



NORGES BANK

3|21

SEPTEMBER

**PENGEPOLITISK
RAPPORT**
MED VURDERING AV FINANSIELL STABILITET

Innhold

PENGEPOLITISKE VURDERINGER	5
VURDERING AV MOTSYKLISK KAPITALBUFFER	11
DEL 1: PENGEPOLITIKKEN	
1 INTERNASJONAL ØKONOMI	13
<i>Gradvis gjenåpning til tross for økt smitte</i>	17
2 FINANSIELLE FORHOLD	19
2.1 Rentene	19
2.2 Kronekursen	20
3 NORSK ØKONOMI	22
3.1 Den økonomiske utviklingen	22
3.2 Kostnader og priser	34
<i>Dårligere samsvar mellom tilgjengelig og etterspurt arbeidskraft</i>	38
<i>Rekordhøye priser på gass og elektrisk kraft</i>	41
4 PENGEPOLITISK ANALYSE	44
4.1 Mål og tilbakeblikk	44
4.2 Ny informasjon og nye vurderinger	45
4.3 Faktorene bak endringer i rentebanen	47
DEL 2: FINANSIELL STABILITET	
5 BESLUTNINGSGRUNNLAG FOR MOTSYKLISK KAPITALBUFFER	50
5.1 Tilgang på kreditt	50
5.2 Finansielle ubalanser	51
5.3 Bankene	56
<i>Alle aldersgrupper økte bankinnskuddene i 2020</i>	59
VEDLEGG	
Anslagstabeller	61

Pengepolitikken i Norge

MÅL

Pengepolitikken skal opprettholde en stabil pengeverdi gjennom lav og stabil inflasjon. Det operative målet for pengepolitikken skal være en årsvekst i konsumprisene som over tid er nær 2 prosent. Inflasjonsstyringen skal være fremoverskuende og fleksibel, slik at den kan bidra til høy og stabil produksjon og sysselsetting samt til å motvirke oppbygging av finansielle ubalanser. Mål og avveieringer i pengepolitikken er omtalt i en ramme på side 49.

GJENNOMFØRING

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

BESLUTNINGSPROSESS

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

RAPPORTERING

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

Motsyklisk kapitalbuffer

Formålet med den motsykliske kapitalbufferen er å gjøre bankene mer solide og motvirke at bankenes kredittpraksis forsterker et tilbakeslag i økonomien. Bankene bør bygge og holde en motsyklisk buffer når finansielle ubalanser bygger seg opp eller har bygget seg opp. Høye finansielle ubalanser innebærer fare for en brå nedgang i etterspørselen fra husholdninger og foretak og store tap i bankene. Ved et økonomisk tilbakeslag som gir eller vil kunne gi høyere utlånstap og klart redusert tilgang på kreditt, bør bufferen settes ned for å øke bankenes utlånskapasitet. Bufferkravet skal som hovedregel være mellom 0 og 2,5 prosent av bankenes beregningsgrunnlag for kapitalkrav, men kan i særlige tilfeller settes høyere.

Fra 10. september 2021 fikk Norges Bank beslutningsansvaret for motsyklisk kapitalbuffer og et formalisert rådgiveransvar for systemrisikobufferen. Norges Bank fastsetter kravet til motsyklisk kapitalbuffer fire ganger i året. Beslutningen og vurderingene gis i denne rapporten. Norges Banks rammeverk for motsyklisk kapitalbuffer er beskrevet i *Norges Bank Memo 4/2019*.

Beslutningsprosessen for Pengepolitisk rapport 3/21

På møtene 3. og 14. september drøftet komiteen de økonomiske utsiktene, innretningen av pengepolitikken og nivået på bufferkravet. På grunnlag av drøftingene og en anbefaling fra bankens administrasjon fattet komiteen på møtet 22. september vedtak om styringsrenten og nivået på bufferkravet.

Pengepolitiske vurderinger

Gjenåpningen av samfunnet har gitt en markert oppgang i norsk økonomi, og aktiviteten er nå høyere enn før koronapandemien. Siden forrige pengepolitiske rapport har arbeidsledigheten falt videre. Smittespredningen har økt, men samtidig er en stor del av den voksne befolkningen nå vaksinert. Normaliseringen av økonomien tilsier at det nå er riktig å starte en gradvis normalisering av styringsrenten.

Norges Banks komité for pengepolitikk og finansiell stabilitet vedtok på møtet 22. september å sette styringsrenten opp fra null til 0,25 prosent. Slik komiteen nå vurderer utsiktene og risikobildet, vil styringsrenten mest sannsynlig bli satt videre opp i desember.

Gjeninnhenting fortsetter internasjonalt

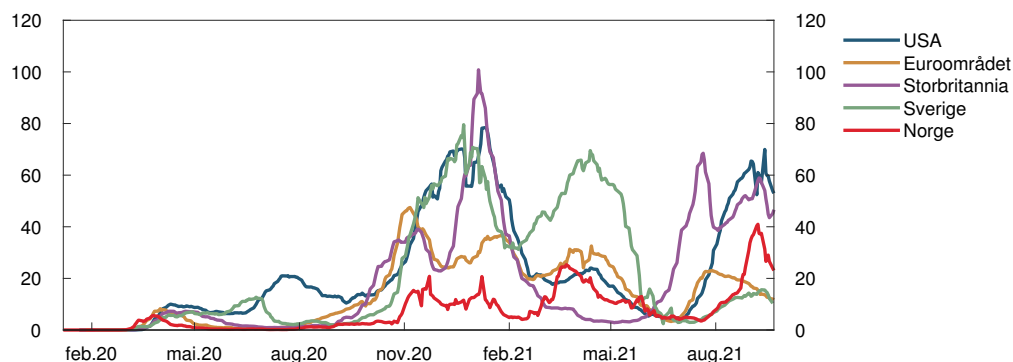
Lettelser i smitteverntiltak har gitt en klar oppgang i den økonomiske aktiviteten hos Norges handelspartnere, som anslått i Pengepolitisk rapport 2/21. Gjennom sommeren har utbredelsen av deltavarianten av koronaviruset gitt økt smitte i mange land. Andelen fullvaksinerte har steget hos de fleste handelspartnerne, og så langt har det ikke vært vesentlige innstramminger i smitteverntiltak i de industrialiserte landene. Smitteutviklingen ventes å dempe den økonomiske oppgangen noe den nærmeste tiden, men ekspansiv penge- og finanspolitikk vil trolig bidra til at veksten holder seg relativt godt oppe. Den samlede økonomiske aktiviteten hos handelspartnerne anslås å være tilbake på nivået fra før pandemien i løpet av inneværende kvartal.

Pandemien har bidratt til store prisøkninger på enkelte varer og tjenester, og samlet konsumprisvekst har økt i mange land. Den underliggende prisveksten i USA og Storbritannia har vært noe høyere enn anslått. Samlet er det likevel utsikter til moderat underliggende prisvekst hos handelspartnerne de nærmeste årene.

Sentralbankene ute signaliserer at den ekspansive pengepolitikken vil bli videreført en god stund fremover. Styringsrenteforventningene hos Norges handelspartnere har

Figur A Smitten har økt i flere land

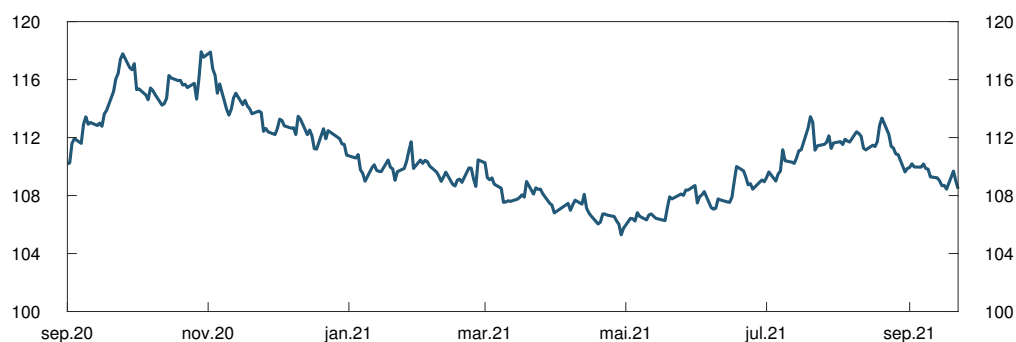
Nye smittetilfeller per 100 000 innbyggere. Syvdagers glidende gjennomsnitt



Kilder: Refinitiv Datastream og Norges Bank

Figur B Kronen har vært svakere enn ventet

Importveid valutakursindeks (I-44)



Kilder: Refinitiv Datastream og Norges Bank

steget litt siden juni og indikerer at rentene vil være om lag på dagens nivå frem mot slutten av 2022, for deretter å stige gradvis.

Uro rundt smitteutviklingen og usikkerhet om de økonomiske utsiktene har trolig bidratt til at langsiktige renter har falt litt i USA siden forrige rapport. Denne usikkerheten kan også ha påvirket kronkursen, som har vært svakere enn anslått i juni. Oljeprisen er lite endret siden juni, mens gassprisene har steget betydelig. Det har vært en videre oppgang i aksjemarkedene i de industrialiserte landene.

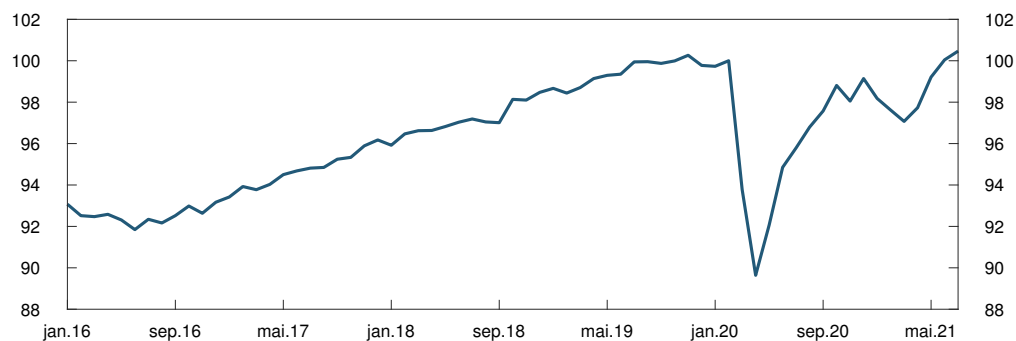
Påslaget i det norske pengemarkedet har steget litt, men har vært noe lavere enn anslått i forrige rapport. Boliglånsrentene er lite endret. Fremtidige pengemarkedsrenter har steget litt, og indikerer forventninger om at styringsrenten øker gradvis fremover.

Aktiviteten i norsk økonomi er nå høyere enn før pandemien

Etter det kraftige fallet i fjor vår har den samlede aktiviteten tatt seg opp igjen her hjemme. Lettelser i smitteverntiltakene har gitt en rask oppgang i norsk økonomi. I juli var BNP for Fastlands-Norge litt høyere enn før pandemien brøt ut, og om lag som anslått i forrige rapport. Oppgangen var særlig sterk innen privat tjenesteyting, som har vært hardest rammet av smitteverntiltak.

Figur C Aktiviteten er nå høyere enn før pandemien

BNP for Fastlands-Norge. Sesongjustert. Indeks. Februar 2020 = 100



Kilde: Statistisk sentralbyrå

Smittespredningen i Norge har økt etter sommeren, særlig blant unge. Antall sykehusinnleggelse har også steget, men vesentlig mindre enn tidligere i pandemien. En stor del av den voksne befolkningen er nå vaksinert, og det er satt i gang vaksinering av yngre aldersgrupper. Høy vaksinasjonsgrad har begrenset behovet for smitteverntiltak, og virkningene på økonomien av økt smitte ventes derfor å være mindre enn tidligere. Samtidig er det fortsatt usikkerhet rundt den videre smitteutviklingen og hvor effektiv beskyttelsen fra de eksisterende vaksinene vil være. Nye virusvarianter kan gi smittebølger også i land med høy vaksinasjonsgrad, og det kan ikke utelukkes at det igjen vil bli behov for strengere smitteverntiltak.

Den økte smitten bidrar trolig til å dempe den økonomiske oppgangen noe, men det er likevel utsikter til at aktiviteten vil fortsette å stige utover høsten. Oppgangen ventes å være sterkest blant tjenestenæringene som har vært hardest rammet av pandemien. Bedriftene i Norges Banks regionale nettverk rapporterte i august om høyere kapasitetsutnyttning og større knapphet på arbeidskraft innenfor de fleste næringer. Bedriftene venter likevel god vekst det neste halvåret, og spesielt innen tjenesteyting.

Begrensede forbruksmuligheter har gjort at husholdningene har spart mye under pandemien. Det gir rom for sterk vekst i privat konsum fremover. Husholdningenes kjøp av varer og tjenester har tatt seg godt opp gjennom sommeren og har vært høyere enn ventet. Bedriftene i Regionalt Nettverk rapporterte i august om bedret lønnsomhet og planer om høyere investeringer det neste året.

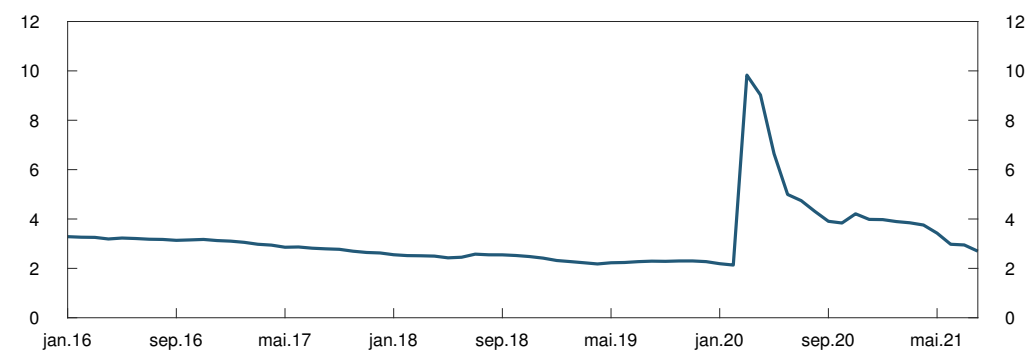
Gjenåpningen av samfunnet har gjort at flere har kommet tilbake i jobb. Den sesongjusterte registrerte arbeidsledigheten har falt mer enn ventet og var i august 2,7 prosent. Samtidig har en stor andel av de ledige nå vært uten arbeid i over et halvt år. Langvarig ledighet øker faren for å falle helt ut av arbeidsmarkedet.

Gjennom pandemien har det vært gjennomført omfattende finanspolitiske tiltak for å dempe de økonomiske konsekvensene av virusutbruddet og strenge smitteverntiltak. Med gjenåpning av samfunnet og normalisering av økonomien har regjeringen signalisert at de fleste støttetiltakene skal fases ut i løpet av høsten.

Aktiviteten i boligmarkedet er fortsatt høy, men boligprisveksten har avtatt. Gjennom sommeren har veksten i boligprisene vært noe lavere enn anslått. Kredittveksten til husholdningene har vært om lag som ventet.

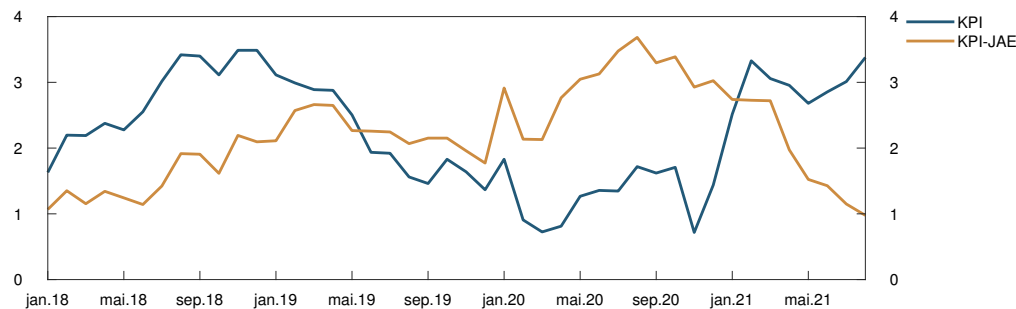
Figur D Arbeidsledigheten har falt videre

Registrerte helt ledige som andel av arbeidsstyrken. Sesongjustert. Prosent



Kilde: NAV

Figur E Den underliggende prisveksten har avtatt videre
KPI og KPI-JAE. Tolv månedersvekst. Prosent



Kilde: Statistisk sentralbyrå

Økte lønnsforventninger

Den underliggende prisveksten, målt ved konsumprisindeksen (KPI) justert for avgifts- endringer og uten energivarer (KPI-JAE), tiltok gjennom våren og sommeren i fjor, men har siden avtatt. I august var tolv månedersveksten 1,0 prosent, som anslått i forrige rapport. Prisveksten både på norskproduserte varer og tjenester og importerte konsum- varer har avtatt siden mai.

Oppgang i energiprisene førte til at tolv månedersveksten i KPI økte betydelig mot slutten av fjoråret og inn i 2021. Etter at inflasjonen avtok utover våren, har en ny kraftig oppgang i energiprisene ført til at tolv månedersveksten i KPI har økt igjen. I august var tolv- månedersveksten 3,4 prosent. Fremtidsprisene for elektrisitet og drivstoff indikerer at veksten i KPI vil holde seg høy ut året før den avtar. Inflasjonsforventningene på lengre sikt synes fortsatt å være forankret nær målet på 2 prosent.

Gjennomsnittlig årslønn økte med 3,1 prosent i fjor. En stor nedgang i antall sysselsatte i næringer med lavt lønnsnivå bidro til å løfte det gjennomsnittlige lønnsnivået. Når flere av dem som mistet jobben kommer tilbake i arbeid, vil denne sammensetningseffekten trolig bidra til å trekke lønnsveksten ned. Løpende lønnsstatistikk og signaler fra for- ventningsundersøkelser tilsier at lønnsveksten i år blir høyere enn anslått i forrige rapport, og årslønnsveksten for 2021 anslås nå til 3,0 prosent.

Pandemien skaper usikkerhet om lønns- og prisveksten fremover. Det kan blant annet oppstå flaskehalsler i ulike distribusjonsledd, og knappheten på enkelte typer arbeidskraft kan være større enn lagt til grunn. Det kan føre til økt press på priser og lønninger.

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

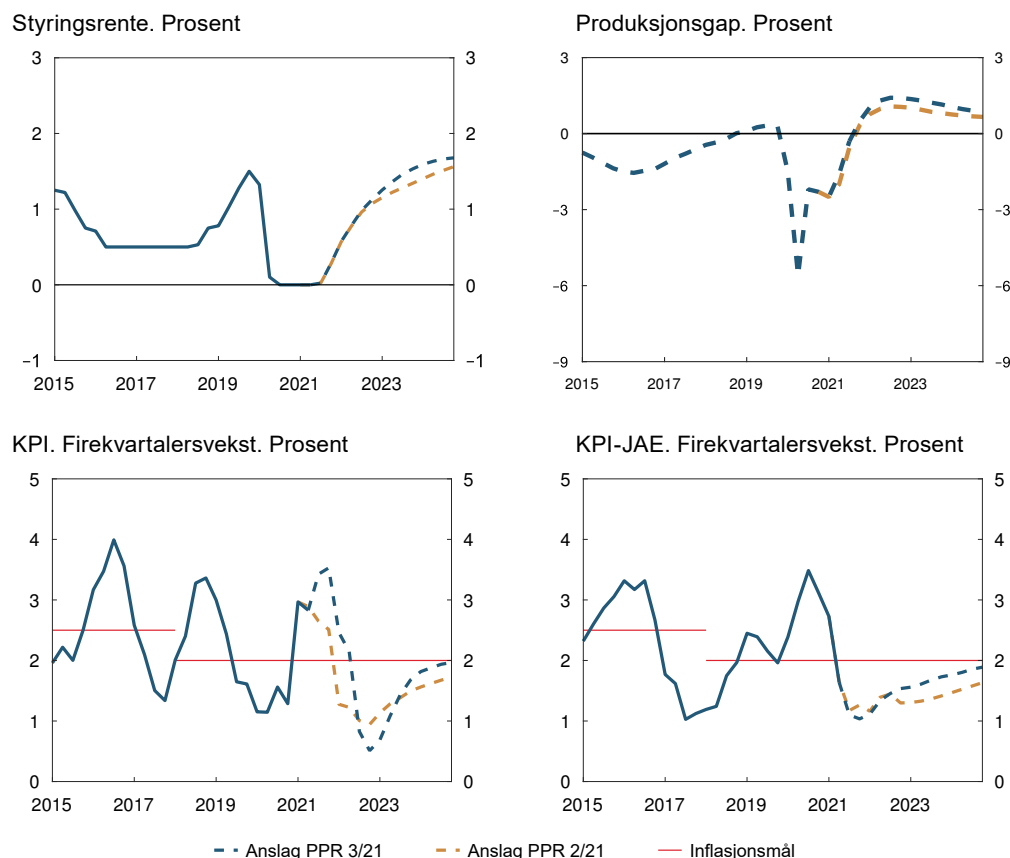
Gjenåpningen av samfunnet har gitt en markert oppgang i norsk økonomi, og aktiviteten er nå høyere enn før koronapandemien. Arbeidsledigheten har falt videre, og kapasitets- utnyttningen synes å være nær et normalt nivå. Smitten har økt etter sommeren, men høy vaksinasjonsgrad har begrenset behovet for smitteverntiltak. Oppgangen i økono- mien vil trolig fortsette utover høsten. Den underliggende inflasjonen er lav, men økt aktivitet og stigende lønnsvekst vil bidra til at den etter hvert tar seg opp mot inflasjons- målet. Normaliseringen av økonomien tilsier at det ikke lenger er behov for en like

ekspansiv pengepolitikk. Også hensynet til å motvirke oppbygging av finansielle ubalanser taler for økte renter. Usikkerhet om virkningene av høyere renter tilsier at styringsrenten heves gradvis.

I drøftingen av risikobildet var komiteen opptatt av at det er usikkerhet om det videre forløpet for pandemien, og at nye virusvarianter kan bremse den økonomiske oppgangen. Samtidig er det fortsatt en risiko for at pandemien får langvarige konsekvenser for sysselsettingen. Det taler for å støtte opp under veksten i økonomien, slik at arbeidsledige kan komme raskere tilbake i jobb. På den annen side kan kapasitetsbegrensninger føre til at lønns- og prisveksten øker raskere enn ventet. Komiteen mener likevel at faren for at inflasjonen blir for høy, er begrenset.

Slik komiteen nå vurderer utsiktene og risikobildet, vil det være riktig å sette styringsrenten gradvis opp i tiden som kommer. Prognosen indikerer en styringsrente på 1 prosent om ett år og 1,7 prosent mot slutten av 2024. Høyere kapasitetsutnyttning og utsikter til noe høyere inflasjon enn tidligere anslått har bidratt til at rentebanen ligger litt over prognosen fra forrige rapport. Kapasitetsutnyttningen er nå nær et normalt nivå, og det er utsikter til at den vil fortsette å stige det nærmeste året, før den gradvis avtar. Arbeidsledigheten ventes å falle videre for så å bli liggende nær nivået fra før pandemien. Den underliggende prisveksten anslås å holde seg rundt 1 prosent den nærmeste tiden, før den stiger til nær 2 prosent mot slutten av 2024. Skulle de økonomiske utsiktene endre seg, vil også prognosen for styringsrenten justeres.

Figur F Gradvis oppgang i styringsrenten bidrar til å nå målene for pengepolitikken



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Komiteen vedtok enstemmig å sette styringsrenten opp til 0,25 prosent. Slik komiteen nå vurderer utsiktene og risikobildet, vil styringsrenten mest sannsynlig bli satt videre opp i desember.

Øystein Olsen
Ida Wolden Bache
Øystein Børsum
Ingvild Almås
Jeanette Fjære-Lindkjenn

22. september 2021

Vurdering av motsyklisk kapitalbuffer

Kravet til motsyklisk kapitalbuffer ble i juni besluttet økt til 1,5 prosent med virkning fra 30. juni 2022. På møtet 22. september vedtok Norges Banks komité for pengepolitikk og finansiell stabilitet å opprettholde dette kravet. Slik komiteen nå vurderer den økonomiske utviklingen og utsiktene til tap og utlånskapasitet i bankene, vil bufferkravet økes til 2,0 prosent i desember, med virkning fra 31. desember 2022.

Regjeringen besluttet 3. september å gi Norges Bank beslutningsmyndighet for motsyklisk kapitalbuffer og et formalisert rådgiveransvar for systemrisikobufferen med virkning fra 10. september. Norges Bank fastsetter kravet til motsyklisk kapitalbuffer fire ganger i året. Beslutningen og vurderingene gis i denne rapporten. I arbeidet med fastsettelsen av bufferkravet utveksler Norges Bank og Finanstilsynet informasjon og vurderinger. Norges Banks rammeverk for motsyklisk kapitalbuffer er beskrevet i Norges Bank Memo 4/2019.

