	
	3. kv.	4. kv.	1. kv.	2. kv.
Faktisk	5,0	1,9		
Anslag PPR 4/20		0,8	0,2	
Anslag PPR 1/21			-0,4	0,6

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

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

	2020			2021			
	des	jan	feb	mar	apr	mai	jun
Faktisk	0,8	-0,2					
Anslag PPR 4/20	-0,2	0,1	0,9				
Anslag PPR 1/21			-0,5	-0,6	0,2	1,1	0,8

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

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

	2020			2021			
	des	jan	feb	mar	apr	mai	jun
Faktisk	3,9	4,0	4,0				
Anslag PPR 4/20	3,9	3,7	3,6	3,4			
Anslag PPR 1/21				3,9	3,8	3,6	3,4

Kilder: NAV og Norges Bank

Tabell 3 Anslag på makroøkonomiske hovedstørrelser

Endring i anslag fra Pengepolitisk rapport 4/20 i parentes	Mrd.kr. 2020	Prosentvis endring fra foregående år (der annet ikke fremgår)				
		2020	2021	2022	2023	2024
Priser og lønninger						
KPI		1,3	2,8 (0,6)	1,1 (-0,9)	1,5 (-0,2)	1,7
KPI-JAE		3,0	1,9 (-0,2)	1,3 (-0,1)	1,4 (-0,1)	1,6
Årslønn		3,1	2,4 (0,4)	2,6 (0,3)	3,0 (0,2)	3,3
Realøkonomi¹						
Bruttonasjonalprodukt (BNP)	3399	-1,3	3,8 (-0,2)	3,4 (0,3)	1,2 (-0,4)	1,0
BNP for Fastlands-Norge	3036	-3,1	3,8 (0,1)	3,4 (0,3)	1,1 (-0,4)	1,1
Produksjonsgap for Fastlands-Norge (nivå)		-3,1	-1,5 (0,1)	0,4 (0,4)	0,4 (0,2)	0,3
Sysselsetting, personer, KNR		-1,3	0,3 (0,0)	2,0 (0,2)	0,7 (-0,2)	0,4
Registrert ledighet (rate, nivå)		5,0	3,4 (0,2)	2,4 (-0,1)	2,4 (0,0)	2,4
Etterspørsel¹						
Etterspørsel fra Fastlands-Norge	3119	-4,4	3,4 (-0,3)	5,1 (0,6)	2,2 (0,0)	0,4
- Husholdningenes konsum	1487	-8,0	4,1 (-1,8)	9,0 (1,5)	3,2 (0,1)	2,3
- Foretaksinvesteringer	313	-6,3	-1,1 (5,2)	3,3 (-2,1)	4,5 (0,2)	4,6
- Boliginvesteringer	191	-4,0	5,2 (0,5)	4,4 (0,6)	2,0 (-0,3)	1,4
- Offentlig etterspørsel	1128	1,4	3,3 (-0,1)	0,3 (0,1)	0,1 (-0,1)	0,1
Petroleumsinvesteringer	180	-4,8	-4,0 (2,0)	-5,0 (-1,0)	10,0 (0,0)	8,0
Eksport fra Fastlands-Norge	637	-8,1	4,1 (0,3)	6,7 (1,1)	3,5 (-0,1)	3,1
Import	1125	-12,3	5,0 (-0,1)	8,5 (0,6)	5,3 (0,5)	4,4
Boligpriser og gjeld						
Boligpriser		4,5	10,1 (3,4)	3,0 (0,6)	1,2 (-0,6)	2,2
Kreditt til husholdningene (K2)		4,9	5,0 (0,2)	4,9 (0,5)	4,7 (0,3)	4,3
Renter, valutakurs og oljepris						
Styringsrente (nivå)		0,4	0,0 (0,0)	0,5 (0,2)	1,0 (0,2)	1,3
Importveid valutakurs (I-44) (nivå)		115	107,3 (-4,5)	106,4 (-4,7)	106,5 (-4,2)	106,2
Pengemarkedsrente hos handelspartnere (nivå)		0,0	-0,2 (0,0)	-0,1 (0,1)	0,1 (0,2)	0,4
Oljepris Brent Blend. USD per fat		41,8	65,6 (16,0)	62,2 (13,6)	59,0 (10,8)	56,9
Husholdningenes inntekt og sparing¹						
Disponibel realinntekt utenom aksjeutbytte		3,3	0,5 (-1,6)	2,6 (0,6)	1,9 (0,1)	2,7
Sparerate (rate, nivå)		15,5	12,6 (0,9)	7,0 (-0,1)	6,2 (0,2)	7,4
Sparerate utenom aksjeutbytte (rate, nivå)		12,5	8,3 (0,6)	3,0 (0,0)	2,1 (0,0)	3,2
Netto finansinvesteringer utenom aksjeutbytte (rate, nivå)		7,1	3,4 (0,1)	-2,0 (-0,2)	-3,6 (-0,4)	-3,7
Finanspolitikken						
Strukturelt, oljekorrigert underskudd som andel av SPU ²		3,9	3,3 (0,0)	3,1 (-0,1)	3,0 (-0,1)	2,9

¹ Alle tall er virkedagskorrigeret.

² Statens pensjonsfond utland ved inngangen til året.

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

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

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

Pengepolitisk rapport 1|21 – mars