Formålet med den motsykliske kapitalbufferen er å gjøre bankene mer solide og motvirke at bankenes kredittpraksis forsterker et tilbakeslag i økonomien. Bankene bør bygge og holde en motsyklisk buffer når finansielle ubalanser bygger seg opp eller har bygget seg opp. Ved et økonomisk tilbakeslag som gir eller vil kunne gi høyere utlånstap og klart redusert tilgang på kreditt, bør bufferen settes ned for å øke bankenes utlånskapasitet. Bufferkravet skal som hovedregel være mellom 0 og 2,5 prosent av bankenes beregningsgrunnlag for kapitalkrav, men kan i særlige tilfeller settes høyere.

Kravet til motsyklisk kapitalbuffer ble redusert fra 2,5 til 1 prosent i mars 2020. Bakgrunnen var utbruddet av koronaviruset og tiltakene for å begrense smittespredningen, som førte til et kraftig fall i aktiviteten i norsk økonomi. Lavere bufferkrav reduserte risikoen for en strammere utlånspraksis som kunne forsterket tilbakeslaget som fulgte av pandemien. I juni i år besluttet Finansdepartementet, etter råd fra Norges Bank, at bufferkravet skal settes opp igjen til 1,5 prosent med virkning fra 30. juni 2022.

Gjenåpningen av samfunnet har gitt en markert oppgang i norsk økonomi, og aktiviteten er nå høyere enn før koronapandemien. Arbeidsledigheten har falt videre. Den økte smitten bidrar trolig til å dempe den økonomiske oppgangen noe, men det er likevel utsikter til at aktiviteten vil fortsette å stige utover høsten.

Kredittverdige foretak og husholdninger synes å ha god tilgang på kreditt. Bankene har kapital og likviditet til å opprettholde kreditttilbudet. I Norges Banks utlånsundersøkelse meldte bankene om uendret kredittpraksis i andre kvartal, og bankene venter ingen endring fremover. De siste månedene har utlånsveksten til foretak fra bankene tiltatt. I obligasjonsmarkedet for foretak har utstedelsesvolumet vært høyt siden årsskiftet, og risikopåslagene er nå nær nivåene fra før pandemien.

Norske banker er lønnsomme. Bankenes utlånstap økte i første kvartal i fjor, men har siden avtatt. For første halvår i år sett under ett utgjorde tapene omtrent 0,1 prosent av

samlede utlån, som er om lag halvparten av gjennomsnittet de siste 20 årene. Vi venter lave tap i tiden fremover. Det er noe mer usikkerhet enn normalt om tapsutsiktene knyttet til det videre forløpet for pandemien. Kapitaldekningen i bankene falt noe i andre kvartal, hovedsakelig som følge av økt utlånsvekst. Norske banker er godt rustet til å oppfylle økt krav til motsyklisk kapitalbuffer og samtidig opprettholde kredittilbudet.

Før reduksjonen i mars 2020 var kravet til motsyklisk kapitalbuffer 2,5 prosent med bakgrunn i at finansielle ubalanser hadde bygget seg opp over lengre tid. Før utbruddet av pandemien var det vår vurdering at ubalansene ikke lenger bygget seg opp. Veksten i eiendomsprisene hadde vært moderat i flere år, og husholdningenes gjeldsbelastning hadde flatet ut. I løpet av koronapandemien har boligprisene og prisene på nærings-eiendom økt betydelig, og kredittveksten til husholdningene har tiltatt. Den siste tiden har veksten i eiendomsprisene vært mer moderat. Hensynet til finansielle ubalanser tilsier et høyere bufferkrav.

Kravet til motsyklisk kapitalbuffer ble i juni besluttet økt til 1,5 prosent med virkning fra 30. juni 2022. På møtet 22. september vedtok Norges Banks komité for pengepolitikk og finansiell stabilitet enstemmig å opprettholde dette kravet. Slik komiteen nå vurderer den økonomiske utviklingen og utsiktene til tap og utlånskapasitet i bankene, vil bufferkravet økes til 2,0 prosent i desember, med virkning fra 31. desember 2022. Komiteen ser for seg at bufferkravet på noe sikt skal tilbake til 2,5 prosent.

Øystein Olsen
Ida Wolden Bache
Øystein Børsum
Ingvild Almås
Jeanette Fjære-Lindkjenn

22. september 2021

1 Internasjonal økonomi

Lettelser i smitteverntiltak førte til en markert oppgang i den økonomiske aktiviteten hos Norges handelspartnere i vår. Gjennom sommeren har utbredelse av deltavarianten av koronaviruset gitt økt smitte i mange land. Vi venter likevel at BNP-veksten for handelspartnere samlet holder seg relativt godt oppe de nærmeste kvartalene. BNP er trolig tilbake på nivået fra før virusutbruddet i løpet av tredje kvartal. Samlet konsumprisvekst har økt markert i flere land, men det er fortsatt utsikter til moderat underliggende prisvekst de nærmeste årene. Markedsprisingen indikerer forventninger om svært lave renter hos handelspartnere en god stund fremover.

Vaksinering og lettelser i smitteverntiltak løfter veksten

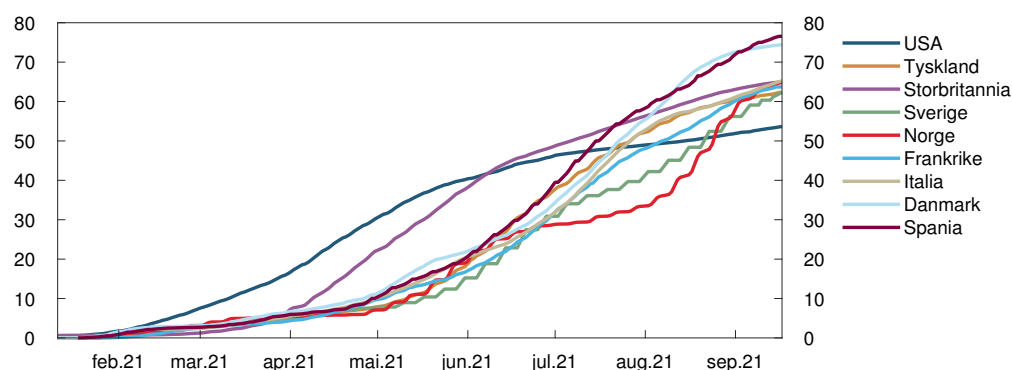
Etter en lang periode med strenge smitteverntiltak, ble det i vår innført lettelser hos våre industrialiserte handelspartnere. Sammen med lavere smitte bidro dette til høy BNP-vekst. Aktiviteten økte med nær 5 prosent i Storbritannia og over 2 prosent i euroområdet fra første til andre kvartal. Det var særlig sterk vekst i husholdningenes kjøp av varer og tjenester. Til tross for god vekst er aktivitetsnivået i euroområdet fremdeles 2,5 prosent lavere enn før pandemien. I USA var veksten mer moderat, men aktivitetsnivået er allerede litt høyere enn før pandemien. BNP hos handelspartnere i andre kvartal utviklet seg samlet sett som anslått i forrige rapport.

Siden junirapporten har utbredelse av deltavarianten ført til økt smitte i mange land. Økningen har vært stor i USA, Storbritannia og flere fremvoksende økonomier og moderat i andre europeiske land. De siste månedene er det innført tiltak for at flere skal la seg vaksinere. I USA og i flere land i Europa er det nå krav om vaksinering eller hyppig testing for ansatte i offentlige og private virksomheter og for kunder som vil benytte ulike tjenester. Andelen fullvaksinerte er om lag 75 prosent i Danmark og Spania, noe lavere i Norge og andre europeiske land og litt over 50 prosent i USA, se figur 1.1.

Så langt har smitteøkningen gitt begrenset oppgang i antall sykehusinnleggelser med korona i Europa. I USA, hvor vaksinasjonsgraden er lavere, har antall personer på sykehus

Figur 1.1 Høy andel fullvaksinerte i flere land

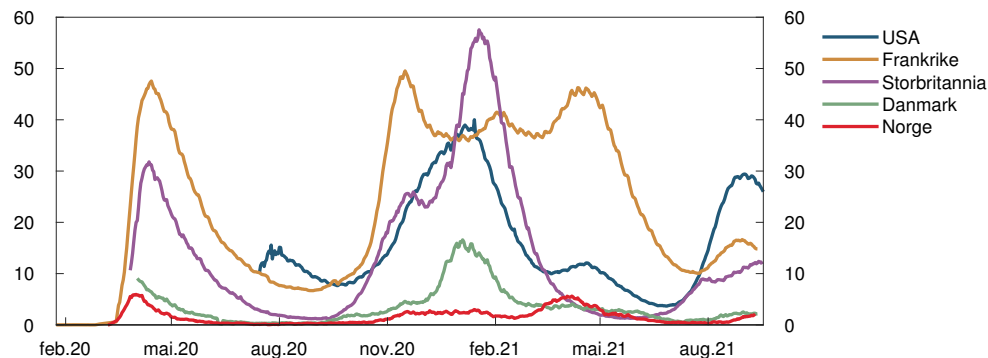
Andel befolkning fullvaksinert. Prosent



Kilde: Refinitiv Datastream

Figur 1.2 Markert økning i sykehusinnleggelser i USA

Antall innlagt på sykehus med koronavirus per 100 000 innbyggere



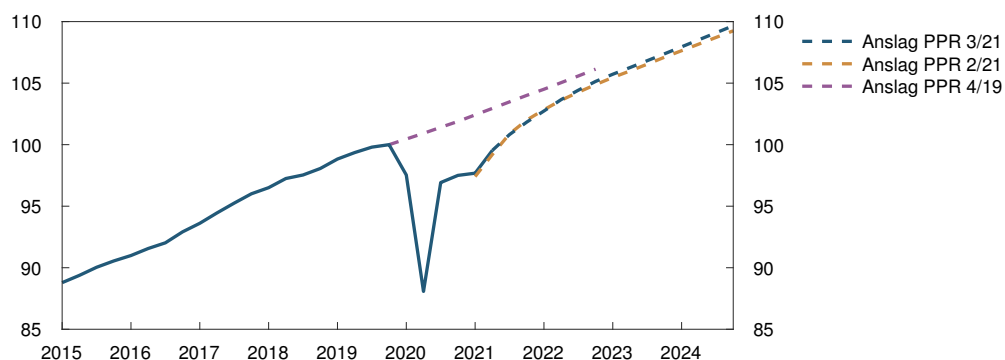
Kilde: ourworldindata.org

med korona steget kraftig og er nå på samme nivå som i starten av februar, se figur 1.2. Foreløpig har det ikke vært betydelige tilstrømminger i smitteverntiltak i de industrialiserte landene, se ramme på side 17, men vi venter at BNP-veksten hos handelspartnerne dempes noe de nærmeste kvartalene som følge av smitteøkningen. I tillegg demper høye energipriser husholdningenes konsum av andre varer og tjenester. Anslagene for veksten i andre halvår er nedjustert fra forrige rapport. I løpet av tredje kvartal er BNP hos handelspartnerne trolig tilbake på nivået fra før virusutbruddet, se figur 1.3.

Ekspansiv penge- og finanspolitikk bidrar positivt til aktiviteten i de fleste land. For USA legger vi i denne rapporten til grunn at infrastrukturpakken blir vedtatt. For euroområdet legger vi til grunn at støtteordningen «NextGenerationEU» løfter veksten mot slutten av prognoseperioden. Denne ordningen skal støtte opp om gjeninnhenting av aktiviteten etter pandemien og bidra til strukturelle reformer, digitalisering og grønn omstilling. Vi anslår at BNP-veksten hos handelspartnerne blir over 5 prosent i 2021 og 4 prosent i 2022, se tabell 1 i vedlegget. Samlet sett er anslagene for BNP-veksten lite endret fra forrige rapport. Vi anslår at kapasitetsutnyttningen vil være lavere enn normalt i år, før den blir litt høyere enn normalt i løpet av 2022 og ut prognoseperioden. Importen til handelspartnerne anslås å øke med over 7 prosent i 2021.

Figur 1.3 BNP tilbake på nivået fra før virusutbruddet i løpet av tredje kvartal 2021

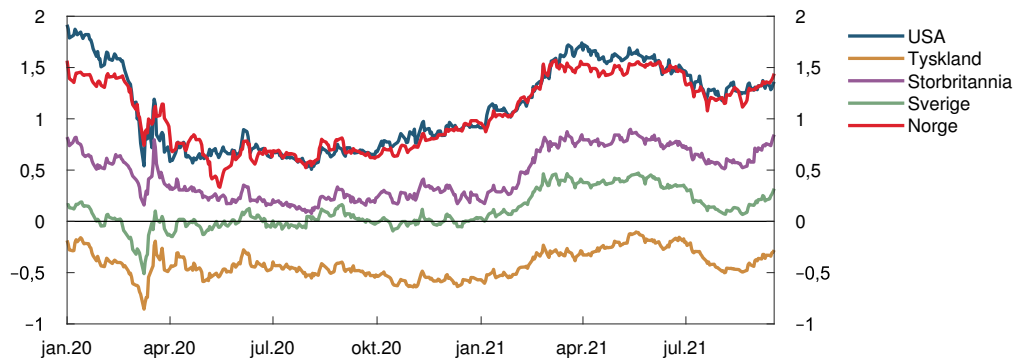
BNP handelspartnere. Indeks. 4. kv. 2019 = 100



Kilder: Refinitiv Datastream og Norges Bank

Figur 1.4 Langsiktige renter har falt litt i USA

Renter på tiårs statsobligasjoner i utvalgte land. Prosent



Kilde: Bloomberg

Høyere konsumprisvekst

Pandemien har bidratt til betydelige prisøkninger på enkelte varer og tjenester. I sommer økte tolv månedersveksten i den samlede konsumprisindeksen til over 5 prosent i USA og 3 prosent i euroområdet. Sterk vekst i energiprisene, se ramme på side 41, bidro til nær halvparten av tolv månedersveksten i euroområdet. Den underliggende prisveksten har ikke økt mye i euroområdet, men i USA er den nå på 4 prosent. Høyere priser på blant annet bruktbiler, hotellovernattinger og flyreiser har bidratt til den sterke prisveksten. Den underliggende prisveksten i USA og Storbritannia har de siste månedene vært høyere enn anslått.

Økte produsent- og råvarepriser og høye fraktrater vil trolig fortsatt bidra til høyere prisvekst på enkelte varer den nærmeste tiden. Prisfall på både varer og tjenester i fjor bidrar også til høyere tolv månedersvekst i andre halvår. Markedsbaserte inflasjonsforventninger indikerer fortsatt en viss sannsynlighet for vedvarende høy inflasjon de neste årene, men de langsiktige inflasjonsforventningene synes å være godt forankret i både USA og euroområdet. De neste årene venter vi at den underliggende prisveksten i USA vil avta mot 2,5 prosent, mens den anslås å være noe under inflasjonsmålene i euroområdet og Sverige. Anslagene for handelspartnerne samlet er oppjustert fra juni-rapporten i hele prognoseperioden.

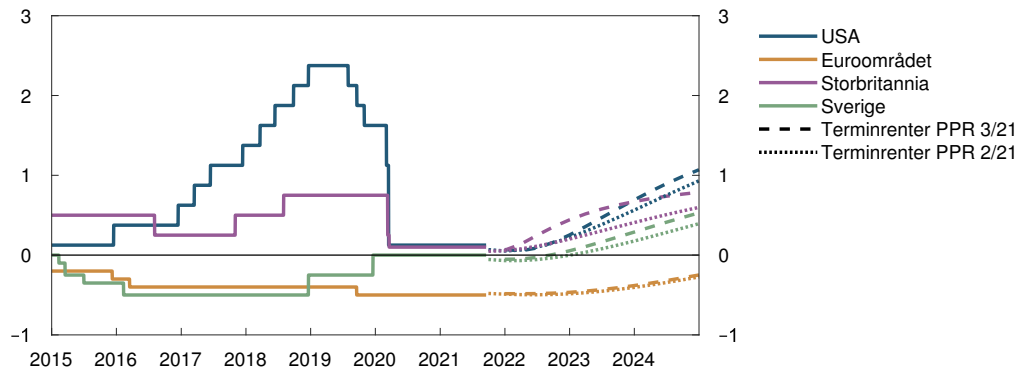
Veksten i produsentprisene på konsumvarer som Norge importerer, målt i utenlandsk valuta, har vært høyere enn ventet. De siste månedene har prisveksten vært særlig sterk på matvarer. Anslagene for i år og neste år er oppjustert, se tabell 1 i vedlegget.

Fortsatt svært ekspansiv pengepolitikk ute

Uro rundt smitteutviklingen og usikkerhet om de økonomiske utsiktene har trolig bidratt til at langsiktige renter har falt litt i USA siden forrige rapport, mens de er lite endret i Europa, se figur 1.4. Sentralbankene ute signaliserer fortsatt at det er behov for svært ekspansiv pengepolitikk en god stund fremover. Markedsprisingen indikerer at styringsrentene hos våre handelspartnere vil være om lag på dagens nivå frem mot slutten av 2022 for så å stige gradvis, se figur 1.5. Renteforventningene er litt høyere enn i juni.

Gode resultater i selskapene og forventninger om økt inntjening har bidratt til oppgang i aksjemarkedet i USA. Risikopåslagene for foretaksobligasjoner er lite endret siden juni.

Figur 1.5 Uendrede styringsrenter en god stund fremover
Styringsrenter og beregnede terminrenter i utvalgte land. Prosent



Kilder: Bloomberg, Refinitiv Datastream og Norges Bank

Usikkerhet om de økonomiske konsekvensene av pandemien

Det er betydelig usikkerhet om de økonomiske utsiktene internasjonalt. Utviklingen vil blant annet avhenge av hvor mange som blir vaksinert og hvor effektive vaksinene er, både over tid og mot eventuelle nye virusmutasjoner. Pandemien kan ha ført til at en større andel av befolkningen faller utenfor arbeidsstyrken, slik 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. Da kan også lønns- og prisveksten bli høyere enn vi nå anslår.

GRADVIS GJENÅPNING TIL TROSS FOR ØKT SMITTE

Spredningen av deltavarianten av koronaviruset ga økt smittetrykk i store deler av verden gjennom sommeren, men det er nå tegn til at smitten avtar. Smittetallene har også økt markert her hjemme, men viser nå en fallende tendens. Høy og stigende vaksinasjonsgrad bidrar til å holde antallet sykehusinnleggelse nede. Vi ser for oss at samfunnet beveger seg mot «en normal hverdag med økt beredskap» i løpet av høsten, noe senere enn vi så for oss i juni.

Lav sykdomsbyrde tross høye smittetall

Smitteoppgangen her hjemme har vært sterkere enn vi la til grunn i forrige rapport. Økningen er i hovedsak drevet av høy smittespredning blant barn og unge, mens vaksinerte i liten grad har vært rammet. Den siste tiden har det vært tegn til en viss nedgang. Vi venter at smitten avtar videre den nærmeste tiden, selv om vi i våre anslag har tatt høyde for at det kan komme en sesongmessig oppgang i smitten i høst eller vinter. Vi legger til grunn at det ikke oppstår smitteoppblussinger i inneværende år som krever nye innstramminger i de nasjonale tiltakene.

Til tross for en kraftig økning i smittetallene har oppgangen i antall sykehusinnleggelse vært relativt beskjeden. Det skyldes trolig både at en stadig økende del av befolkningen er godt beskyttet, og at smitten nå i hovedsak rammer barn og unge, som gjennomgående får et mildere sykdomsforløp. Vi legger til grunn at en fortsatt økning i antall fullvaksinerte vil bidra til å holde sykdomsbyrden på et lavt nivå. Antakelsene om smitte- og sykdomsforløp bygger på vår lesning av løpende statistikk og fremskrivninger fra Folkehelseinstituttet (FHI).

Hos våre viktigste handelspartnere kom smittetallene ned på et lavt nivå i begynnelsen av sommeren, før utbredelse av deltavarianten førte til nye bølger i de fleste land. Mens smitten har avtatt i euroområdet, Danmark og Sverige, ligger den fortsatt på høye nivåer i USA og Storbritannia. Som i Norge har sykdomsbyrden vært klart lavere i denne bølgen enn tidligere, med unntak for USA der andelen vaksinerte er forholdsvis lav. Også i Asia er det stor smittespredning i mange land. Samlet har smitten ute vært høyere enn ventet. Vi legger til grunn et videre fall i antall smittetilfeller fremover for handelspartnerne samlet, men venter at det vil bli nye, mindre smitteoppblussinger inneværende år i enkelte land.

Høyere vaksinedekning

Hittil har om lag 75 prosent av den norske befolkningen fått minst én vaksinedose, og rundt 65 prosent er så langt fullvaksinert. Nær 85 prosent i aldersgruppen 16–17 år har fått første vaksinedose, og enkelte kommuner har også startet vaksineringsen av gruppen 12–15 år.

Det ligger nå an til at om lag 90 prosent av befolkningen over 18 år vil være fullvaksinert innen midten av oktober. Det er om lag som lagt til grunn i juni. Vurderingen av vaksinasjonsutsiktene er basert på FHIs scenario publisert 13. august og oppdatert informasjon til og med 17. september.

For Norges industrialiserte handelspartnere legger vi til grunn at en stor andel av befolkningen er vaksinert med to doser innen utgangen av året. Det er om lag det samme som vi la til grunn i juni, men siden forrige rapport har det blitt klart at flere land også vil gi en tredje vaksinedose. I tillegg er vaksinasjonsprogrammene utvidet til å dekke barn

ned til 12 år. Den økte vaksineetterspørselen bidrar til at full vaksinedekning for alle fremvoksende økonomier trolig vil ta noe lengre tid enn vi ventet sist.

Gradvis gjenåpning

I april lanserte regjeringen en plan i fire trinn for gjenåpningen av samfunnet, betinget av utviklingen i smitte, sykdomsbyrde og vaksineringsgrad. Så langt er de tre første trinnene gjennomført, og den reviderte planen er nå at tiltaksnivået blir værende på trinn 3 inntil samfunnet igjen kan åpnes for «en normal hverdag med økt beredskap».

Vi legger til grunn at siste etappe av normaliseringen kan starte når 90 prosent av den voksne befolkningen er fullvaksinert og smittetrykket avtar, trolig i løpet av oktober. Det innebærer at vi nå ser for oss et litt strammere tiltaksregime for fjerde kvartal i år enn det vi la til grunn i juni. I tillegg vil de høye smittetallene på kort sikt også kunne gi opphav til selvregulerende atferd som kan dempe den økonomiske aktiviteten noe. I tråd med signaler fra myndighetene venter vi at det fortsatt vil være begrensninger på internasjonale reiser og større kulturarrangementer ut året.

Hos våre industrialiserte handelspartnere har smitteverntiltakene samlet sett vært om lag som lagt til grunn i forrige rapport. Gjenåpning i de fleste land er kommet langt, men det er fortsatt forskjeller mellom landene når det gjelder tiltaksregimer for fullvaksinerte. Vi venter at enkelte restriksjoner knyttet til reiser og arrangementer vil bestå noe lenger enn tidligere lagt til grunn.

Fortsatt usikkerhet

Usikkerheten knyttet til smitteutvikling og vaksineringsgrad globalt er fortsatt stor. Et høyt smittetrykk mange steder, kombinert med lav vaksinasjonsgrad, innebærer vedvarende risiko for nye smitteutbrudd. Samtidig kan nye mutasjoner gi smitteoppblussing også i land med høy vaksinasjonsgrad og dermed behov for nye innstramminger. Med svært ulik global vaksinedekning øker risikoen for at det oppstår nye mutasjoner. I Norge og en del andre vestlige land er usikkerheten rundt vaksinetilgang og vaksineringsgrad noe redusert siden juni.

2 Finansielle forhold

Utlånsrentene til husholdninger og foretak er på et historisk lavt nivå. Boliglånsrentene har endret seg lite de siste månedene, mens rentene på foretakslån har økt noe etter en oppgang i pengemarkedsrentene. Vi venter at økt styringsrente vil føre til høyere utlånsrenter i årene som kommer.

Kronekursen er litt svakere enn ved forrige rapport. Uro rundt smitteutviklingen i sommer og usikkerhet om de økonomiske utsiktene internasjonalt kan ha bidratt til svekkelsen. Fremover anslår vi at kronen vil styrke seg igjen.

2.1 Rentene

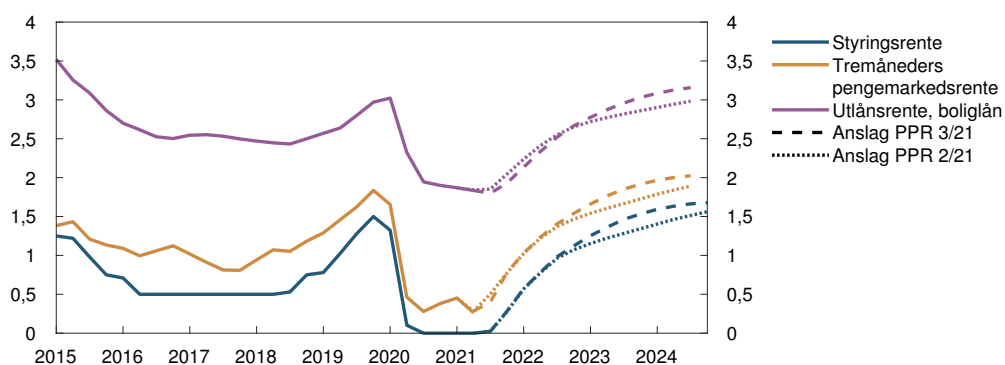
Utsikter til høyere boliglånsrente

Boliglånsrentene er på et historisk lavt nivå etter at de ble satt ned i fjor vår, se figur 2.1. Ved utgangen av juli var gjennomsnittlig boliglånsrente 1,8 prosent, om lag uendret fra nivået de foregående månedene. Listepriene for boliglån med flytende rente har samlet sett endret seg lite siden forrige rapport. Samtidig har listepriene for boliglån med lengre fastrenteavtaler falt noe.

Vi venter at boliglånsrentene vil bli satt opp i løpet av høsten og deretter øke gradvis utover i prognoseperioden som følge av at styringsrenten blir hevet. I 2024 anslår vi at boliglånsrentene vil være 3,1 prosent, litt høyere enn vi anslo i forrige rapport.

Vi legger til grunn at økningen i styringsrenten ikke slår fullt gjennom til bankenes boliglånsrenter. Det henger sammen med at utlånsmarginen, det vil si forskjellen mellom boliglånsrenten og pengemarkedsrenten, har økt siden styringsrenten ble satt ned i mars i fjor. Det innebærer at bankene har redusert rentene på boliglån mindre enn reduksjonen i styringsrenten. Etter hvert som styringsrenten heves, venter vi at utlånsmarginen vil nærme seg nivåene fra før virusutbruddet som følge av at boliglånsrentene heves noe mindre enn styringsrenten.

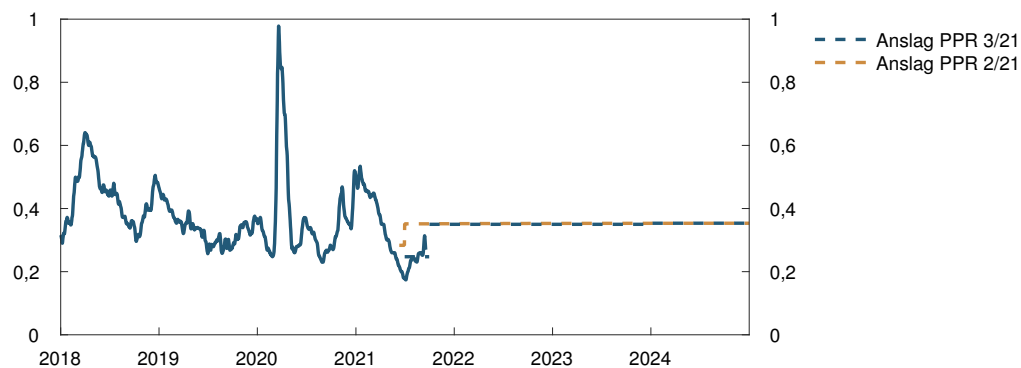
Figur 2.1 Utsikter til høyere utlånsrenter
Prosent



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 2.2 Høyere pengemarkedspåslag fremover

Prosentenheter



Kilder: Refinitiv Datastream og Norges Bank

Økt pengemarkedsrente

Pengemarkedsrenten Nibor uttrykker markedets forventning til styringsrenten de neste tre månedene og et risikopåslag, ofte omtalt som pengemarkedspåslaget. Siden forrige rapport har tremåneders Nibor økt, hovedsakelig som følge av at første forventede renteheving har kommet nærmere i tid. I tillegg har pengemarkedspåslaget økt litt, trolig på grunn av utsikter til lavere strukturell likviditet resten av inneværende år¹. Så langt i tredje kvartal har påslaget likevel vært noe lavere enn anslått i forrige rapport, og er nå 0,25 prosentenheter. I fjerde kvartal venter vi at påslaget vil øke og i gjennomsnitt være 0,35 prosentenheter ut prognoseperioden, se figur 2.2.

Markedets forventninger til styringsrenten det nærmeste året har økt noe siden publiseringen av forrige rapport. Markedsprisingen indikerer forventninger om at styringsrenten settes videre opp i desember. Forventet styringsrente lengst ute i prognoseperioden er lite endret. Kortsiktige renter har steget mer enn rentene med lengre løpetid, og rentekurven har dermed blitt noe flatere siden juni.

Bankenes utlånsrenter til foretak er som regel knyttet til tremåneders Nibor. Ettersom pengemarkedsrenten har økt, har også rentene på lån til foretak, både fra banker og i obligasjonsmarkedet, steget litt siden forrige rapport.

2.2 Kronekursen

Litt svakere krone

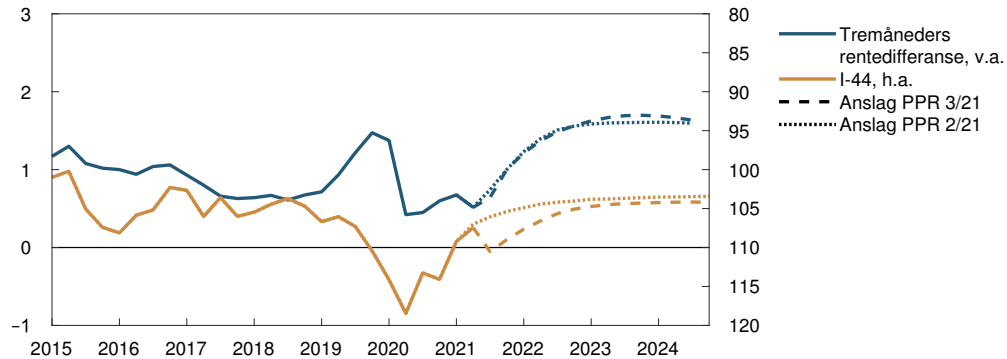
Kronekursen, målt ved den importveide kursindeksen I-44, er litt svakere enn i juni og svakere enn anslått i forrige rapport. Uro rundt smitteutviklingen i sommer og usikkerhet om de økonomiske utsiktene internasjonalt kan ha bidratt til at kronen har svekket seg, til tross for at rentedifferansen mot våre handelspartnere har økt noe siden forrige rapport. Oljeprisen er lite endret siden juni, se figur 3.D.

Fremover anslår vi at kronen vil styrke seg, se figur 2.3. Det må ses i sammenheng med at vi venter at usikkerheten knyttet til pandemien vil avta. Utsikter til oppgang i rentedifferansen mot våre handelspartnere trekker i samme retning. Terminprisene for olje indikerer en noe lavere oljepris fremover og tilsier isolert sett en svakere krone.

¹ Les mer i boksen *Strukturell likviditet* på side 20 i *Pengepolitisk rapport 2/21*.

Figur 2.3 Sterkere kronkurs de neste årene

Importveid valutakursindeks I-44. Differanse mellom tremåneders pengemarkedsrente i Norge og hos handelspartnerne. Prosentenheter



Kilder: Refinitiv Datastream og Norges Bank

Det er fortsatt stor usikkerhet rundt utviklingen i kronkursen, som også fremover vil preges av det videre forløpet for pandemien. Dersom usikkerheten knyttet til pandemien avtar raskere enn vi venter, vil det kunne bidra til en sterkere krone enn vi anslår. Motsatt kan usikkerheten øke og føre med seg en svakere krone, for eksempel som følge av nye virusmutasjoner og usikkerhet om vaksinenes effektivitet. Det er også usikkerhet knyttet til hvor sterk effekten av økt rentedifferanse mot utlandet vil være fremover.

3 Norsk økonomi

Etter et historisk kraftig tilbakeslag er forholdene i norsk økonomi i ferd med å normaliseres. BNP for Fastlands-Norge har steget markert og er nå høyere enn før pandemien. Flere har kommet i jobb, og arbeidsledigheten har falt. Kapasitetsutnyttningen ser ut til å være nær et normalt nivå.

Vi venter at aktiviteten stiger videre utover høsten. Det er utsikter til at arbeidsledigheten faller videre det neste året og deretter holder seg lav i årene fremover.

Den underliggende prisveksten har avtatt gjennom 2021 og er under inflasjonsmålet. Høyere lønnsvekst og økt kapasitetsutnyttning tilsier at prisveksten etter hvert vil ta seg opp igjen. Vi anslår at inflasjonen vil være nær 2 prosent i slutten av 2024.

3.1 Den økonomiske utviklingen

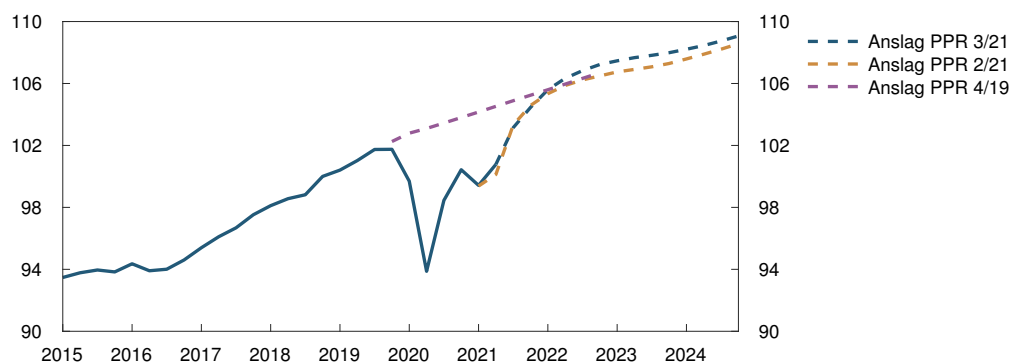
Forholdene i økonomien normaliseres

Aktiviteten i norsk økonomi falt kraftig da koronapandemien brøt ut våren 2020, se figur 3.1. Et svært høyt antall arbeidstakere ble sagt opp eller permittert da samfunnet ble stengt ned, og arbeidsledigheten steg til rundt 10 prosent av arbeidsstyrken. Etter hvert som smittespredningen kom under kontroll og smitteverntiltakene ble trappet ned frem mot sommeren i fjor, begynte også aktiviteten å ta seg opp igjen, og ledigheten avtok. Utover høsten og inn i 2021 har den økonomiske aktiviteten svingt i takt med endringer i smittesituasjonen og omfanget av smitteverntiltak.

I april i år startet myndighetene en gradvis gjenåpning av samfunnet med trinnvise lettelser i smitteverntiltakene. Det førte til et raskt oppsving i den økonomiske aktiviteten, og i andre kvartal steg BNP for Fastlands-Norge med 1,4 prosent. I juni var aktiviteten tilbake på samme nivå som før pandemiutbruddet. Veksten fortsatte måneden etter, og BNP for Fastlands-Norge i juli var som anslått i forrige rapport. Oppgangen de siste månedene har vært særlig sterk innen næringene som har vært hardest rammet av pandemien, se figur 3.2.

Figur 3.1 Markert oppgang i BNP for Fastlands-Norge

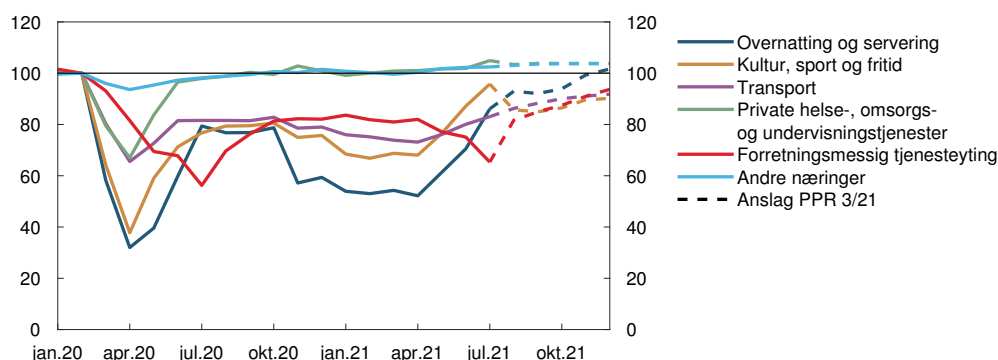
BNP for Fastlands-Norge. Sesongjustert. Indeks. 4. kv. 2018 = 100



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 3.2 Sterk oppgang i flere næringer

Sesongjustert BNP for Fastlands-Norge. Bruttoprodukt etter næring. Indeks. Februar 2020 = 100



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

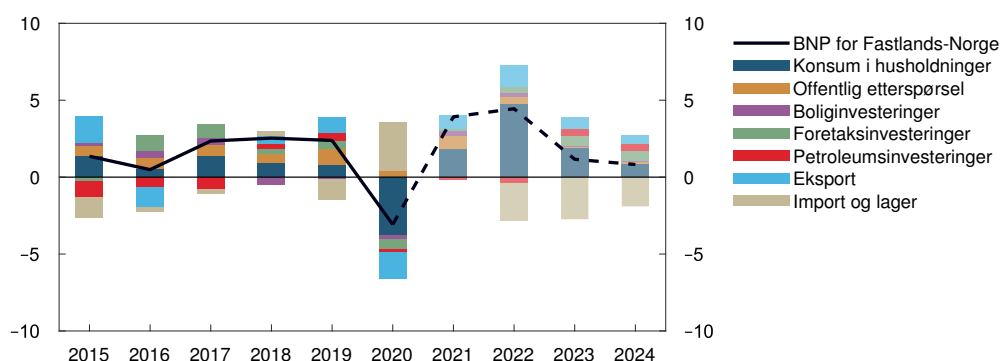
Smitten i Norge har tatt seg opp etter sommeren. Antall sykehusinnleggelser har også økt, men vesentlig mindre enn ved tidligere smittebølger. Store deler av den voksne befolkningen er nå vaksinert. Høy vaksinasjonsgrad har begrenset behovet for smitteverntiltak, og effekten på økonomien av økt smitte er derfor mindre enn tidligere.

Vi venter at den kraftige oppgangen i aktiviteten fortsetter utover høsten, selv om økt smitte trolig bidrar til å dempe veksten noe. Se ramme på side 17 for en omtale av forutsetninger om pandemiutviklingen fremover. Veksten vil være sterkest innenfor tjenestene. Det er i tråd med informasjonen fra bedriftene i Norges Banks regionale nettverk.

Vi anslår en årsvekst i BNP for Fastlands-Norge på 3,9 prosent i år etter en nedgang på 3,1 prosent i 2020. Vi venter høy vekst også neste år før veksten avtar til omkring 1 prosent i 2023 og 2024, se figur 3.3. Etter en lang periode med begrensninger på forbruksmulighetene venter vi at økt konsum i husholdningene vil bidra betydelig til å løfte veksten i norsk økonomi. Også foretaksinvesteringene anslås å ta seg opp igjen etter å ha falt kraftig under pandemien. Mot slutten av prognoseperioden venter vi at en oppgang i klimarelaterte investeringer vil bidra til å holde veksten oppe. Avvikling av myndighetenes støttetiltak vil innebære at finanspolitikken fra neste år ikke lenger vil løfte veksten. En gradvis høyere rente vil etter hvert dempe oppgangen.

Figur 3.3 Husholdningenes konsum løfter veksten de neste årene

BNP for Fastlands-Norge. Prosent. Bidrag til årsvekst. Prosentenheter



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Pandemien er fortsatt ikke over, og det er stor usikkerhet om de økonomiske utsiktene. Det kan ikke utelukkes at nye virusvarianter vil gjøre det nødvendig med innstramminger i smitteverntiltakene. I så fall kan den økonomiske utviklingen bli svakere enn vi anslår. På den annen side kan veksten ta seg raskere opp enn vi ser for oss hvis husholdningenes forbruk øker mer enn ventet. Bedriftene har bygget opp finansielle buffere under pandemien, og dersom kapasitetsutnyttningen i økonomien er høyere enn vi anslår, kan foretaksinvesteringene øke mer enn våre anslag viser.

Kraftig vekst i husholdningenes etterspørsel

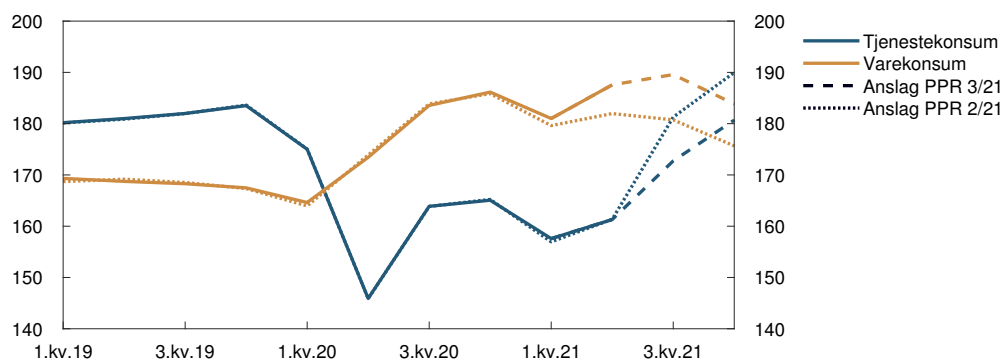
Pandemien har lagt store begrensninger på husholdningenes forbruksmuligheter, og særlig konsum av tjenester som reiser, restaurantbesøk og kulturopplevelser har blitt begrenset av smitte og smitteverntiltak. Restriksjonene har for det første ført til at husholdningene har spart en større del av inntekten. For det andre har husholdningene vridt forbruket fra tjenester over til varer, se figur 3.4.

I slutten av april og starten av mai åpnet butikker i flere kommuner etter å ha vært stengt i flere uker. Den nasjonale skjenkestoppen ble opphevet i midten av april, mens serveringssteder i Oslo åpnet i slutten av mai. Det bidro til at både vare- og tjenestekonsumet tok seg markert opp i andre kvartal. Oppgangen i varekonsumet var betydelig sterkere enn ventet, mens tjenestekonsumet var om lag som anslått i forrige rapport. Varekonsumet økte mye også i juli og var da 14 prosent høyere enn før pandemien. Også tjenestekonsumet tok seg videre opp i juli, og data for kredittkorttransaksjoner indikerer at det har holdt seg høyt også i august. Vi antar at husholdningene nå vil vri mer av forbruket tilbake til tjenester og anslår at varekonsumet vil avta noe fremover. Til tross for vekst den siste tiden er nordmenns konsum i utlandet på et svært lavt nivå. Vi venter at oppmyking av reiserestriksjoner vil føre til økt utenlandskonsum utover høsten.

Høy sparing gjennom pandemien, se figur 3.5, gir husholdningene rom til å øke forbruket betydelig de nærmeste årene. Økte strømpriser, avvikling av støttetiltak og renteoppgang vil isolert sett trekke ned husholdningenes disponible realinntekt fremover. Se nærmere omtale om hvordan økte strømpriser påvirker konsumet i ramme på side 41. Samlet sett venter vi at økt sysselsetting og lønnsvekst vil bidra til at husholdningenes disponible realinntekt likevel øker de neste årene. Også det trekker i retning av høyere konsum fremover. Vi anslår sterk vekst i husholdningenes konsum i 2022, før veksten gradvis avtar utover i prognoseperioden.

Figur 3.4 Kraftig oppgang i tjenestekonsumet fremover

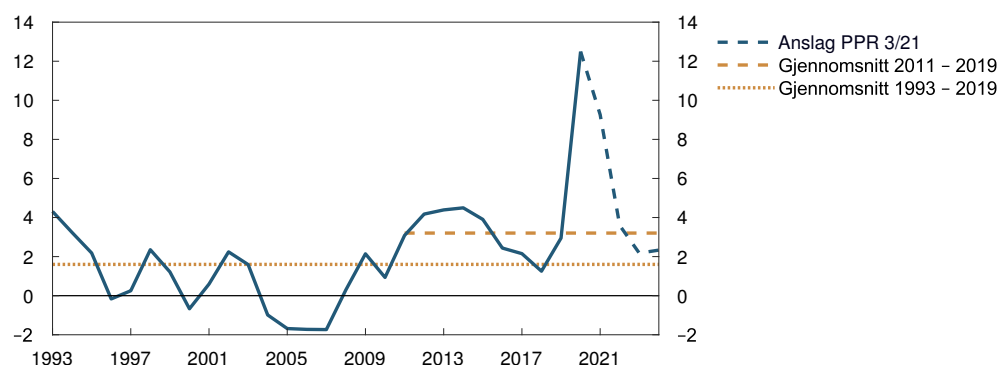
Vare- og tjenestekonsum i husholdningene. Faste priser. Sesongjustert. Mrd. kroner



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 3.5 Høy sparing gir rom for konsumvekst

Husholdningenes sparerate uten aksjeutbytte. Prosent



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Høyere boliginvesteringer fremover

Siden mai i fjor har det vært høy aktivitet i boligmarkedet med økt nyboligsalg og høy omsetning av bruktboliger. Frem til mars i år var det også sterk vekst i boligprisene. Lave renter stimulerer boligmarkedet, og økt bruk av hjemmekontor og begrensede forbruksmuligheter har trolig også økt etterspørselen etter og betalingsviljen for boliger.

Siden april har boligprisveksten avtatt, og siden forrige rapport har prisene vært litt lavere enn anslått. Vi forventer at høyere rente, en normalisering av husholdningenes forbruksmønster og økt boligbygging fører til at veksten i boligprisene holder seg moderat i tiden fremover. Se kapittel 5 for en nærmere omtale av utviklingen i boligmarkedet.

Boliginvesteringene økte i andre kvartal, og oppgangen var noe sterkere enn ventet. Høyt nyboligsalg siden i fjor høst og høye boligpriser ventes å bidra til videre oppgang i boliginvesteringene fremover, se figur 3.6.

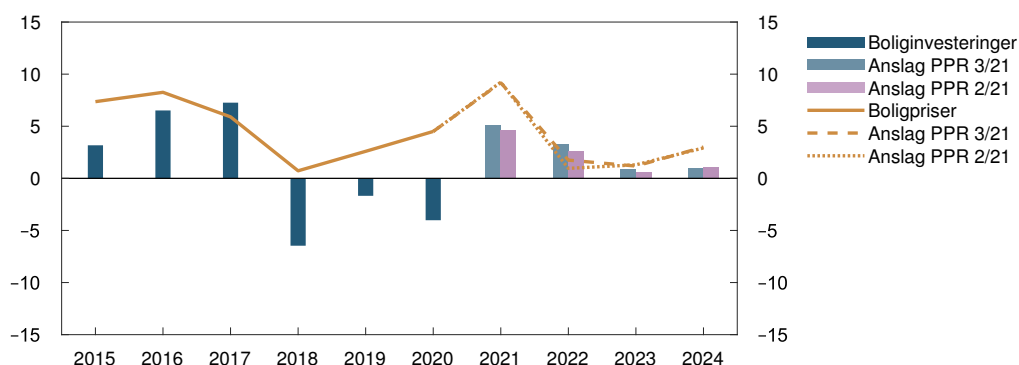
Oppgang i foretaksinvesteringene

Investeringene i fastlandsbedriftene falt kraftig i første halvdel av 2020, men hentet seg noe inn igjen i andre halvår. Så langt i år har investeringene samlet sett endret seg lite.

Bedriftene i Norges Banks regionale nettverk rapporterer om bedret lønnsomhet og planlegger høyere investeringer de neste tolv månedene. Samtidig har foretakenes

Figur 3.6 Vekst i boliginvesteringene fremover

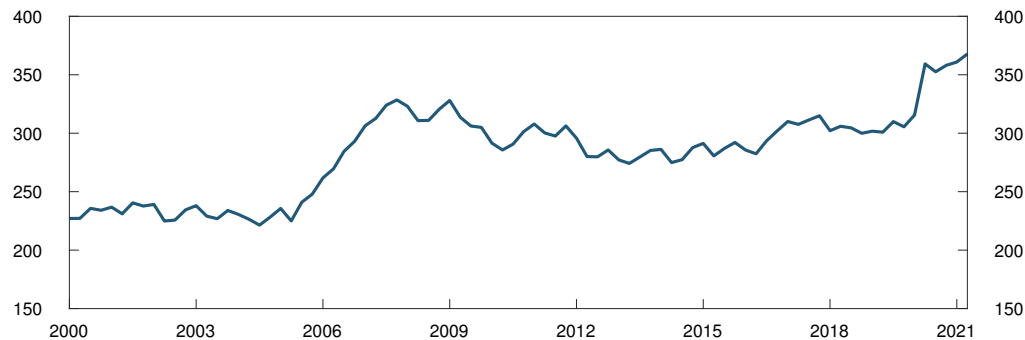
Boliginvesteringer og nominelle boligpriser. Årsvekst. Prosent



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

Figur 3.7 Foretakene har bygget opp store bankinnskudd

Totale bankinnskudd i forhold til BNP for Fastlands-Norge. Ikke-finansielle foretak. Prosent



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

bankinnskudd økt mye i løpet av pandemien, se figur 3.7. Foreløpige regnskapstall for 2020 tyder på at økningen i bankinnskudd gjelder mange foretak, og det ser ut til at pandemien ikke har svekket foretakssektorens finansielle stilling i vesentlig grad. Det tilsier at foretakene har rom for å øke investeringene fremover.

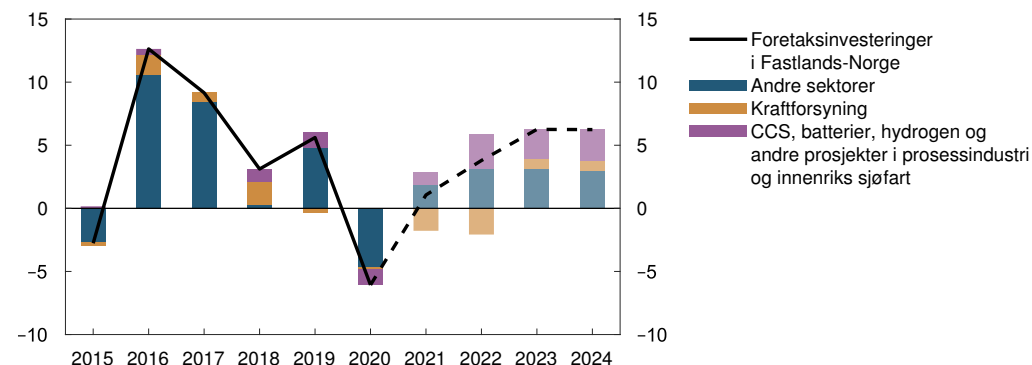
Vi venter at avvikling av myndighetenes støttetiltak i liten grad vil påvirke bedriftenes investeringsplaner. I august stilte vi spørsmål til bedriftene i vårt regionale nettverk om hvordan pandemien har påvirket dem. Blant dem som har benyttet støtteordningene, oppgir de aller fleste at de kommer til å klare seg bra uten ytterligere støtte. Med en normalisering av forholdene i økonomien antar vi at mange foretak vil bruke en del av sin økte beholdning av likvide midler på investeringer fremover.

Vi venter at foretaksinvesteringene vil øke moderat i 2021, og at veksten tiltar i årene fremover som følge av høyere kapasitetsutnyttning og bedre lønnsomhet i bedriftene. Høyere renter bidrar isolert sett til å dempe oppgangen. Særlig investeringer i tjenesteytende næringer ventes å bidra til investeringsveksten, mens lavere kraftinvesteringer trekker i motsatt retning. Mot slutten av prognoseperioden bidrar store investeringer innen batterier, hydrogen og karbonfangst og -lagring til å løfte veksten, se figur 3.8.

Investeringene i olje- og gasssektoren falt med 4 prosent i 2020, i hovedsak som følge av virusutbruddet og et kraftig prisfall på olje og gass. Nedgangen ble dempet av at Stortinget

Figur 3.8 Høyere investeringer i fastlandsbedriftene

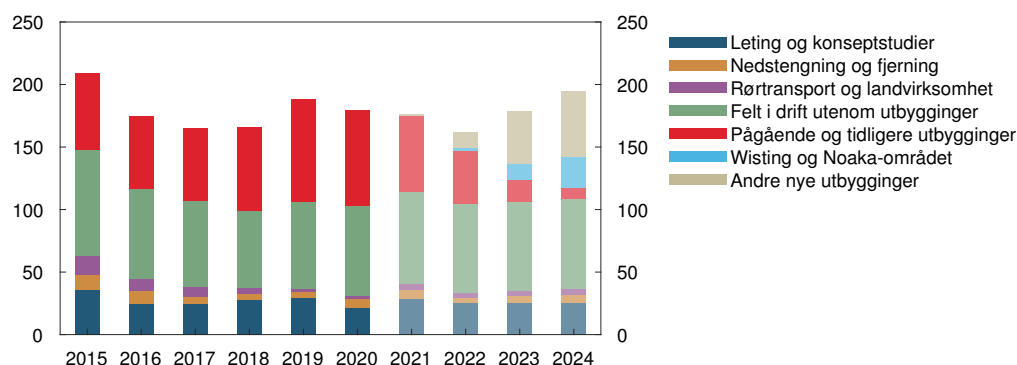
Foretaksinvesteringer i Fastlands-Norge. Prosent. Bidrag til årsvekst. Prosentenheter



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 3.9 Petroleumsinvesteringene tar seg opp etter 2022

Petroleumsinvesteringer. Faste 2021-priser. Mrd. kroner



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

vedtok midlertidige skatteendringer for oljeselskapene i juni i fjor. Vi venter at investeringene vil fortsette å falle i år og neste år til tross for at skatteendringene isolert sett gir høyere investeringer og at olje- og gassprisene har økt mye det siste året. Nedgangen gjenspeiler i hovedsak at flere store utbygginger vil bli ferdigstilt de neste årene, samtidig som det trolig vil bli satt i gang relativt få utbygginger i år og første halvdel av neste år. De midlertidige skatteendringene gir oljeselskapene sterke insentiver til å sette i gang utbyggingsprosjekter før 2023. Oljeselskapene har i tråd med dette annonsert at de vil sette i gang en rekke utbygginger i andre halvdel av neste år. Vi anslår derfor at petroleumsinvesteringene vil øke markert i 2023 og 2024, se figur 3.9.

Anslagene bygger på at regjeringens forslag til ny petroleumsbeskatning blir gjennomført. De nye reglene skal gjelde fra og med neste år for investeringer utenom de utbyggingene som kommer inn under oljeskattepakken fra juni i fjor. Omleggingen vil isolert sett føre til at kontantstrømmen i oljeselskapene øker kraftig på kort sikt, at oljeselskapene trolig vil vurdere nye prosjekter som mer lønnsomme enn før endringen og at de selskapene som nå kommer inn under leterefusjonsordningen vil få refundert litt mindre av letekostnadene enn tidligere.

De nye skattereglene har isolert sett bidratt til å øke anslagene for investeringer i nye og eldre felt. Den sterke prisøkningen på gass har trukket i samme retning, se ramme på side 41. Vi har likevel nedjustert anslagene for utbyggingsinvesteringer noe siden enkelte planlagte utbygginger er utsatt. Vi tror at endringen i refusjonsreglene vil ha begrenset effekt på leteinvesteringene. De anslåtte leteinvesteringene for perioden 2022 til 2024 er likevel 10 prosent lavere enn i forrige rapport. Det skyldes at oljeselskapene har kuttet i sine leteanslag for neste år og signalisert at de vil lete mindre i umodne områder fremover. Anslagene for olje- og gassinvesteringene er samlet sett litt lavere for perioden 2022 til 2024 enn i junirapporten.

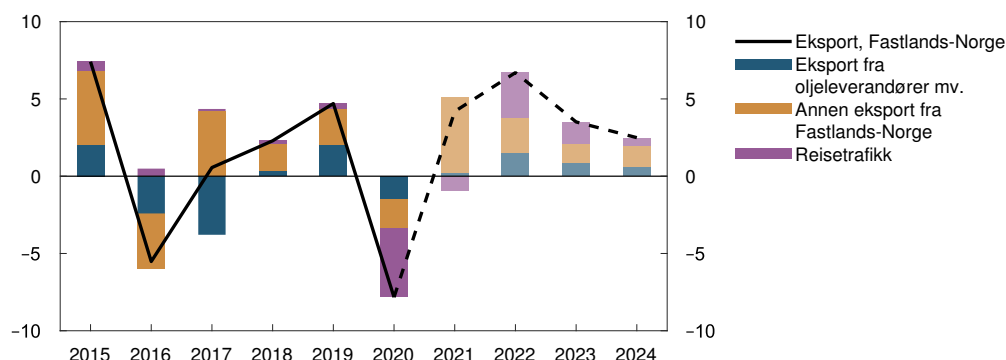
Økt reiseaktivitet vil gi økt eksport og import

Eksporten fra fastlandsbedriftene har tatt seg betydelig opp det siste året etter å ha falt kraftig i første halvår i fjor, se figur 3.10. Eksporten er likevel fortsatt en del lavere enn før pandemien. Det gjenspeiler primært at turisttrafikken til Norge har falt mye, men også at eksporten fra oljeleverandørene har avtatt.

Vi venter at reisetrafikken vil ta seg opp gjennom andre halvår og videre i årene fremover. Eksporten fra oljeleverandørene anslås å være om lag uendret fra 2020 til 2021 og deretter ta seg godt opp i takt med økte investeringer i global petroleumsvirksomhet.

Figur 3.10 Eksporten tar seg opp fremover

Eksport fra Fastlands-Norge. Prosent. Bidrag til årsvekst. Prosentenheter



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Vi anslår at den øvrige fastlandseksporten vil øke som følge av økt aktivitet hos våre handelspartnere. Svakere krone enn ventet gjør at vi nå anslår litt høyere eksportvekst de to neste i årene enn vi gjorde i juni.

Importen falt også kraftig i første halvår i 2020. Siden har det vært en klar oppgang, selv om restriksjoner har ført til lav reiseaktivitet fra Norge til utlandet. Vi venter at importen vil ta seg videre opp fremover i takt med at innenlandsk etterspørsel øker og reiseaktiviteten kommer tilbake.

Utfasing av støttetiltak vil gi lavere offentlig pengebruk i 2022

Gjennom pandemien har det vært brukt omfattende finanspolitiske tiltak for å dempe de økonomiske konsekvensene av virusutbruddet og strenge smitteverntiltak. Tiltakene har holdt husholdningenes inntekter oppe og bedret lønnsomheten i næringslivet. Den offentlige pengebruken har økt kraftig som følge av tiltakene, særlig i form av økte overføringer til husholdninger og bedrifter. Som andel av Statens pensjonsfond utland økte det strukturelle, oljekorrigerte budsjettunderskuddet fra 2,9 prosent i 2019 til 3,7 prosent i 2020 og ble i revidert nasjonalbudsjett anslått å holde seg på samme nivå i 2021.

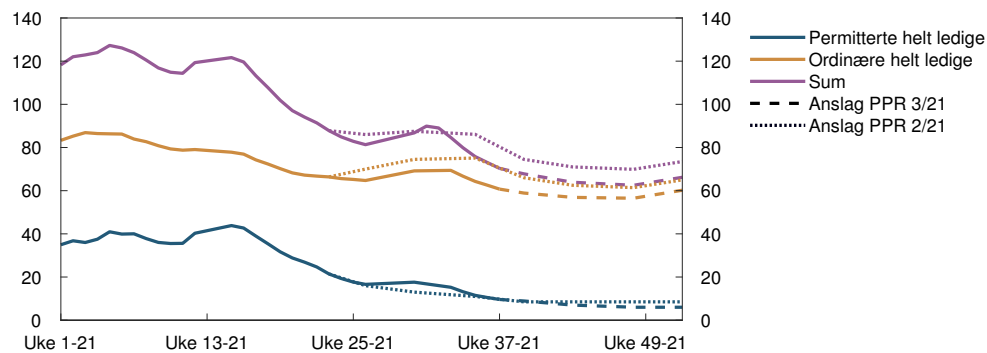
Ekstrabevilgninger til kommuner og sykehus gjennom pandemien har isolert sett bidratt til høyere aktivitet i offentlig forvaltning. Samtidig har flere offentlige tjenester måttet redusere sitt tilbud som følge av flere runder med nedstenginger. Veksten i offentlig etterspørsel var lav i fjor, men har tatt seg opp siden i vår i takt med gjenåpningen av samfunnet.

Regjeringen har signalisert at de fleste støttetiltakene skal fases ut i løpet av høsten. I denne rapporten har vi lagt til grunn at alle støtteordningene fases ut i løpet av året, noe som vil gi en betydelig nedgang i overføringene. Det vil føre til at budsjettunderskuddet trolig kommer under 3 prosent av fondet neste år.

Med oppgang i norsk økonomi de neste årene legger vi til grunn en forsiktig vekst i offentlig pengebruk, og at veksten i offentlig etterspørsel blir lav sammenliknet med hva den har vært de siste årene. I tråd med handlingsregelen for bruk av oljepenger legger vi til grunn at underskuddet som andel av fondet vil holde seg i underkant av 3 prosent ut prognoseperioden.

Figur 3.11 Færre er arbeidsledige

Registrerte helt ledige. Antall i tusen



Kilder: NAV og Norges Bank

Klar nedgang i arbeidsledigheten

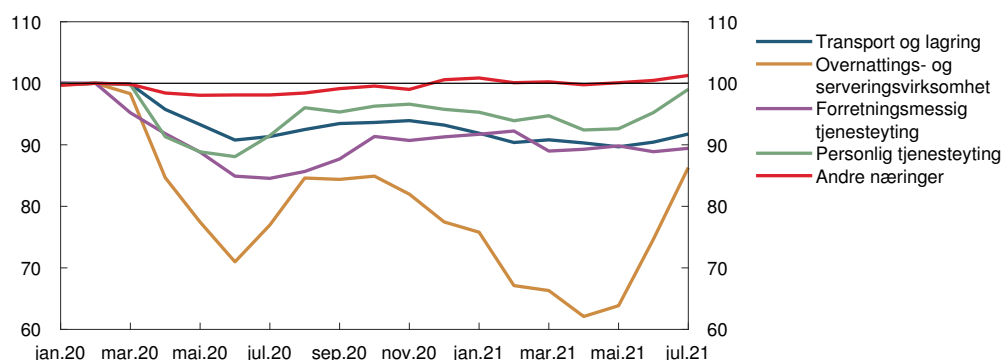
Etter at smitteverntiltak ble lettet på i vår, har flere kommet i jobb og arbeidsledigheten avtatt betydelig. Fra utgangen av mars til utgangen av august er det blitt om lag 33 000 færre helt ledige. Både antall permitterte og antall ordinære ledige har gått ned, se figur 3.11.

Justert for normale sesongvariasjoner var 2,7 prosent av arbeidsstyrken registrert som helt ledige ved utgangen av august. Nedgangen har fortsatt utover i september. Ledigheten har falt mer enn vi anslo i junirapporten, og sysselsettingen har vært litt høyere enn ventet. Ledigheten har avtatt mest i næringene som har vært mest berørt av pandemien og smitteverntiltakene. I flere av disse næringene er sysselsettingen likevel fortsatt vesentlig lavere enn før pandemien, se figur 3.12. Utsikter til oppgang i norsk økonomi tilsier at sysselsettingen vil øke og arbeidsledigheten avta videre.

Kontaktene i vårt regionale nettverk ventet i august en klar oppgang i sysselsettingen de nærmeste tre månedene. Vi ser for oss at sysselsettingen øker betydelig frem mot årsskiftet, og at veksten deretter avtar i takt med mer moderat vekst i den økonomiske aktiviteten. Sysselsettingen ventes samlet sett å være tilbake på nivået fra før pandemien i løpet av de nærmeste månedene. Nye analyser tyder på at demografiske trender løfter sysselsettingen noe mer enn vi tidligere har lagt til grunn, og vi har oppjustert vårt anslag på trenden i sysselsettingen, se boks på side 30. Vi venter at sysselsettingen vil bli litt

Figur 3.12 Fortsatt lav sysselsetting i flere næringer

Antall lønnstakere. Indeks. Februar 2020 = 100



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Demografiske endringer påvirker sysselsettingstrenden

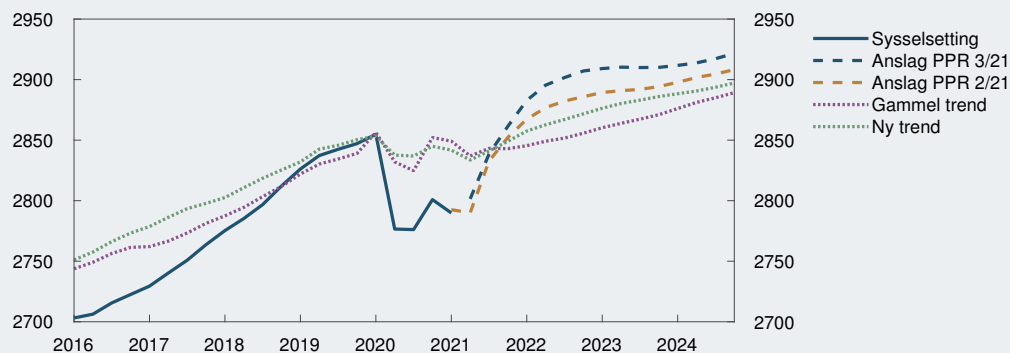
Vår vurdering av sysselsettingstrenden er viktig for sysselsettingsanslagene våre. Avstanden mellom faktisk sysselsetting og trendnivået er også en del av grunnlaget når vi vurderer kapasitetsutnyttningen. Denne trenden vil avhenge av befolkningsveksten, men påvirkes også av andre demografiske faktorer og av forhold knyttet til lønnsdannelsen og skatte- og trygdesystemet. Også pandemien kan tenkes å påvirke sysselsettingstrenden i årene fremover.¹

Den viktigste komponenten i sysselsettingstrenden er den underliggende utviklingen i sysselsettingsandelen blant bosatte. De siste årene har vi tatt hensyn til at aldringen av befolkningen har bidratt til en svak nedadgående trend i sysselsettingsandelen fra et anslått normalår i 2013, se ramme i *Pengepolitisk rapport 2/19*. I denne rapporten har vi utvidet analysen ved å innarbeide et bredere sett demografiske trender. Ved å ta i bruk nye og mer detaljerte data tar vi nå hensyn til at sammensetningen på tvers av alder, kjønn og utdanningsnivå påvirker sysselsettingstrenden. Samtidig estimerer vi nå nivået på sysselsettingsandelene i de ulike gruppene heller enn å ta utgangspunkt i nivået fra 2013, og analysen åpner for at trenden i de ulike gruppene kan endre seg gradvis over tid.²

Analysen tilsier at trenden i sysselsettingsandelen for bosatte er noe høyere enn tidligere lagt til grunn, se figur 3.A. Hovedårsaken til dette er at eldre nå jobber mer. Trendnivået er oppjustert med om lag ¼ prosent mot slutten av prognoseperioden. Denne oppjusteringen bidrar til at veksten i sysselsettingen i slutten av 2021 og starten av neste år anslås litt høyere enn vi tidligere har sett for oss.

Figur 3.A Ny trend gir litt økt sysselsettingsvekst

Antall i tusen



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

¹ Se blant annet omtale i rammen «Langvarige konsekvenser for sysselsettingen?» i *Pengepolitisk rapport 2/20*.

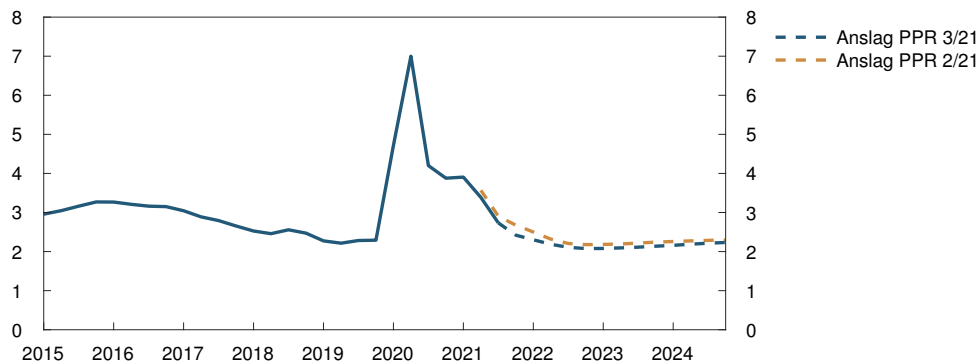
² Analysen vil bli dokumentert i et kommende Staff memo av Luca Fosso, Sigurd Mølster Galaasen og Nicolai Ellingsen.

høyere enn dette trendnivået i løpet av prognoseperioden, i tråd med at kapasitetsutnyttningen anslås å komme over et normalt nivå. Vi anslår at arbeidsledigheten avtar videre det nærmeste året og deretter holder seg nær nivået fra før pandemien, se figur 3.13.

Reiserestriksjoner og lavere etterspørsel etter arbeidskraft under pandemien har ført til at færre lønnstakere har kommet til Norge på korttidsopphold. Nedgangen fortsatte i andre kvartal i år. Siden i sommer har det blitt lettere for utenlandske arbeidstakere å

Figur 3.13 Lavere arbeidsledighet fremover

Registrerte helt ledige som andel av arbeidsstyrken. Sesongjustert. Prosent



Kilder: NAV og Norges Bank

reise inn i Norge. Likevel melder kontaktene i vårt regionale nettverk at det er mer utfordrende enn tidligere å rekruttere arbeidstakere fra utlandet, blant annet på grunn av økonomiske oppgangstider i disse arbeidstakernes hjemland. Det er også mulig at pandemien har redusert ønsket om å pendle over landegrensene. Vi venter at disse effektene vil avta gradvis fremover, slik at antall arbeidstakere på korttidsopphold vil øke og være tilbake på nivået fra før pandemien i løpet av et par år.

Pandemien kan få langvarige konsekvenser

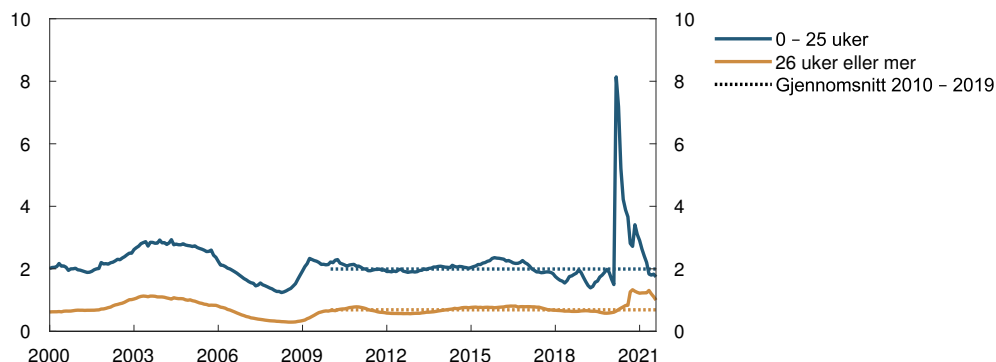
Pandemien og det kraftige tilbakeslaget i økonomien kan få langvarige konsekvenser i arbeidsmarkedet. Langvarig ledighet kan redusere muligheten til å komme tilbake i arbeid. Tap av ferdigheter, lavere motivasjon til å søke jobb og skepsis blant arbeidsgivere til å ansette langtidsledige kan bidra til utstøting fra arbeidsmarkedet.

Antall arbeidssøkere som hadde vært helt ledige i mer enn seks måneder, økte mye frem til høsten 2020 og holdt seg lenge høyt, se figur 3.14. De siste månedene har antallet langtidsledige falt. Fortsatt er det likevel klart flere langtidsledige enn før koronautbruddet. Korttidsledigheten, det vil si antallet som har vært helt ledige i under et halvt år, er nå nær nivået fra før pandemien.

Som i forrige rapport legger vi til grunn at pandemien har ført til en liten økning i det langsiktige nivået på ledigheten og en liten reduksjon i det langsiktige nivået på arbeids-

Figur 3.14 Fortsatt høy langtidsledighet

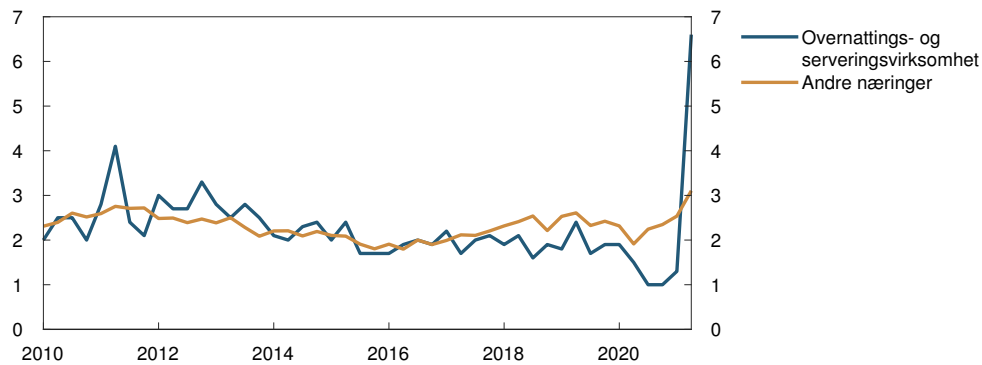
Arbeidsledighet etter varighet. Ledige som andel av arbeidsstyrken. Sesongjustert. Prosent



Kilder: NAV og Norges Bank

Figur 3.15 Stor oppgang i antall ledige stillinger

Ledige stillinger som andel av totalt antall stillinger. Prosent



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

styrken. Det gjenspeiler at vi tror effektene av pandemien vil være ved også etter at smitteverntiltakene som begrenser den økonomiske aktiviteten, er opphevet.

Vi er usikre på hvor sterke og varige slike effekter vil være. Omfanget av ledige stillinger har økt kraftig den siste tiden, se figur 3.15. Oppgangen har kommet i de fleste næringer, men er særlig sterk innenfor overnatting og servering. Vi har lagt til grunn at det vil gi en sterk oppgang i sysselsettingen og nedgang i arbeidsledigheten den nærmeste tiden. Dersom situasjonen med høyere ledighet enn normalt og mange ledige stillinger varer ved, kan det imidlertid være et tegn på manglende samsvar mellom kompetansen til de ledige og kvalifikasjonene som arbeidsgivere etterspør, se ramme på side 38. I så fall kan ledigheten feste seg på et høyere nivå enn vi legger til grunn. Den betydelige nedgangen i ledigheten den siste tiden kan på den annen side være et tegn på at arbeidsmarkedet normaliseres raskere og med mindre varige virkninger enn vi legger til grunn.

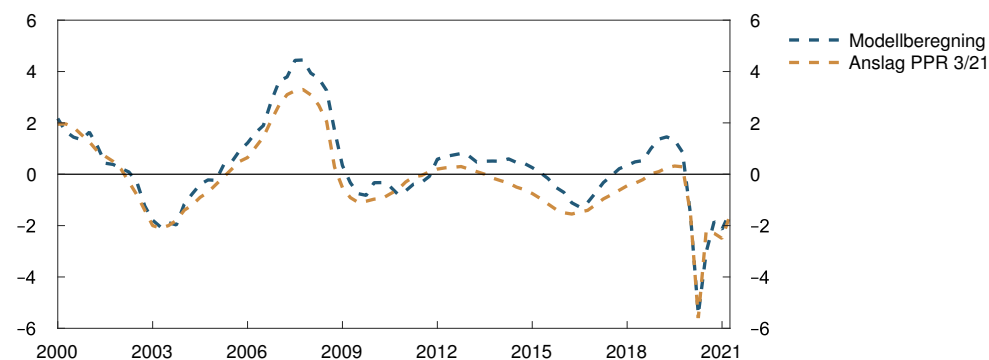
Nær normal kapasitetsutnyttning

Gjennom pandemien har det vært mye ledig kapasitet i økonomien. Økt aktivitet og nedgang i ledigheten den siste tiden tilsier at kapasitetsutnyttningen har økt siden forrige rapport.

Empiriske modellberegninger indikerer at kapasitetsutnyttningen økte fra første til andre kvartal, se figur 3.16. De tyder likevel på at det fortsatt er mer ledige ressurser i økonomien

Figur 3.16 Modellberegninger tyder på at kapasitetsutnyttningen har økt

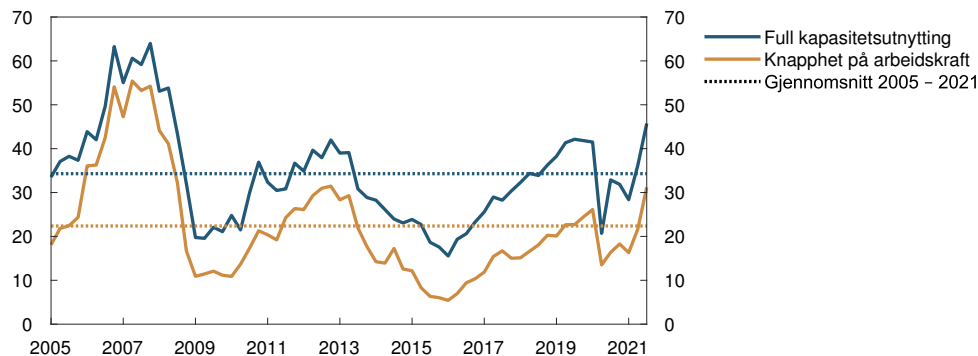
Produksjonsgap. Prosent



Kilde: Norges Bank

Figur 3.17 Bedriftene melder om høy kapasitetsutnyttning

Kapasitetsutnyttning og knapphet på arbeidskraft ifølge Regionalt nettverk. Prosent



Kilde: Norges Bank

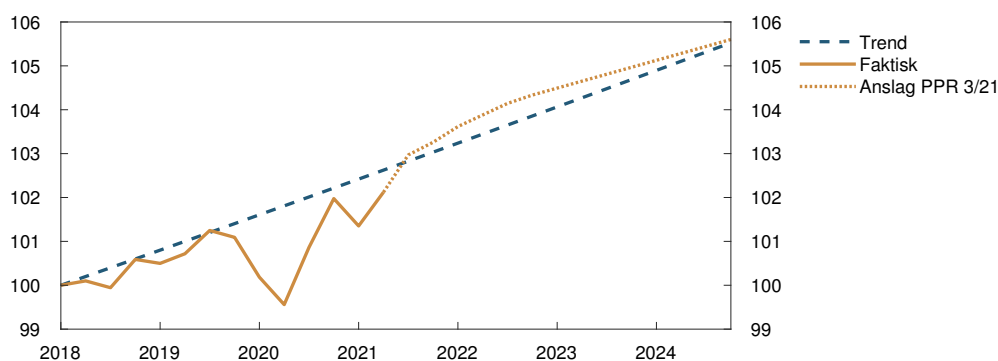
enn normalt. Også arbeidsledigheten indikerer at det fortsatt er noe ledig kapasitet i økonomien.

Ifølge bedriftene i vårt regionale nettverk har kapasitetsutnyttningen økt kraftig i det siste, og den er nå på det høyeste nivået siden 2008, se figur 3.17. Mange oppgir at knapphet på arbeidskraft begrenser produksjonen.

Samlet er vår vurdering at kapasitetsutnyttningen nå er nær et normalt nivå. Anslaget for tredje kvartal er litt høyere enn i forrige rapport. Det er i tråd med at ledigheten har avtatt mer enn ventet. Vi anslår at kapasitetsutnyttningen kommer over et normalt nivå i høst og øker videre i takt med at aktiviteten tar seg opp. Med høy vekst i fastlandsøkonomien neste år og videre oppgang i aktiviteten de påfølgende to årene er det utsikter til at kapasitetsutnyttningen fortsetter å øke neste år før den flater ut noe over et normalt nivå og avtar mot slutten av prognoseperioden (se figur F på side 9). Produksjonspotensialet anslås å øke kraftig i år som følge av lettelse i smitteverntiltak. At vi nå anslår en noe høyere sysselsettingstrend, bidrar dessuten til litt høyere vekst i produksjonspotensialet i år og neste år. Videre fremover anslår vi som i forrige rapport at produktiviteten stiger med rundt $\frac{3}{4}$ prosent per år, se figur 3.18, mens sysselsettingspotensialet øker med rundt $\frac{1}{2}$ prosent. Produksjonspotensialet anslås dermed å øke med om lag $1\frac{1}{4}$ prosent årlig fra 2023.

Figur 3.18 Mer normal produktivetsvekst fremover

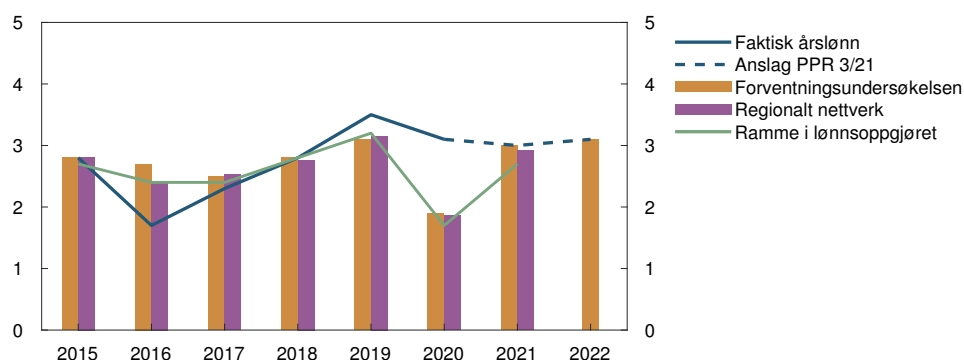
BNP for Fastlands-Norge per sysselsatte. Indeks. Mars 2018 = 100



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 3.19 Forventninger om høyere lønnsvekst

Årslønnsvekst. Prosent



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

Pandemien gjør det fortsatt krevende å anslå hvor mye ledig kapasitet det er. Tiltakende lønnsvekst og mange ledige stillinger kan bety at knappheten på kvalifisert arbeidskraft er større enn vi har lagt til grunn, slik at også kapasitetsutnyttingen er høyere enn anslått. På den annen side kan kapasitetsproblemer som bedriftene nå rapporterer om, være kortsiktige effekter av at økonomien normaliseres, slik at det vil være mer ledig kapasitet fremover enn vi legger til grunn.

3.2 Kostnader og priser

Lønnsveksten ser ut til å øke

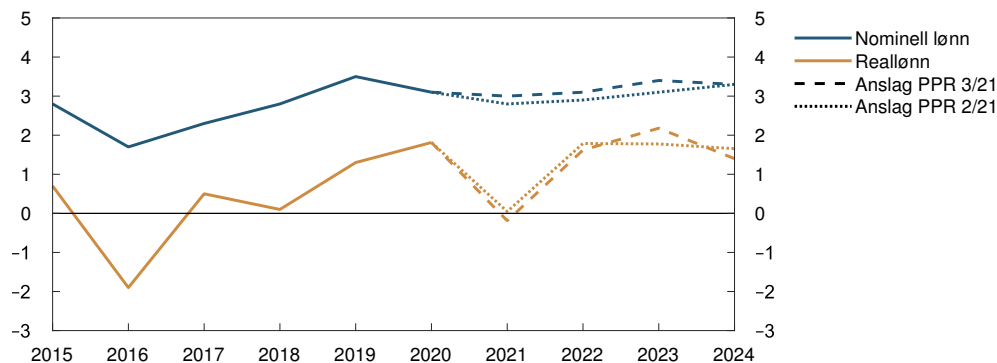
I forrige rapport anslo vi en lønnsvekst på 2,8 prosent i år. Den kvartalsvise lønnsstatistikken indikerer at lønnsveksten i første halvår har vært litt høyere enn våre anslag skulle tilsi. Samtidig har lønnsforventningene økt. Kontaktene i vårt regionale nettverk venter nå en lønnsvekst i år på 2,9 prosent, se figur 3.19. Det er høyere enn de ventet i mai. Norges Banks forventningsundersøkelse viser at også partene i arbeidslivet har justert opp forventningene, og samlet venter de en lønnsvekst i år på 3,0 prosent. Rammen for årets lønnsoppgjør var 2,7 prosent. Lønnsveksten ser dermed ut til å bli noe høyere enn vi la til grunn sist. Det kan skyldes tendensene vi ser til mangel på arbeidskraft.

Sysselsettingen i næringene som ble hardest rammet av pandemien, er fortsatt betydelig lavere enn før koronautbruddet (figur 3.12), og som i forrige rapport legger vi til grunn at sammensetningseffekter vil trekke den målte lønnsveksten noe ned i andre halvår, se boks. Vårt anslag for årslønnsveksten i 2021 er oppjustert til 3,0 prosent.

Sammensetningseffekter i lønnsveksten

Mange av dem som mistet jobben som følge av koronautbruddet i 2020, hadde lavere lønn enn gjennomsnittet. Det førte til at det gjennomsnittlige lønnsnivået ble høyere. Slike sammensetningseffekter gjorde at den målte samlede lønnsveksten fra 2019 til 2020 ble høyere enn økningen i lønningene til en enkelt arbeidstaker som var i jobb hele året. Når flere av dem som mistet jobben kommer tilbake i arbeid, blir effekten motsatt. Vi venter at flere lavtlønte i jobb vil bidra til å redusere det gjennomsnittlige lønnsnivået gjennom inneværende år og neste år.

Figur 3.20 Høyere lønnsvekst fremover
Lønn. Årsvekst. Prosent



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Rekrutteringsproblemer kan bidra til å løfte lønnsveksten også neste år. Forventningsundersøkelsen viser at partene i arbeidslivet ser for seg at lønnsveksten vil bli høyere neste år enn i år. Samtidig er det grunn til å tro at den målte lønnsveksten også neste år kan bli trukket noe ned av at flere lavtlønte kommer i jobb. Økt lønnsomhet i bedriftene og et positivt produksjonsgap trekker i retning av høyere lønnsvekst i årene fremover. På den annen side legger vi til grunn en moderat vekst i produktiviteten. Det bidrar isolert sett til å dempe lønnsveksten. Vi anslår at lønnsveksten øker til 3,1 prosent i 2022 og videre til 3,4 prosent i 2023 før den avtar litt igjen i 2024, se figur 3.20.

Lønnsutviklingen vil avhenge av forløpet for pandemien fremover, og av hvor raskt aktiviteten tar seg opp. Vi har lite erfaring med en så rask vekst i etterspørselen etter arbeidskraft som vi anslår for det nærmeste året. Vi er dessuten usikre på hvordan pandemien har påvirket sammenhengen mellom arbeidsledigheten og lønnsveksten. Hvis knappheten på kvalifisert arbeidskraft er større enn vi legger til grunn, kan lønnsveksten ta seg raskere opp enn vi ser for oss. Skulle bedriftenes tilgang på utenlandsk arbeidskraft ta seg raskere opp enn vi legger til grunn, kan det på den annen side dempe lønnsveksten. Det er dessuten stor usikkerhet om hvor mye sammensetningseffektene vil dempe den målte lønnsveksten både i år og neste år.

Underliggende prisvekst under målet

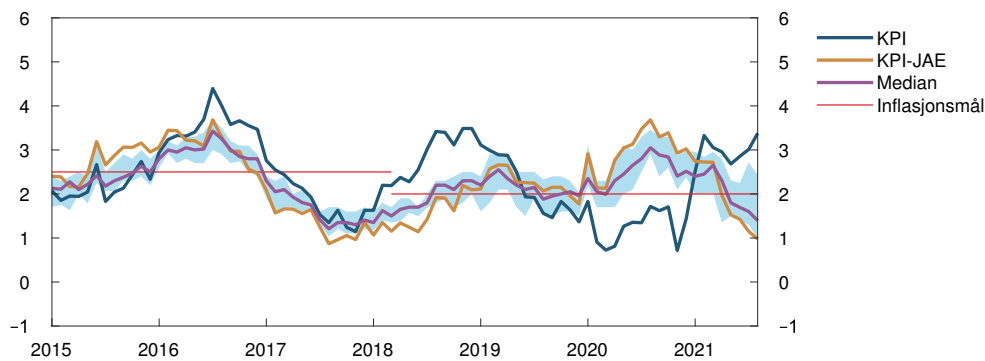
Den underliggende inflasjonen har vært avtakende siden i fjor høst etter å ha steget betydelig gjennom den foregående våren og sommeren, se figur 3.21. Utviklingen gjenspeiler store svingninger i prisveksten på importerte varer som følge av svingninger i kronekursen gjennom pandemien. Prisveksten på norskproduserte varer og tjenester har vært avtakende siden i fjor høst og har også bidratt til nedgangen i den underliggende inflasjonen.

Tolvmånedersveksten i konsumprisindeksen justert for avgiftsendringer og uten energi-varer (KPI-JAE) har avtatt gradvis fra 1,5 prosent i mai til 1,0 prosent i august. Det er som anslått i forrige rapport. Prisveksten både på norskproduserte varer og tjenester og importerte konsumvarer har avtatt siden mai. Prisveksten på norskproduserte varer og tjenester har vært lavere enn ventet, mens prisveksten på importerte konsumvarer har vært høyere enn ventet, se figur 3.22.

Under pandemien har både avgiftsendringer og store svingninger i energiprisene ført til at konsumprisindeksen (KPI) og KPI-JAE har utviklet seg ulikt. Oppgang i energiprisene bidro til at tolv månedersveksten i KPI økte markert mot slutten av fjoråret og inn i 2021.

Figur 3.21 Underliggende inflasjon har avtatt

KPI og indikatorer for underliggende inflasjon. Tolvmånedersvekst. Prosent



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Inflasjonen avtok utover våren, men en ny kraftig oppgang i energiprisene har ført til at veksten i KPI har tatt seg opp igjen de siste månedene. Tolvmånedersveksten i KPI var 3,4 prosent i august. Det var høyere enn anslått i forrige rapport.

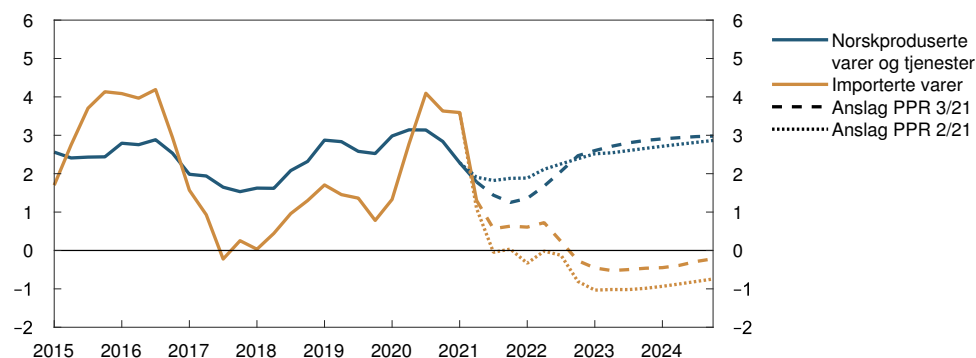
Terminprisene indikerer at tolvmånedersveksten i energiprisene vil holde seg høy ut året og deretter avta, se ramme på side 41. Vi venter at den underliggende prisveksten holder seg omkring 1 prosent frem til starten av neste år. Samlet venter vi at veksten i KPI vil holde seg oppe ut året for deretter å avta.

Vi venter at økt lønnsvekst og høyere kapasitetsutnyttning i norsk økonomi vil bidra til at den underliggende prisveksten etter hvert tar seg opp. Høyere prisvekst på konsumvarer Norge importerer fra utlandet, målt i utenlandsk valuta, trekker i samme retning. En gradvis sterkere krone, slik vi ser for oss, vil isolert sett dempe prisveksten. Vi venter at den underliggende prisstigningen vil være 1,9 prosent ved utgangen av 2024. Det er høyere enn i forrige rapport og gjenspeiler at anslagene for lønnsveksten, kapasitetsutnyttningen og prisveksten på importerte konsumvarer er justert opp, samtidig som anslagene for kronkursen er svakere enn i juni.

Forventningene til prisveksten på lengre sikt, slik de måles i Norges Banks forventningsundersøkelse, ligger samlet sett noe over 2 prosent. Undersøkelsen indikerer at partene

Figur 3.22 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 enkelte tjenester vært svært lite tilgjengelige på grunn av smitteverntiltak. Statistisk sentralbyrå har derfor måttet anslå prisveksten på disse tjenestene. I august gjaldt det om lag 1,5 prosent av vektgrunnet i konsumprisindeksen. Prisene er fremskrevet enten med sesongvariasjon eller med total KPI.

Som et økonomisk støttetiltak ble merverdiavgiften (mva) på varer og tjenester med lav sats midlertidig redusert fra 12 til 6 prosent fra 1. april 2020. Det gjaldt 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 ha økt, alt annet likt. Den reduserte mva-satsen gjelder til og med 30. september 2021.

Vi legger til grunn at bedriftene ikke øker sine priser like mye som økningen i mva fra 1. oktober. Ettersom hele avgiftsøkningen vil trekkes ut ved beregning av det avgiftsjusterte prisnivået, vil avgiftsøkningen isolert sett trekke ned KPI-JAE i våre anslag.

i arbeidslivet den siste tiden har justert opp sine forventninger til den langsiktige prisveksten, slik at de nå venter en prisvekst i underkant av 3 prosent. Blant økonomer ligger forventningene nær 2 prosent.

Ekstraordinære forhold knyttet til koronapandemien gir usikkerhet om prisutviklingen fremover. I flere land har pandemien ført til store prisøkninger på enkelte konsumvarer og -tjenester. Det er en risiko for at forsinkelser og økte kostnader i globale produksjonsledd kan gi høyere importert prisvekst den nærmeste tiden enn vi legger til grunn. Innenlands kan tilbudssiderestriksjoner i enkelte næringer som følge av smitteverntiltak og høy etterspørsel etter varer og tjenester gi en periode med høyere prisvekst enn våre anslag tilsier. På den annen side kan den økonomiske oppgangen bli svakere enn vi legger til grunn. Da vil trolig også prisveksten bli lavere enn vi anslår. Midlertidige endringer i merverdiavgiften påvirker målingen av de avgiftsjusterte prisene og vil dempe den målte innenlandske prisveksten i høst, se boks.

Reallønnsveksten tar seg opp

Reallønnsveksten ble forholdsvis høy i fjor, mens vi venter en liten nedgang i reallønningene i år. Det gjenspeiler dels at sammensetningseffekter gir store svingninger i den målte nominelle lønnsveksten de to årene. Dels gjenspeiler det de store svingningene i KPI-veksten i år og i fjor. Vi venter at reallønnsveksten stiger til 2,2 prosent i 2023 før veksten avtar i 2024.

DÅRLIGERE SAMSVAR MELLOM TILGJENGELIG OG ETTERSURT ARBEIDSKRAFT

Etterspørselen etter arbeidskraft har økt betydelig i takt med gjenåpningen av økonomien. I løpet av året har antall ledige stillinger steget til et høyt nivå, ifølge NAVs statistikk. Også Statistisk sentralbyrås utvalgsundersøkelse viser en kraftig oppgang i ledige stillinger, og i andre kvartal i år steg antallet til det høyeste nivået siden målingene startet i 2010.

Arbeidsledigheten har falt mye, men i august var det fortsatt rundt 16 000 flere helt ledige¹ enn før pandemien. Like fullt har mangel på arbeidskraft blitt en begrensning for stadig flere virksomheter. I august var andelen kontakter i Regionalt Nettverk som meldte om problemer med tilgang på arbeidskraft den høyeste siden 2012. Det kan indikere at samsvaret mellom tilgjengelig og etterspurt arbeidskraft er blitt mindre enn det har vært det siste tiåret.

Krevende å koble ledige med stillinger

Et vanlig mål på etterspørsel etter arbeidskraft er vakanseraten, som er ledige stillinger som andel av arbeidsstyrken. Denne er nå på det høyeste nivået siden før finanskrisen, etter våre beregninger.

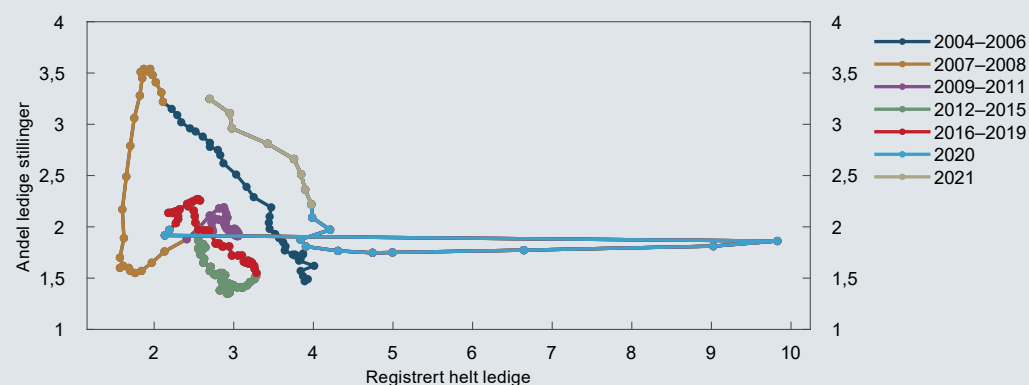
Beveridgekurven viser hvordan forholdet mellom vakanserate og ledighet utvikler seg gjennom konjunktorene. I perioder med høy kapasitetsutnyttning vil det være mange ledige stillinger og lav ledighet, mens det er motsatt i dårlige tider. Et mål på effektiviteten i arbeidsmarkedet er hvor nær origo² Beveridgekurven ligger. En kurve nær origo betyr at det kreves relativt få ledige stillinger for at arbeidsledigheten skal være lav.

Når både vakanseraten og ledigheten er høy, kan det blant annet skyldes avvik mellom kvalifikasjonene som etterspørres og tilbys, eller at de ledige jobbene og de som søker arbeid befinner seg på ulike steder i landet. En Beveridgekurve som har skiftet utover kan indikere dårligere samsvar mellom tilgjengelig og etterspurt arbeidskraft og dermed at arbeidsledigheten som er forenlig med normal kapasitetsutnyttning, har økt.

I årene som ledet opp til pandemien skiftet Beveridgekurven innover, se figur 3.B. Koblingen i arbeidsmarkedet så dermed ut til å ha blitt mer effektiv enn tidlig på 2000-

Figur 3.B Høy etterspørsel etter arbeidskraft

Ledige stillinger som andel av totalt antall stillinger. Ledige som andel av arbeidsstyrken. Prosent



Kilder: NAV, Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

¹ Justert for sesongvariasjoner.

² Punktet der x- og y-aksen krysser hverandre.

tallet. Økt bruk av søketjenester på internett kan tenkes å ha gjort det lettere å koble arbeidsgivere med relevante arbeidssøkere.³ I tillegg kan økt arbeidsinnvandring ha trukket i samme retning.⁴ Bedre kobling i arbeidsmarkedet er én av grunnene til at vi over tid har nedjustert vårt anslag på ledighetsnivået som er forenlig med normal kapasitetsutnyttning og stabil inflasjon.

Spesielle forhold under pandemien

Etter virusutbruddet ser det ut til at Beveridgekurven har skiftet utover, og i 2021 har kurven ligget utenfor der den lå fra 2004 til 2006. Det må ses i sammenheng med flere spesielle forhold under koronapandemien.

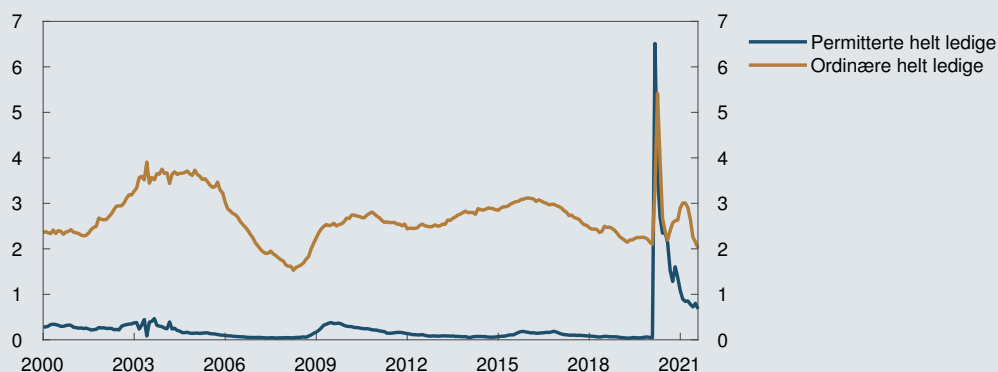
Noen av problemene med dårligere samsvar mellom behovene i arbeidsmarkedet kan knyttes til innreiserestriksjonene. Ifølge Norges Banks regionale nettverk er det fortsatt mer krevende å få tak i utenlandske ansatte enn før nedstengingen, til tross for mer åpne grenser.

Samtidig er det fortsatt flere permitterte enn før pandemien, selv om antallet har avtatt mye siden i fjor, se figur 3.C. De permitterte er trolig mindre aktive arbeidssøkere enn de ordinære ledige, fordi de forventer å kunne vende tilbake til sin tidligere arbeidsplass. Ser vi bort fra de permitterte, ville Beveridgekurven ligget lengre mot venstre og indikert høyere effektivitet i arbeidsmarkedet.

En betydelig andel av de permitterte jobber innen reiseliv og transport, som har blitt hardt rammet av smitteverntiltakene. Disse yrkene har fortsatt den høyeste ledigheten, på over 5 prosent i august. Samtidig har antall ledige stillinger for disse gruppene steget til et svært høyt nivå. Også i andre næringer med mange permitterte er det tilsvarende

Figur 3.C Fortsatt mange permitterte

Helt arbeidsledige. Sesongjustert. Andel av arbeidsstyrken i prosent



Kilder: NAV og Norges Bank

3 Se Bhuller, Kostøl og Vigtel (2020) «How broadband internet affects labor market matching». *Working Paper 1/20*. Norges Bank.

4 Se Furlanetto og Robstad (2019). «Immigration and the macroeconomy: some new empirical evidence», *Review of Economic Dynamics*, Elsevier for the Society for Economic Dynamics, vol. 34, oktober, s. 1-19.

tegn til at misforholdet i arbeidsmarkedet har økt. Det indikerer at det høye antallet permitterte er noe av årsaken til at koblingen mellom ledige og ledige stillinger har blitt mindre effektiv.

Pandemien og smitteverntiltakene har ført til at langtidsledigheten har økt markert. Om lag fire av ti av de helt ledige har vært uten jobb i mer enn et halvt år. Varig ledighet kan blant annet føre til tap av ferdigheter og lavere motivasjon til å søke jobb og kan bidra til at det tar lengre tid enn normalt å koble arbeidsledige med ledige stillinger.

Gir trolig høyere lønnspress

Samlet bidrar faktorene nevnt over til at koblingen mellom ledige og arbeidsgivere nå trolig går noe tregere enn før pandemien. Vi ser for oss at disse forholdene i stor grad vil normaliseres i takt med at vi går inn i en periode med høy etterspørsel etter arbeidskraft, der arbeidsmarkedet etter hvert begynner å fungere som før pandemien.

På kort sikt legger vi likevel til grunn at misforholdet mellom de arbeidsledige og de ledige stillingene vil føre til lønnspress ved et høyere nivå av ledighet enn før pandemien. Flere studier viser at langtidsledige i mindre grad enn de korttidsledige påvirker lønnsutviklingen. Det taler også for at lønnsveksten kan bli høyere enn det dagens ledighetsrate normalt ville tilsi.

Videre kan det ikke utelukkes at utviklingen i Beveridgekurven uttrykker mer varige trekk i arbeidsmarkedet. Det er ikke gitt at tilgangen på utenlandsk arbeidskraft bedres vesentlig fremover. Også det øvrige tilbudet av arbeidskraft kan ha endret seg mer varig etter virusutbruddet, ved at noen har byttet bransje, begynt å studere eller har falt ut av arbeidsstyrken. Pandemien kan i tillegg ha ført til at etterspørselen etter arbeidskraft har endret seg på mer varig basis. En del av misforholdet i arbeidsmarkedet kan derfor vedvare også noe tid etter at forholdene i økonomien er normalisert. Det kan innebære at ledighetsnivået som er forenlig med normal kapasitetsutnyttning, har økt, og at lønnspresset er høyere på et gitt nivå av arbeidsledighet også noe lenger frem i tid.

Siden utbruddet av koronapandemien har vi lagt til grunn at tilbakeslaget vil gi noen slike langvarige effekter. Derfor ble anslaget på hvilket ledighetsnivå som er forenlig med normal kapasitetsutnyttning oppjustert noe under pandemien, til om lag 2½ prosent. Som følge av de ekstraordinære forholdene under pandemien er anslaget usikkert, og vi vil gjøre en ny vurdering av nivået når arbeidsmarkedet fungerer mer som normalt.

REKORDHØYE PRISER PÅ GASS OG ELEKTRISK KRAFT

Prisene på gass og elektrisitet har økt kraftig siden juni og er nå på rekordhøye nivåer, se figur 3.D og 3.E. Oljeprisen har derimot endret seg lite siden forrige rapport (figur 3.D). Vi legger til grunn at prisene på olje, gass og elektrisitet vil utvikle seg i tråd med terminprisene. De tilsier at gassprisen og norske elektrisitetspriser vil falle til mer normale nivåer i løpet av ett til to år, men at prisene vil være noe høyere på sikt enn lagt til grunn i juni. Vi venter at olje- og kraftselskapene vil investere noe mer som følge av prisøkningen siden forrige rapport, men at bedriftene i prosessindustrien vil investere noe mindre. Høyere elektrisitetspriser bidrar til å redusere husholdningenes disponible realinntekt og trekker ned privat forbruk noe i år og neste år.

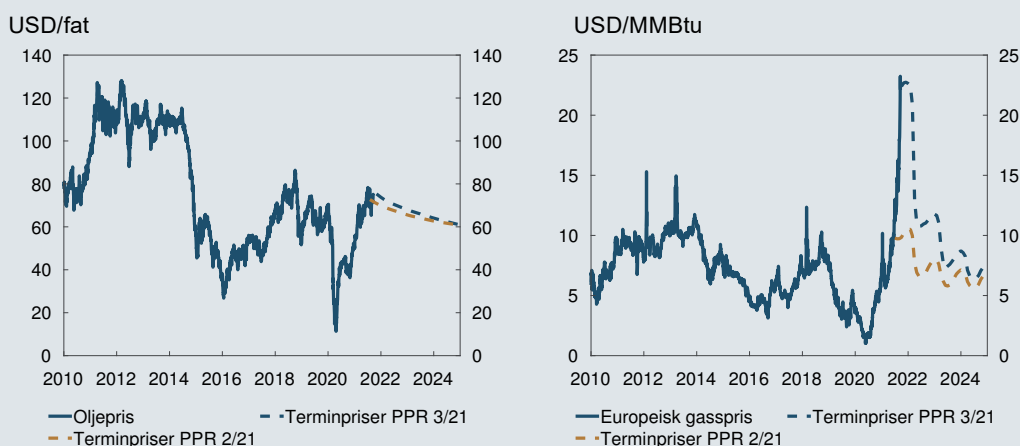
Sterk økning i energiprisene

Oppgangen i gass- og kraftpriser skyldes forhold på både tilbuds- og etterspørselssiden. En kald vinter og vår 2021 og en varm sommer har bidratt til høyere etterspørsel etter gass og elektrisitet. Økt økonomisk aktivitet har også løftet etterspørselen. Prisene er også drevet opp av at tilbudet av gass og elektrisitet er redusert. Gassimporten til Europa fra Russland har vært begrenset som følge av produksjonsproblemer og strid om den nye gassrørledningen mellom Russland og Tyskland. I tillegg har importen av flytende gass (LNG) blitt dyrere som følge av økt etterspørsel i Asia. Lite vind og tørt vær sør i Norge og på kontinentet har ført til lavere kraftproduksjon.

Samtidig er det en tett sammenheng mellom gass- og kraftpriser. Det skyldes at gasskraftverk, sammen med kullkraftverk, ofte balanserer kraftmarkedet i Europa, og i større grad når produksjonen av fornybar kraft er lav. I det siste har gassprisen fått enda større betydning for kraftprisen som følge av at kull- og kjernekraft bygges ned i Europa. I tillegg har kraftig oppgang i priser på kull og utslippskvoter presset opp gassprisen ytterligere. Det har igjen ført til økte kraftpriser.

Overføringskabler mellom Norge og henholdsvis Nederland og Tyskland gjør at kraftprisene her hjemme, spesielt sør i Norge, påvirkes av prisene på kontinentet. Begrensninger i overføringskapasitet på kraft innad i Norge og Norden innebærer samtidig at det er store prisforskjeller mellom ulike regioner. Kraftprisene sør i Norge har steget mye mer enn prisene nord i Norge det siste halvåret (figur 3.E). Terminprisene for nordisk kraft

Figur 3.D Oljeprisen er lite endret, men gassprisen har økt mye



Kilder: Refinitiv Datastream og Norges Bank

indikerer at kraftprisene i Norge vil holde seg høye gjennom vinteren 2021/2022 (figur 3.E). Det skyldes en kombinasjon av høyt kraftforbruk om vinteren, lav fyllingsgrad i vannmagasinene og små lagre av gass og kull i Europa. Terminprisene indikerer at kraftprisene deretter vil falle, men holde seg høyere de nærmeste årene enn ved forrige rapport. Flere år med høye investeringer i ny kraftproduksjon har gitt et stort kraftoverskudd i Norge og Norden. Sammen med mulige begrensninger i overføringskapasiteten til utlandet er dette trolig en viktig forklaring på at terminprisene for nordisk kraft er lavere enn terminprisene i Europa (figur 3.E). På den annen side vil den nye kraftkabelen til Tyskland tidligere i år og til Storbritannia i høst forsterke koblingen til kraftmarkedet i Europa. Disse faktorene trekker i ulik retning og utgjør en usikkerhetsfaktor for kraftprisene fremover.

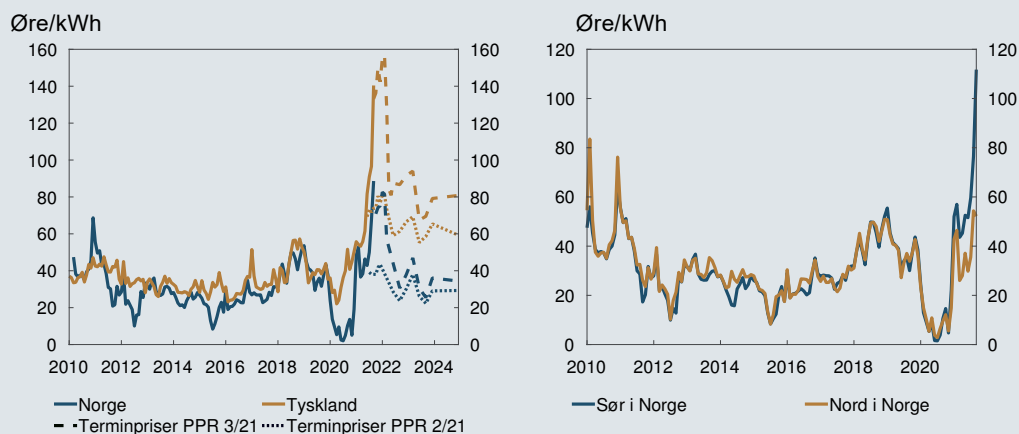
Noe høyere olje- og kraftinvesteringer

Økningen i gassprisen vil først og fremst påvirke norsk økonomi gjennom å øke aktiviteten i norsk og utenlandsk petroleumsvirksomhet. Den forventede lønnsomheten av gassprosjekter har trolig økt noe som følge av høyere terminpriser. I tillegg indikerer terminprisene for gass at kontantstrømmen i oljeselskapene vil bli klart høyere de neste tre årene enn lagt til grunn i junirapporten. Prisøkningen på gass vil derfor isolert sett føre til økte investeringer i norsk og utenlandsk petroleumsvirksomhet og derigjennom økt salg fra norske oljeleverandører. Vi anslår at effekten er sterkere ute enn hjemme. Det skyldes at mye av potensialet for høyere investeringer i Norge allerede er tatt ut som følge av den midlertidige skatteordningen fra juni i fjor.

De økte gassprisene vil også øke statens inntekter som igjen øker avsetningen til Statens pensjonsfond utland. Bruken av petroleumsinntekter over statsbudsjettet reguleres av handlingsregelen. De økte offentlige inntektene fra gassalg ventes å ha liten effekt på offentlig etterspørsel i prognoseperioden.

Økningen i norske kraftpriser gjenspeiler blant annet en (forventet) nedgang i kraftproduksjonen. Vi anslår at produksjonen i kraftsektoren vil falle med 8 prosent i innværende kvartal og med 4 prosent i fjerde kvartal (sesongjustert). Det bidrar isolert sett til å trekke ned den anslåtte veksten i BNP for Fastlands-Norge med 0,2 og 0,1 prosentenheter i de to kvartalene.

Figur 3.E Sterk oppgang i kraftpriser, men regionale forskjeller



Kilder: Refinitiv Datastream og Norges Bank

Bedriftene i de øvrige sektorene vil få svekket lønnsomhet som følge av prisøkningen på kraft. Vi anslår at dette vil ha liten effekt på den samlede produksjonen siden kraftprisene anslås å falle til mer normale nivåer i løpet av neste år. I tillegg utgjør kraftkostnadene en liten del av de totale kostnadene i de fleste bedrifter. Kraftprisen har stor betydning for bedrifter i prosessindustrien, men disse bedriftene har inngått langsiktige priskontrakter for hele eller store deler av kraftforbruket for å sikre seg mot kortsiktige svingninger i spotprisen. I tillegg er prisene på aluminium og flere andre produkter fra prosessindustrien på høye nivåer. De bedriftene som ikke har langsiktige kontrakter for hele kraftforbruket, kan imidlertid få svekket lønnsomheten kraftig. Det kan igjen føre til at produksjon blir stengt ned.

Prosessindustrien planlegger å investere betydelig de neste årene, blant annet i batterifabrikker og hydrogenprosjekter. Selv om det meste av økningen i norsk kraftpris i høst kan antas å være midlertidig, er de mest langsiktige terminprisene rundt 15 prosent høyere enn anslått i forrige rapport. Det tilsier at kraftprisene i nye langtidskontrakter vil bli høyere enn tidligere ventet og fører isolert sett til noe lavere investeringer i prosessindustrien fremover. Effekten dempes av at kraftprisene i Europa ser ut til å øke mer enn prisene i Norge. I tillegg vil mye av investeringene i prosessindustrien fremover gjøres nord i Norge hvor kraftprisene har holdt seg relativt lave, og er mindre påvirket av prisene på kontinentet enn prisene sør i Norge. Investeringene kan imidlertid bli mer påvirket dersom kraftprisene skulle bli høyere fremover enn hva de norske terminprisene indikerer.

Investeringene i kraftsektoren avhenger også av de forventede kraftprisene. Vi anslår at økningen i kraftprisene vil føre til at investeringene i eksisterende vannkraftanlegg vil bli noe høyere i 2023 og 2024 enn anslått i forrige rapport.

Høyere strømpriser demper konsumet i husholdningene

Siden de fleste husholdningene i Norge har kraftkontrakter der prisen er knyttet til spotprisen på elektrisk kraft, vil økte kraftpriser påvirke deres kjøpekraft direkte. Økningen i spot- og terminprisene siden forrige rapport har isolert sett løftet anslagene for veksten i konsumprisindeksen (KPI) med 0,5 prosentenheter i år og 0,3 prosentenheter neste år. Økte elektrisitetspriser kan også slå ut i økte priser på andre varer og tjenester siden bedriftene får økte kostnader. Det synes imidlertid å være liten sammenheng mellom utviklingen i energiprisene og utviklingen i konsumprisindeksen justert for avgifts- endringer og uten energivarer (KPI-JAE) på kort og mellomlang sikt. Med den svært sterke økningen i energiprisene den siste tiden, kan vi likevel ikke utelukke at veksten i KPI-JAE vil påvirkes mer enn historiske sammenhenger tilsier.

Høyere prisvekst bremser oppgangen i husholdningenes disponible realinntekt og vil derfor dempe forbruket. Økningen i elektrisitetsprisene siden forrige rapport vil isolert sett dempe husholdningenes disponible realinntekt i år og neste år. Våre empiriske modeller indikerer at den samlede nedgangen i inntekt reduserer husholdningenes konsum med 0,7 prosent til neste år. På den annen side vil husholdningenes høye spare- rate trolig dempe effekten av høyere strømpriser på konsumet. Vi legger derfor til grunn en litt svakere sammenheng mellom utviklingen i strømpriser og konsumet den nærmeste tiden enn vi har sett historisk.

4 Pengepolitisk analyse

Styrringsrenten ble hevet fra null til 0,25 prosent på komitémøtet 22. september. Komiteen ser for seg at renten mest sannsynlig heves igjen i desember. Prognosen for styrringsrenten indikerer at renten heves gradvis til 1,7 prosent mot slutten av 2024.

Tilnærmet normal kapasitetsutnyttning og god vekst i økonomien, samt tegn til tiltakende lønnsvekst, tilsier en videre økning i styrringsrenten fremover.

Prognosen for styrringsrenten er oppjustert siden forrige Pengepolitiske rapport fra og med andre halvdel av neste år. Komiteen peker på at høyere kapasitetsutnyttning og utsikter til noe høyere inflasjon enn tidligere anslått bidrar til høyere rentebane. De viktigste drivkreftene bak dette er en svakere krone og ny informasjon som tyder på noe høyere lønnsvekst enn anslått i juni. Utsikter til at veksten ute på kort sikt blir noe svakere trekker i motsatt retning.

4.1 Mål og tilbakeblikk

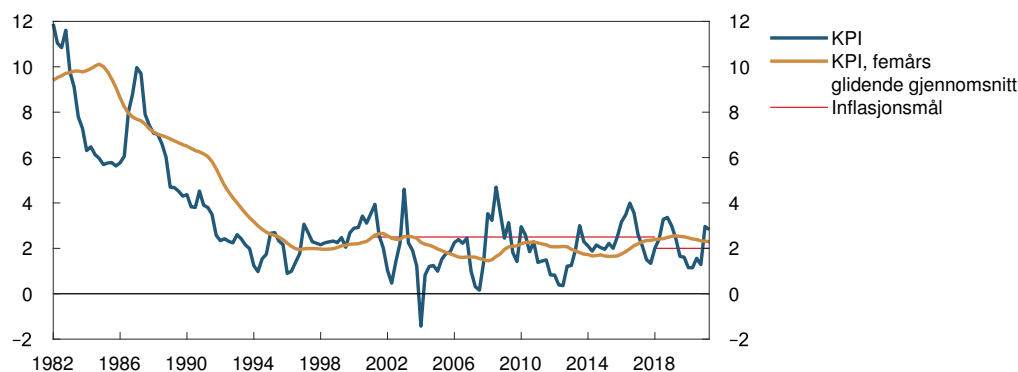
Lav og stabil inflasjon

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

I tillegg til å sørge for lav og stabil inflasjon skal inflasjonsstyringen være fremoverskuende og fleksibel, slik at den kan bidra til høy og stabil produksjon og sysselsetting samt å motvirke oppbygging av finansielle ubalanser. Mål og avveieringer i pengepolitikken er nærmere beskrevet i ramme på side 49.

Figur 4.1 Inflasjonen i snitt nær målet på to prosent

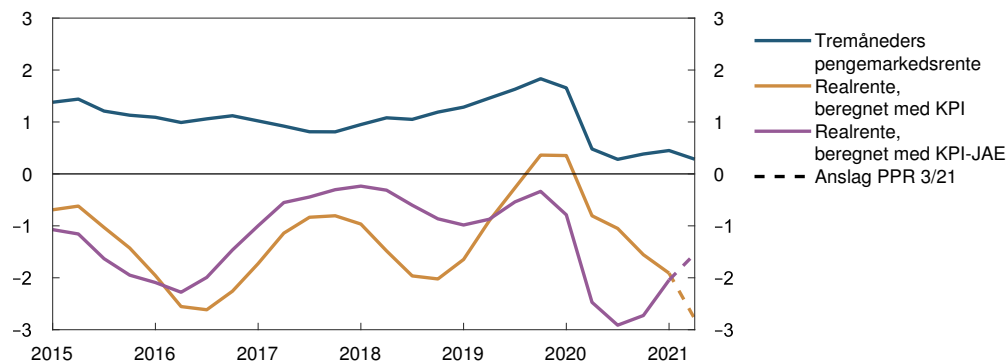
Konsumprisindeksen (KPI). Firekvarteralsvekst. Prosent



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 4.2 Lav realrente

Tremåneders pengemarkedsrente og realrenter. Prosent



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Ekspansiv pengepolitikk

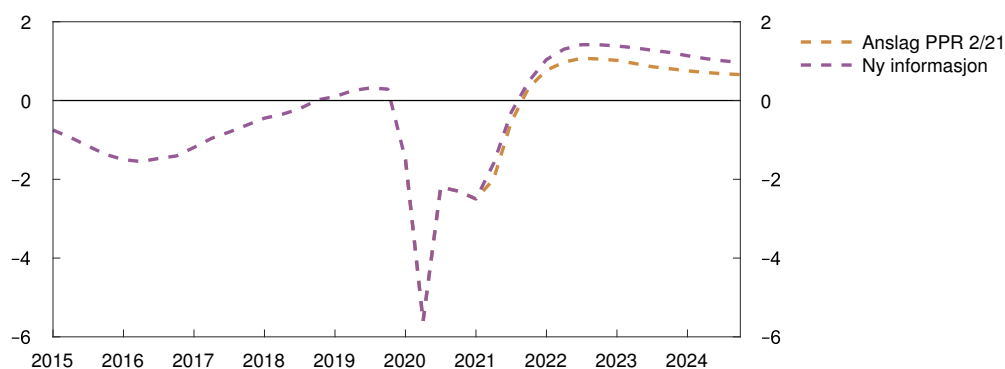
Styringsrenten har vært null siden våren 2020. Det har gitt en svært lav pengemarkedsrente, både nominelt og reelt, se figur 4.2. Den reelle pengemarkedsrenten, det vil si nominell pengemarkedsrente justert for inflasjon, er lavere enn et nøytralt nivå, som vi anslår ligger nær null prosent, se ramme i Pengepolitisk rapport 2/21. Den nøytrale realrenten er renten som er forenlig med en balansert utvikling i økonomien på mellomlang sikt. Vi legger til grunn at pengepolitikken virker ekspansivt så lenge renten over tid ligger under sitt nøytrale nivå. Den ekspansive pengepolitikken har sammen med ekspansiv finanspolitikk bidratt til å dempe det økonomiske tilbakeslaget som følge av pandemien.

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. Vi bruker disse anslagene til å vise hvordan ny informasjon og nye vurderinger påvirker utsiktene for kapasitetsutnyttningen og prisveksten. Dette er to av flere hensyn komiteen må veie opp mot hverandre i pengepolitikken.

Figur 4.3 Høyere kapasitetsutnyttning med uendret rentebane

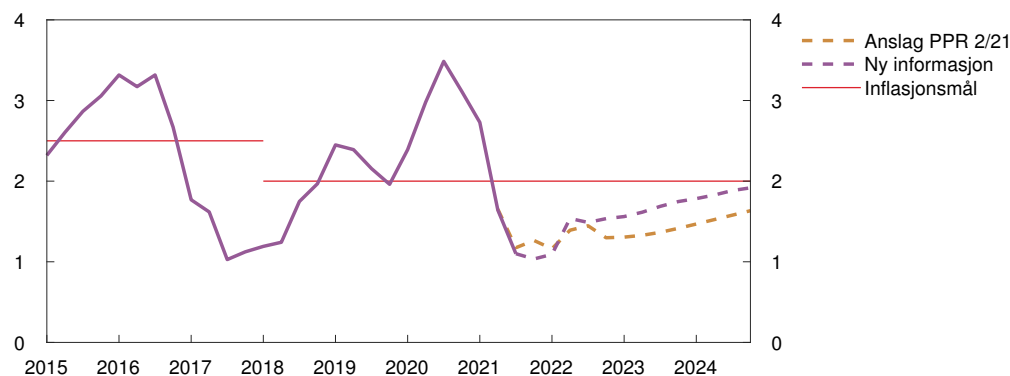
Anslag på produksjonsgapet. Betinget på ny informasjon om den økonomiske utviklingen og prognosen for styringsrenten fra PPR 2/21. Prosent



Kilde: Norges Bank

Figur 4.4 Utsikter til høyere inflasjon lenger frem

KPI-JAE. Anslag betinget på ny informasjon om den økonomiske utviklingen og prognosen for styringsrenten fra PPR 2/21. Firekvartalersvekst. Prosent



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Som følge av høyere økonomisk vekst og bedre utvikling i arbeidsmarkedet enn ventet, anslår vi nå et noe høyere produksjonsgap enn i forrige rapport. Betinget på uendret rentebane blir anslaget for produksjonsgapet liggende noe høyere enn i forrige rapport i hele prognoseperioden, se figur 4.3. Fremover er det spesielt høyere nettoeksport som følge av en svakere krone, samt høyere investeringer som forklarer denne oppjusteringen.

Den underliggende prisveksten målt ved KPI-JAE har avtatt siden i fjor høst, og utviklingen har samlet sett vært om lag som ventet. Innenlandsk prisvekst har vært noe lavere enn anslått, mens importert prisvekst har vært høyere. Når vi betinger på uendret rentebane, er anslagene for prisveksten først lavere, og deretter høyere enn anslått i junirapporten, se figur 4.4. Nedjusteringen på kort sikt har sammenheng med at den innenlandske prisveksten har vært lavere enn ventet. Fremover venter vi at høyere lønnsvekst vil bidra til at innenlandsk prisvekst blir litt høyere enn tidligere anslått. Prisveksten på importerte varer anslås i tiden fremover å holde seg høyere enn tidligere ventet, både som følge av at kronkursen har vært svakere enn ventet og høyere prisimpulser fra utlandet.

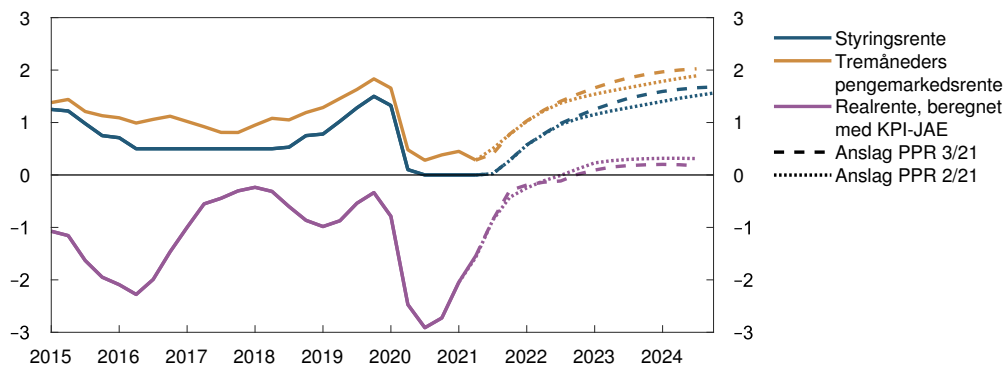
Samlet tilsier anslagene fra den modelltekniske øvelsen en noe høyere rentebane. Det skyldes særlig at inflasjonen i øvelsen med uendret rentebane blir høyere enn tidligere anslått.

Styringsrenten skal videre opp

På komitémøtet 22. september ble styringsrenten hevet fra null til 0,25 prosent. Videre ser komiteen for seg at styringsrenten mest sannsynlig skal settes videre opp i desember. I tråd med komiteens vurdering tilsier prognosen for styringsrenten at renten skal stige videre de neste årene. Mot slutten av 2024 anslås renten å være 1,7 prosent, se figur 4.5. Rentebanen innebærer at renten settes opp litt raskere og ender på et litt høyere nivå enn anslått i forrige rapport.

Mot slutten av prognoseperioden blir styringsrenten liggende nær det vi vurderer som et normalt nivå. Både den nominelle renten og realrenten har betydning for hvordan pengepolitikken virker inn i norsk økonomi. De nærmeste kvartalene er anslaget for realrenten lite endret siden forrige rapport. Lengre ut i prognoseperioden er realrenten litt lavere. Det har sammenheng med at anslagene for prisveksten er oppjustert mer enn rentebanen er hevet. Anslagene for realrenten tilsier at pengepolitikken blir tilnærmet nøytral i løpet av neste år.

Figur 4.5 Gradvis mindre ekspansiv pengepolitikk
Prosent



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

At renten er på vei opp, har sammenheng med at kapasitetsutnyttningen i økonomien vurderes å være nær et normalt nivå og at den er forventet å øke videre fremover. Den økte kapasitetsutnyttningen ventes å løfte lønns- og prisveksten fremover. Anslagene for den underliggende inflasjonen er oppjustert, og det er utsikter til at inflasjonen nærmer seg målet mot slutten av prognoseperioden. Med et positivt produksjonsgap og inflasjon som nærmer seg målet, reduseres behovet for en ekspansiv pengepolitikk.

At renten stiger fremover, motvirker at finansielle ubalanser bygger seg opp gjennom å dempe boligpris- og kredittveksten. Se nærmere omtale av finansielle ubalanser i kapittel 5.

Rentebanen er vår prognose for styringsrenten de neste årene og uttrykker komiteens avveining mellom målene i pengepolitikken. Dersom de økonomiske utsiktene, risikobillet eller vurderingen av økonomiens virkemåte endrer seg, kan også renten bli en annen enn rentebanen indikerer.

4.3 Faktorene bak endringer i rentebanen

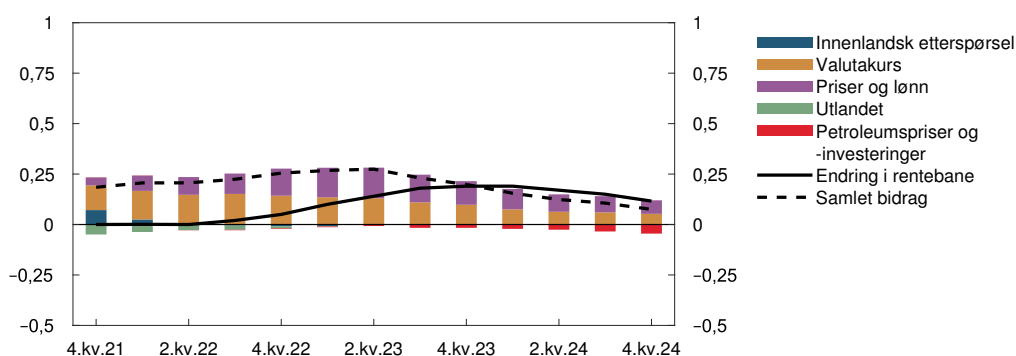
Renteregnskapet vist i figur 4.6 sammenligner endringen i rentebanen med de viktigste drivkreftene bak en endring i rentebanen ifølge vår hovedmodell NEMO. Endringen i rentebanen siden forrige rapport er vist med heltrukken linje, mens søylene viser bidragene fra ulike faktorer. Den stiplede linjen er summen av disse bidragene, og viser dermed endringen som følger av oppdaterte korttidsanslag og nye vurderinger som inngår i modellanalysen.

Aktiviteten i norsk økonomi har vært om lag som ventet, men arbeidsmarkedet har utviklet seg bedre enn vi la til grunn i juni. Den samlede kapasitetsutnyttningen i økonomien vurderes som litt høyere enn tidligere anslått. Oppjusteringen bidrar til en litt høyere rentebane i starten av prognoseperioden. Utover i anslagsperioden blir bidraget fra *innenlandsk etterspørsel* om lag nøytralt, se mørkeblå søyler.

Kronekursen har svekket seg siden forrige rapport, og er svakere enn vi anslo. Svekkelsen kan ikke forklares av endringer i oljeprisen eller rentedifferansen mot utlandet. En svakere krone bidrar til å øke den importerte prisveksten og til en bedring i nettoeksporten. Dette bidrar til å løfte rentebanen, se oransje søyler.

Figur 4.6 Svakere krone og høyere lønn trekker opp rentebanen

Akkumulerte bidrag. Prosentenheter



Kilde: Norges Bank

Den underliggende prisveksten har vært om lag som anslått i forrige rapport. På den ene siden har importert prisvekst vært høyere enn anslått, men dette er delvis forklart av den svakere kronkursen og høyere prisimpulser fra utlandet. På den andre siden har den innenlandske prisveksten vært lavere enn anslått. Ny informasjon tyder på at lønnsveksten i år blir høyere enn ventet i forrige rapport, og vi har oppjustert lønnsanslagene mer enn det modellen forklarer ut fra høyere anslag på kapasitetsutnyttningen. En høyere lønnsvekst trekker opp kostnadsveksten hos bedriftene og vil etter hvert bidra til økt innenlandsk prisvekst. *Priser og lønn* bidrar samlet sett til å trekke rentebanen opp i hele prognoseperioden, se lilla søyler.

Spot- og terminprisene for olje er lite endret siden forrige rapport, mens spotprisene på europeisk gass har steget betydelig. Høyere olje- og gasspriser bidrar isolert sett til mer aktivitet i petroleumsrelatert virksomhet, men annen informasjon har gjort at vi likevel anslår litt lavere investeringer på norsk sokkel enn i forrige rapport, se egen omtale av petroleumsinvesteringene i kapittel 3.1. Derfor er søylene for *petroleumspriser og -investeringer* på nedsiden i 2023 og 2024, se røde søyler. Gjennomslaget fra prisene til petroleumsinvesteringene antas å være mindre enn vanlig. Det skyldes at mye av potensialet for høyere investeringer allerede er tatt ut som følge av oljeskattepakken fra 2020.

Veksten hos våre handelspartnere ventes å bli litt lavere i starten av prognoseperioden, blant annet som følge av økt smittespredning. På den annen side har inflasjonen i flere land økt mer enn anslått. I sum bidrar faktorene knyttet til *utlandet* til en litt lavere rentebane, se grønne søyler.

Det nærmeste året er rentebanen oppjustert mindre enn hva den rene modellanalysen skulle tilsi. Det vises av forskjellen mellom summen av faktorene i renteregnskapet og den faktiske endringen i rentebanen. At rentebanen avviker noe fra modellanalysen, skyldes at komiteen i sin samlede vurdering av innretningen av pengepolitikken også søker å ivareta hensyn som ikke fullt ut er representert i modellanalysen. Komiteen peker blant annet på at usikkerhet om virkningene av høyere renter tilsier at styringsrenten heves gradvis. Oppjusteringen av rentebanen er følgelig mindre i begynnelsen enn hva modellanalysen alene skulle tilsi. Utover i prognoseperioden er oppjusteringen litt større, som følge av at en lavere rentebane i perioden før gir litt høyere inflasjon og kapasitetsutnyttning lenger frem.

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 Beslutningsgrunnlag for motsyklisk kapitalbuffer

Kravet til motsyklisk kapitalbuffer ble i juni besluttet økt til 1,5 prosent med virkning fra 30. juni 2022. På møtet 22. september vedtok Norges Banks komité for pengepolitikk og finansiell stabilitet å opprettholde dette kravet.

Kredittverdige foretak og husholdninger synes å ha god tilgang på kreditt. Norske banker er lønnsomme. Vi venter lave tap i tiden fremover, og norske banker er godt rustet til å oppfylle økt krav til motsyklisk kapitalbuffer og samtidig opprettholde kredittilbudet.

Før reduksjonen i mars 2020 var kravet til motsyklisk kapitalbuffer 2,5 prosent med bakgrunn i at finansielle ubalanser hadde bygget seg opp over lengre tid. I løpet av koronapandemien har boligprisene og prisene på næringseiendom økt betydelig, og kredittveksten til husholdningene har tiltatt. Den siste tiden har veksten i eiendomsprisene vært mer moderat. Hensynet til finansielle ubalanser tilsier et høyere bufferkrav.

Slik komiteen nå vurderer den økonomiske utviklingen og utsiktene til tap og utlånskapasitet i bankene, vil bufferkravet økes til 2,0 prosent i desember, med virkning fra 31. desember 2022. Komiteen ser for seg at bufferkravet på noe sikt skal tilbake til 2,5 prosent.

5.1 Tilgang på kreditt

Bankene har god kapasitet til å imøtekomme etterspørselen etter kreditt. I Norges Banks utlånsundersøkelse meldte bankene om uendret kredittpraksis overfor husholdninger og foretak i andre kvartal, og de venter ingen endringer fremover.

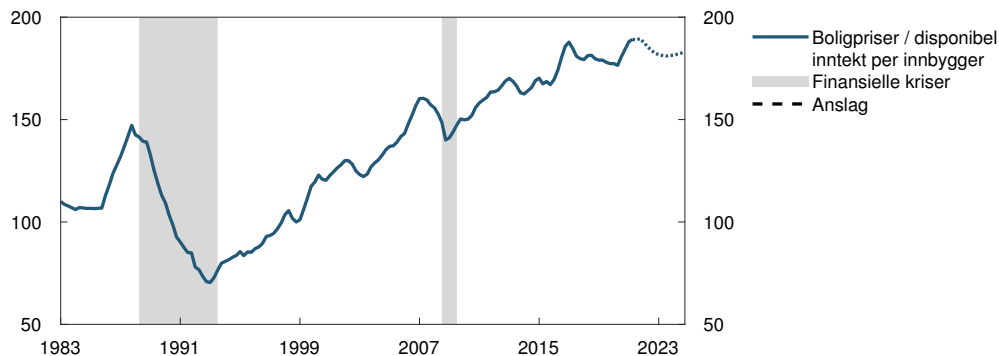
I obligasjonsmarkedet for foretak har utstedelseshøyt siden årsskiftet, og risikopåslagene for de fleste næringene er nå nær nivåene fra før pandemien. De siste månedene har utlånsveksten til foretak fra banker og kredittforetak tiltatt. Samlet synes kredittverdige foretak og husholdninger å ha god tilgang på kreditt.

Rammeverk for beslutning om motsyklisk kapitalbuffer

Beslutning 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 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 Boligprisene har økt mer enn inntektene

Indeks. 4. kv. 1998 = 100



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

5.2 Finansielle ubalanser

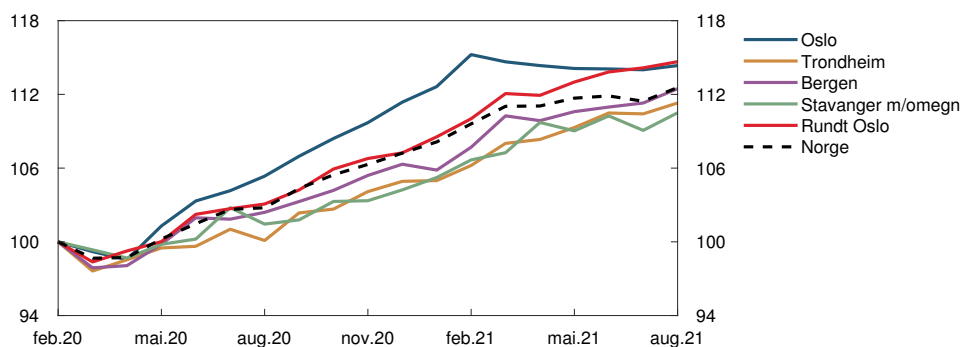
Utsikter til mer moderat boligprisvekst

Etter flere år med betydelig boligprisvekst, hvor prisene vokste raskere enn husholdningenes inntekter, var boligprisveksten de siste par årene før koronautbruddet på et stabilt og moderat nivå. Nedstengingen i fjor vår førte med seg et kortvarig fall i omsetningen og boligprisene. Omsetningen i bruktboligmarkedet tok seg imidlertid raskt opp og økte etter hvert til historisk høye nivåer. Nyboligsalget økte fra sommeren i fjor til svært høye nivåer utover høsten og inn i 2021. Høy etterspørsel og få tilgjengelige boliger bidro til betydelig prisvekst, og siden mai i fjor og frem til mars i år var boligprisveksten høy og markert høyere enn inntektsveksten, se figur 5.1. Det har økt sårbarheten i boligmarkedet. Den sterke veksten må ses i sammenheng med lave boliglånsrenter og at boligkjøpere har ønsket å bruke en større andel av inntekten på bolig, blant annet fordi bruk av hjemme-kontor har økt, og forbruksmulighetene ellers har vært begrensede.

Siden april i år har boligprisveksten avtatt, og boligprisene har samlet gjennom sommeren utviklet seg noe svakere enn anslått. Avdempingen i boligprisveksten er tydeligst i Oslo, hvor prisveksten var høyest i fjor, se figur 5.2. Det er imidlertid fortsatt høy prisvekst i områdene rundt Oslo, og prisveksten her har vært høyere enn i de store norske byene under pandemien. Det har vært betydelig netto innflytting av husholdninger til

Figur 5.2 Den sterke boligprisveksten har avtatt

Boligpriser. Sesongjustert. Indeks. Februar 2020 = 100

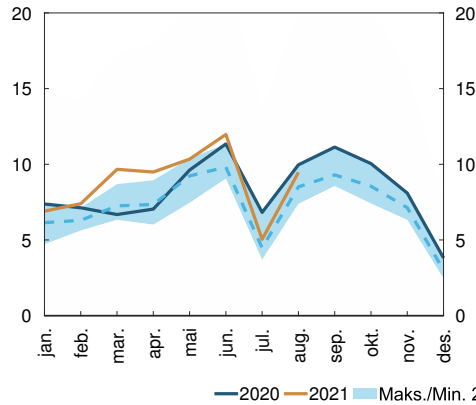


Kilder: Eiendom Norge, Eiendomsverdi, Finn.no og Norges Bank

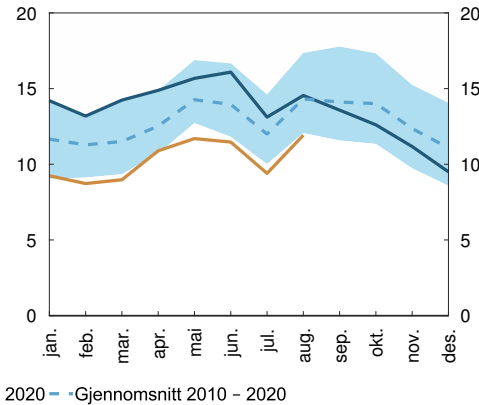
Figur 5.3 Høy aktivitet i bruktboligmarkedet

Antall i tusen

Omsetning. Antall boliger



Usolgte. Antall boliger



Kilder: Eiendom Norge, Eiendomsverdi og Finn.no

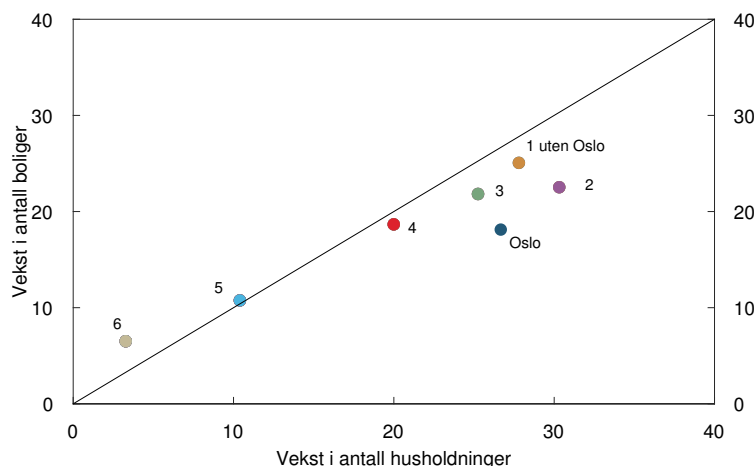
områdene rundt Oslo de siste årene, og våre analyser indikerer at dette har blitt forsterket under pandemien.¹

Selv om boligprisveksten har avtatt den siste tiden, har den høye aktiviteten i boligmarkedet fortsatt gjennom sommeren. Omsetningen i både brukt- og nyboligmarkedet er fortsatt høy, og beholdningen av usolgte bruktboliger er på et lavt nivå, se figur 5.3.

Vi venter at høye boligpriser og høyt nyboligsalg det siste året vil bidra til økt boligbygging utover i prognoseperioden. Vi anslår at boligbyggingen på nasjonalt nivå vil være høyere enn veksten i antall husholdninger de neste årene. De siste 15 årene har veksten i antall boliger vært på et lavere nivå enn husholdningsveksten, særlig i sentrale områder hvor

Figur 5.4 Balanse mellom boligbygging og husholdningsvekst

Vekst i antall husholdninger og boliger etter sentralitet (hvor 1 er mest sentralt). Prosent. Siste 15 år (2005 – 2020)



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

¹ Se Lindquist, K.-G., S. Mæhlum, B.H. Vatne og E.G. Wold (2021) «Boligmarkedet i pandemiåret 2020». Staff Memo 6/2021. Norges Bank. Et hovedresultat fra analysen er at koronapandemien ser ut å ha ført til at flere synes det er mer attraktivt å bo i større boliger lengre fra Oslo sentrum.

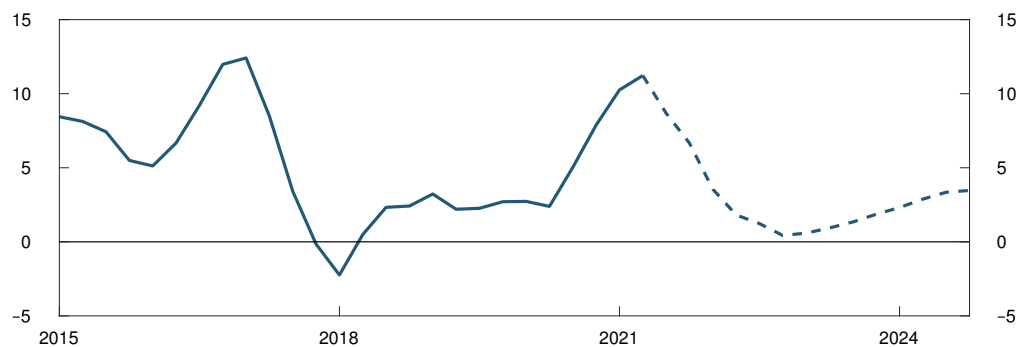
Sårbarheter i husholdningssektoren

Høy gjeld og høye boligpriser er de viktigste sårbarhetene i husholdningssektoren, se omtale i *Finansiell stabilitet 2020*. Husholdningenes gjeld er dominert av lån med pant i bolig, og gjeldsutviklingen er nært knyttet til utviklingen i boligpriser. Store og brå fall i boligpriser kan derfor markert redusere egenkapitalen i bolig for mange.

Perioder med vedvarende høy boligprisvekst og kredittvekst øker sårbarheten i husholdningssektoren. Dersom boligprisene vokser raskere enn inntektene, blir husholdningene mer sårbare for inntektsbortfall og økte renter. Uten finansielle buffere i en slik situasjon kan husholdningene bli nødt til å stramme inn på konsumet. En slik innstramning kan bidra til å forsterke en nedgang i norsk økonomi. Det kan redusere foretakenes inntjening og evne til å betjene gjeld og i neste omgang gi økte tap på bankenes utlån til foretak.

Figur 5.5 Venter moderat vekst i boligprisene fremover

Boligpriser. Firekvartalersvekst. Prosent



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

veksten i antall husholdninger har vært høy,² se figur 5.4. Boligbyggingen har likevel i all hovedsak foregått i sentrale strøk med høy tilflytting. Under koronapandemien har det vært en markert økning i antall husholdninger som har bosatt seg rundt Oslo. Det har også blitt bygget særlig mye i områdene rundt Oslo, som har bidratt til å opprettholde balansen mellom husholdningsvekst og boligbygging i disse områdene.

Vi venter moderat boligprisvekst fremover, se figur 5.5 og tabell 3 i vedlegget. Økte utlånsrenter, videre normalisering av husholdningenes forbruksmønster og økt boligbygging i områder med høy husholdningsvekst vil dempe boligprisveksten. Fortsatt høy aktivitet i boligmarkedet, utsikter til økt disponibel inntekt og lavere arbeidsledighet trekker anslagene i motsatt retning. På kort sikt er anslagene noe nedjustert fra forrige rapport som følge av litt svakere utvikling i boligmarkedet enn ventet.

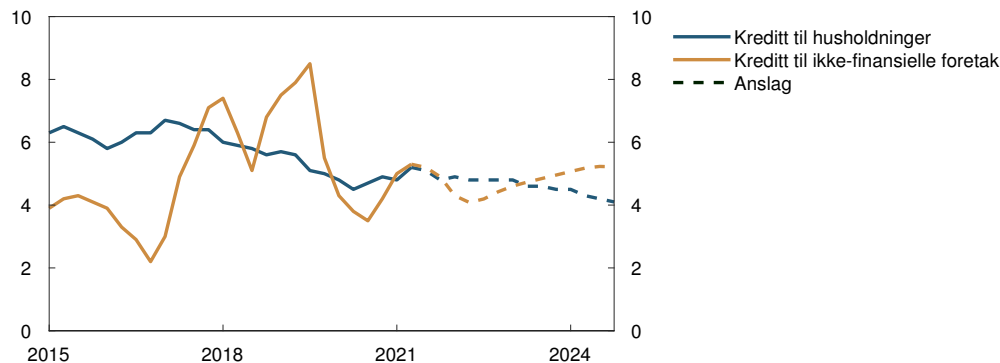
Husholdningenes gjeldsbelastning øker noe fremover

I juli var tolv månedersveksten i kreditt til husholdninger 5,2 prosent. Den siste tiden har kredittveksten flatet noe ut, og det er tegn til at effekten på gjeldsopptaket av høy prisvekst og omsetning i boligmarkedet i stor grad er uttømt. Vi venter at veksten i kreditt til husholdninger vil avta fremover, parallelt med avdempingen i boligmarkedet og høyere utlånsrenter, se figur 5.6 og tabell 3 i vedlegget.

² Se Mæhlum, S., P. M. Pettersen og H. Xu (2018) «Boligbygging og husholdningsvekst». *Staff Memo 12/2018*. Norges Bank.

Figur 5.6 Venter lavere kredittvekst

Kreditt. Firekvartalersvekst. Prosent



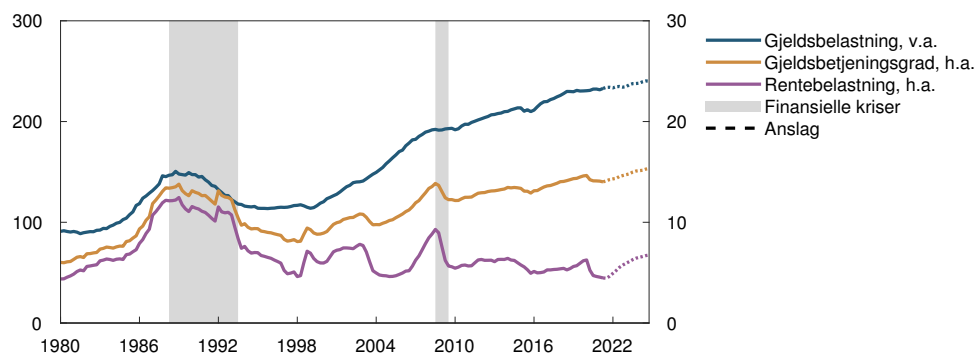
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Husholdningenes gjeldsbelastning er på et høyt nivå etter å ha vokst mye over lengre tid, se figur 5.7. Renteoppgangen i 2018–2019 og myndighetenes tiltak for å begrense gjeldsopptak i sårbare husholdninger gjennom utlånsforskriften bidro til gradvis lavere kredittvekst til husholdninger før pandemien, og i 2019 flatet gjeldsbelastningen ut. Gjeldsbelastningen har også hatt en flat utvikling gjennom pandemien. Vi legger til grunn at kredittveksten i husholdningene vil være høyere enn inntektsveksten de nærmeste årene, slik at gjeldsbelastningen øker noe (figur 5.7). Det høye gjeldsnivået og gradvis økte utlånsrenter gjør at renter og gjeldsavdrag vil utgjøre en større andel av inntekten til husholdningene fremover.

Begrensede forbruksmuligheter og større usikkerhet om fremtiden bidro til høyere sparing hos mange husholdninger under pandemien. Videre har høy boligprisvekst økt egenkapitalen i bolig for mange. Norges Banks utlånsundersøkelser fra første og andre kvartal indikerer at sparingen ikke har blitt benyttet til å betale ned mer på boliglån det siste året. Bankene har imidlertid også rapportert at deres kunder heller ikke har benyttet den ekstra sparingen som egenkapital til økt opplåning. Data fra forhåndsutfylte skattemeldinger som Norges Bank har tilgang til, viser at økningen i sparing i form av bankinnskudd har vært bredt basert i befolkningen. Også de yngre, som typisk har mer gjeld og mindre finansielle buffere, økte sine bankinnskudd mer enn normalt i 2020, se ramme på side 59.

Figur 5.7 Venter noe økt gjeldsbelastning

Prosent



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Fastlandsforetakenes gjeld har vokst i takt med verdiskapingen de siste ti årene. Veksten i foretakenes innenlandske kreditt falt fra høsten 2019 og gjennom store deler av 2020, se figur 5.6. Fra fjerde kvartal 2020 har imidlertid veksten tatt seg opp, og i juli var tolv månedersveksten i kreditt til foretak 5,3 prosent. Utviklingen har vært om lag som anslått i forrige rapport. Lave påslag i obligasjonsmarkedet har bidratt til høy emisjonsaktivitet det siste året, og utstedelser av obligasjoner har vært en viktig bidragsyter til økningen i kredittveksten.

En viktig driver for foretakskreditten er utviklingen i foretaksinvesteringer. Vi venter at foretakenes kredittvekst avtar noe det neste året (figur 5.6), før veksten så tar seg opp igjen, i tråd med en økning i investeringer knyttet til klima- og energiomstillingen.

Utsikter til moderat prisvekst i næringseiendom

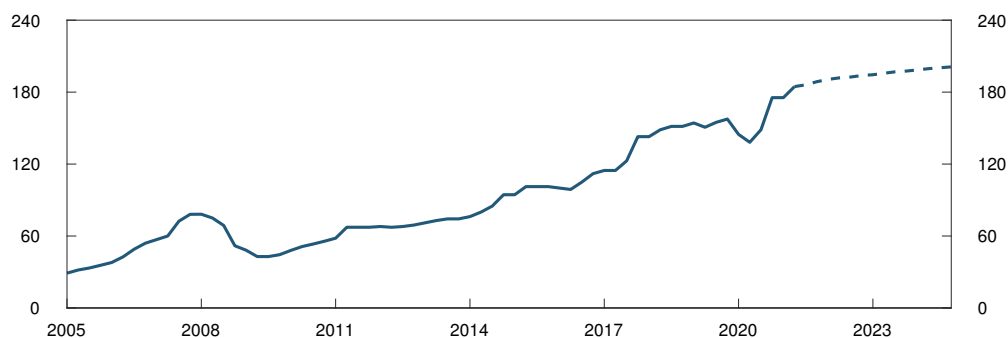
Salgsprisene for prestisjelokaler i Oslo steg lenge, og før koronapandemien var de på et høyt nivå, se figur 5.8. Salgsprisene falt i første halvår i fjor, men fallet ble mer enn hentet inn i andre halvår. I andre kvartal i år steg leie- og salgspriser.

Salgsprisene på næringseiendom beregnes som leiepriser delt på et avkastningskrav. Våre analyser viser at utviklingen i sysselsetting kan forklare mesteparten av veksten i leiepriser over tid.³ Sysselsettingen i bransjer som typisk leier prestisjelokaler, som foretak innen juridiske tjenester, konsulentvirksomhet og finans, har i liten grad blitt rammet under pandemien. Dette har bidratt til å holde leie- og salgspriser oppe.

Avkastningskravet avhenger av risikofri rente og en risikopremie. I tråd med bedre makroøkonomiske utsikter og redusert usikkerhet, har risikopremien falt betydelig de siste fire kvartalene. Avkastningskravet har siden fjerde kvartal i fjor vært på et rekordlavt nivå. Risikopremien, målt som differansen mellom avkastningskravet og 5-års swaprente, er nå nær nivået fra før pandemien, se figur 5.9. Dette er et lavt nivå sammenlignet med andre europeiske byer. Markedsaktører peker på ulike årsaker til den lave risikopremien i Oslo, herunder at norske investorer har betydelige midler å plassere og myndighetenes finanspolitiske handlingsrom. Siden investorer søker realavkastning, kan man få et mer presist mål på risikopremien ved å ta hensyn til langsiktige inflasjonsforventninger. Dersom man justerer for forskjeller i langsiktige inflasjonsforventninger på tvers av land, blir forskjellene i risikopremiene noe mindre, spesielt i årene før inflasjonsmålet for Norges Bank ble endret til 2 prosent.⁴

Figur 5.8 Moderat vekst i prisene på næringseiendom

Salgspriser på næringseiendom. Tusen kroner per kvadratmeter



Kilder: CBRE og Norges Bank

³ Se Bjørland, C. og M. Hagen (2019) «What drives office rents?». Staff Memo 12/2019. Norges Bank.

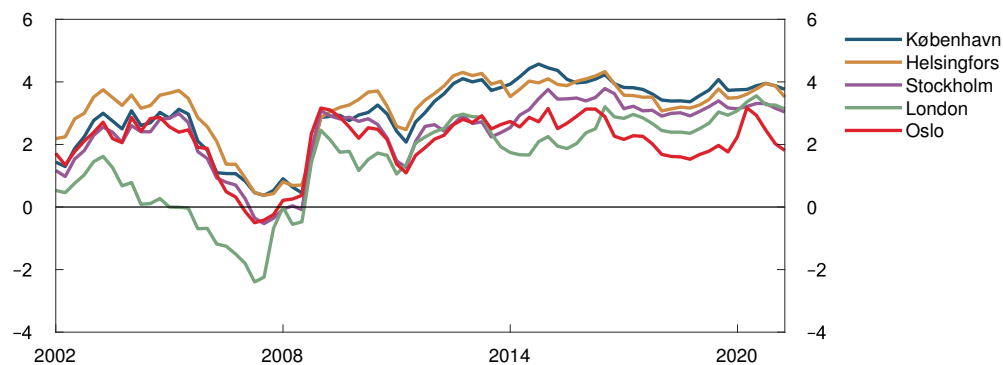
⁴ Inflasjonsmålet ble endret til fra 2,5 til 2 prosent i mars 2018.

Sårbarheter i næringseiendom

Høye næringseiendomspriser er en viktig sårbarhet i det finansielle systemet, se omtale i *Finansiell stabilitet 2020*. Innen næringseiendom er kontormarkedet 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 kontorlokalerne (prestisjelokaler) i Oslo benyttes derfor som en viktig indikator for sårbarheten i næringseiendom.

Figur 5.9 Risikopremien er lav i Oslo

Avkastningskrav (yield) fratrukket femårs swapprente. Prosentenheter



Kilder: CBRE og Datastream

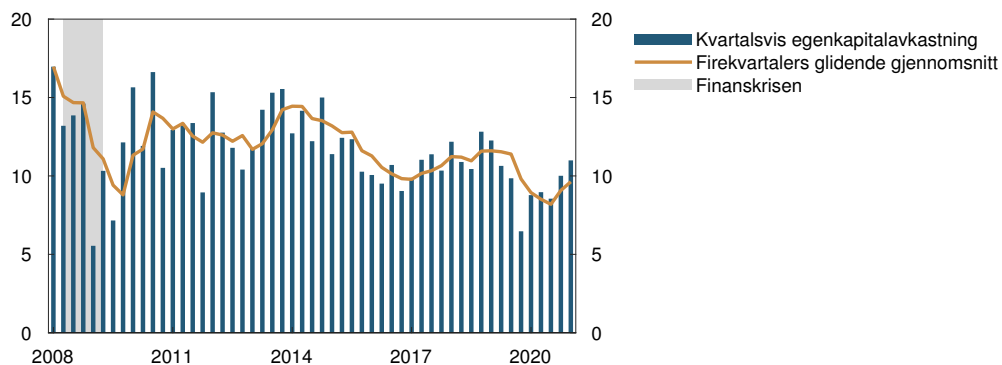
I tråd med en normalisering av forholdene i økonomien venter vi moderat leieprisvekst og en svak økning i avkastningskravet de neste årene. Anslagene tilsier moderat vekst i salgsprisene på næringseiendom fremover (figur 5.8). Vi venter at bankenes utlånstap til næringseiendom vil være begrensede. Den sterke prisveksten de siste årene har ikke vært motsvart av en tilsvarende opplåning i næringseiendomsforetakene. Det har økt foretakenes egenkapitalandel, og de står dermed bedre rustet ved prisfall.

Det er større usikkerhet enn normalt rundt fremtidig prisutvikling for næringseiendom. Siden avkastningskravet er på et lavt nivå, er salgsprisene sensitive for økninger i risikopremier eller lange renter. Det er også usikkerhet knyttet til potensielle strukturelle endringer innen ulike næringseiendomssegmenter. For eksempel kan varig redusert reiseaktivitet og økt netthandel påvirke hotell og handel negativt. Trenden med økt netthandel har imidlertid økt etterspørselen etter logistikklokaler, og det har vært høy investeringsaktivitet i dette segmentet under pandemien. Videre er det tegn til at det også etter pandemien vil bli utstrakt bruk av hjemmekontor. Dette kan redusere etterspørselen etter kontorareal. Kontorløsninger bedriftene velger, og hvordan bruken av hjemmekontor fordeler seg på ukedagene, vil påvirke effekten av hjemmekontor på kontorledigheten. Foreløpig ser vi ikke tegn til at strukturelle endringer har ført til en markert reduksjon i etterspørselen etter kontorareal.

5.3 Bankene

Lønnsomheten til norske banker er god. Egenkapitalavkastningen til de største norske bankene var 11 prosent i andre kvartal i år, opp fra 10 prosent i første kvartal, se figur 5.10. Det er høyere enn nivåene vi observerte før pandemien, og de fleste bankene ligger nå over

Figur 5.10 Bankene er lønnsomme
Egenkapitalavkastning. Annualisert. Prosent



Kilder: SNL / S&P MI og Norges Bank

sitt langsiktige avkastningsmål.⁵ Lønnsomhetsforbedringen skyldes i hovedsak reduserte utlånstap. Den høye avkastningen gjenspeiler også at norske banker er kostnadseffektive og har opprettholdt god inntjening gjennom pandemien. Myndighetenes støttetiltak har bidratt til å dempe bankenes tapsrisiko.⁶ Bankene venter at økte netto renteinntekter som følge av økte renter og lavere tap det neste året vil bedre lønnsomheten.

Utbyttebegrensninger har økt egenkapitalen under pandemien og har dermed bidratt til å trekke ned egenkapitalavkastningen. I januar 2021 anbefalte Finansdepartementet norske banker å begrense utbyttebetalinger frem til utgangen av september i år, i tråd med anbefaling fra Det europeiske systemrisikorådet (ESRB). Finansdepartementet opplyste nylig at norske banker kan forholde seg til de ordinære rammene for utbytteutdeling etter utgangen av september.⁷

Bankenes utlånstap har vært på et lavt nivå i første halvår i år, se figur 5.11. Utlånstapene for alle norske banker var i underkant av 0,1 prosent av brutto utlån i andre kvartal, som er omtrent halvparten av gjennomsnittet de siste 20 årene. Etter store tapsavsetninger i første halvår 2020, har flertallet av de store bankene tilbakeført deler av tidligere nedskrivninger så langt i år. Spesielt DNB tok store tilbakeføringer på tap i andre kvartal, og disse var bredt fordelt på næringer i bankens foretaksportefølje. Tapsutviklingen gjenspeiler at den økonomiske utviklingen har vært bedre enn ventet, og at usikkerheten rundt utviklingen i norsk økonomi er redusert. Våre analyser av ikke-finansielle foretaks regnskapstall for 2020 tyder på at foretakene samlet sett har tært lite på de finansielle bufferne. Videre har bankene beskjedne eksponeringer mot foretak som er hardt rammet av pandemien og foretak som må tilbakebetale utsatte skatter og avgifter. Antallet konkurser har økt noe den siste tiden, men dette er forventet etter en lang periode med historisk lave konkurstall. Vi tror ikke at utfasingen av støttetiltak vil bidra til mange konkurser fremover. Våre analyser viser at avviklingen av momsrefusjonsordningen ikke vil bidra til at antall konkurser blir vesentlig høyere enn sitt historiske snitt.⁸ Foretakene som har benyttet denne ordningen holder dessuten bare en liten del av bankenes utlån.

Vi venter lave tap i tiden fremover. Usikkerhet knyttet til det videre forløpet for pandemien gjør at tapsutsiktene er noe mer usikre enn normalt.

⁵ Kun DNB ligger under bankens eget avkastningsmål.

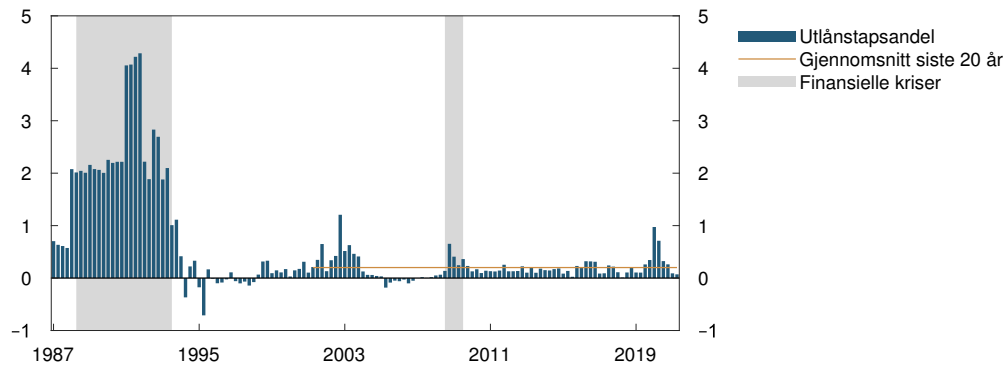
⁶ Se Hjelseth, I. N., H. Solheim og B.H. Vatne (2021) «Myndighetenes støtteordninger under koronapandemien har dempet kredittrisikoen i foretakene». *Staff Memo 3/2021*. Norges Bank.

⁷ Se Finansdepartementets pressemelding av 7. september 2021.

⁸ Se Hjelseth, I.N. og H. Solheim (2021) «Inndrivning av utsatt merverdiavgift vil neppe utløse en konkursbølge». Innlegg publisert på *Bankplassen blogg* 17. juni 2021. Norges Bank.

Figur 5.11 Utlånstap er lave, og vi venter lave tap fremover

Utlånstap som andel av utlån. Annualisert. Prosent



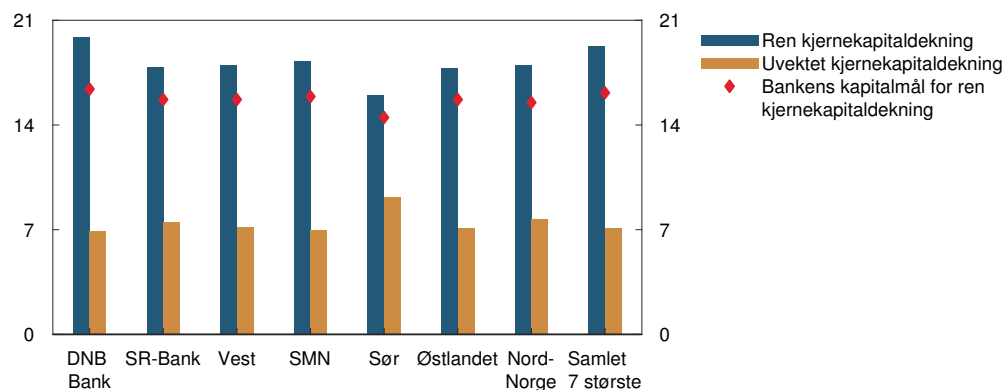
Kilde: Norges Bank

I Finanstilsynets rundskriv om krav til IRB-modeller⁹ gis IRB-bankene føringer for bruk av risikoparametere i beregningen av risikovekter. Disse føringene kan øke beregningsgrunnlaget og dermed redusere bankenes kapitaldekning. Ved utgangen av andre kvartal var det bare Sparebanken Vest som hadde tatt hensyn til rundskrivet ved beregning av ren kjernekapitaldekning. Det medførte isolert sett en reduksjon på 0,8 prosentenheter i bankens rene kjernekapitaldekning. Det er krevende å vurdere hvor mye bankenes kapitaldekning vil falle som følge av skjerpede kapitalkrav. DNB vurderer at deres kapitaldekning i liten grad vil påvirkes av rundskrivet. Videre vil innføringen av SMB- og infrastrukturrabatten trekke bankenes kapitaldekning i motsatt retning.¹⁰

Kapitaldekningen i bankene ligger godt over kapitalkravene, se figur 5.12. Fra første til andre kvartal i år falt ren kjernekapitaldekning med 0,2 prosentenheter for de største bankene samlet. Nedgangen skyldes at beregningsgrunnlaget har økt mer enn ren kjernekapital, hovedsakelig drevet av økt utlånsvekst. Bankene er godt rustet til å oppfylle økt krav til motsyklisk kapitalbuffer og samtidig opprettholde kredittilbudet.

Figur 5.12 Bankene er godt rustet til å oppfylle økt bufferkrav

Største norskeide bankkonsern. Prosent



Kilder: Bankkonsernernes kvartalsrapporter og Norges Bank

⁹ Se Finanstilsynets rundskriv 9. juni 2021 «Krav til IRB-modeller i banker, kredittforetak og finansieringsforetak»

¹⁰ Se nærmere omtale av bankene i kapittel 5, *Pengepolitisk rapport 2/21*.

ALLE ALDERSGRUPPER ØKTE BANKINNSKUDDENE I 2020

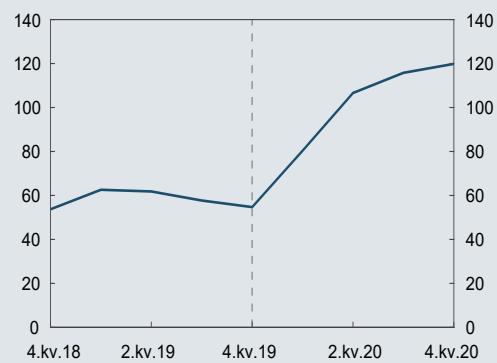
Bankinnskudd er skjevt fordelt over husholdningsgrupper. De med høy formue og de med høy inntekt har relativt mye bankinnskudd, og eldre har mer enn yngre. Bankinnskudd er en likvid buffer som lett kan benyttes til forbruk eller flyttes til annen type sparing, som nedbetaling av gjeld. Samtidig varierer både forbruk og gjeld med livsfase. Hvordan bankinnskudd fordeler seg over husholdninger er derfor av betydning for både konsum-utsikter og sårbarhet knyttet til gjeld i husholdningssektoren.

Bankinnskuddene økte mye i koronaåret 2020 og betydelig mer enn i de to foregående årene, se figur 5.A. Alle aldersgrupper bidro, men bidraget var størst blant de yngste i etableringsfasen og de eldre.¹ Ser vi på sparingen i bankinnskudd på personnivå finner vi at de eldste økte sparingen mest målt i kroner, men den prosentvise endringen var størst blant de yngste.

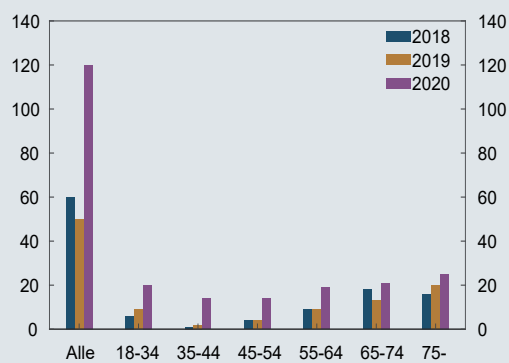
Økte bankinnskudd styrker husholdningenes fleksibilitet og reduserer sårbarheten. Både de med relativt høy og lav gjeldsgrad (gjeld som andel av inntekt) økte sine bankinnskudd mye i 2020, se figur 5.B. På medianen var sparingen i bankinnskudd om lag fem-seks tusen kroner høyere i 2020 enn året før.^{2,3}

Figur 5.A Bankinnskudd vokste kraftig i alle aldersgrupper i 2020

Netto transaksjoner i bankinnskudd siste fire kvartaler. Milliarder kroner



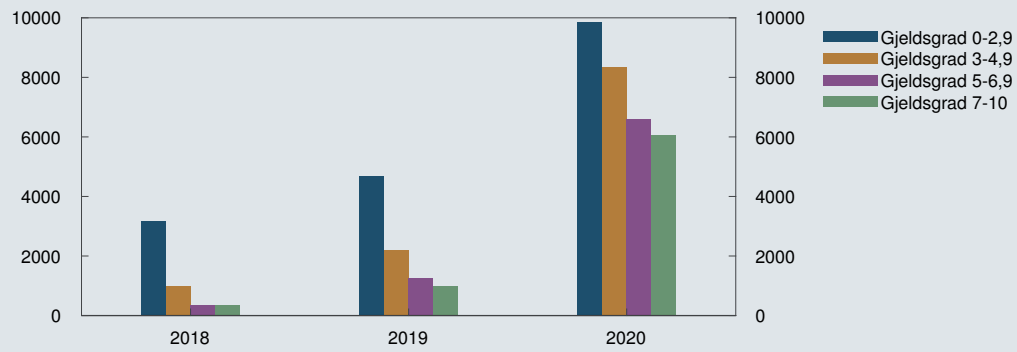
Endring i bankinnskudd fra året før etter aldersgruppe. Milliarder kroner



Kilder: Skatteetaten, Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

- For å følge utviklingen på personnivå og etter aldersgrupper bruker vi data fra forhåndsutfylte skattemeldinger. Den enkelte skattebetaler mottar dette skjemaet for gjennomgang i mars hvert år. Datasettet inkluderer alle forhåndsutfylte skattemeldinger for personer med registrert inntekt over grunnbeløpet i folketrygden, som er nær 100.000 kroner.
- I gjennomsnitt var økningen i banksparing betydelig høyere i alle grupper. I gruppen med høyest gjeldsgrad, som også hadde den største økningen, var økningen 26 000 kroner.
- Blant de med gjeldsgrad over 10 er sparingen i bankinnskudd nær null både på medianen og som gjennomsnitt. Denne gruppen omfatter svært ulike personer med høy gjeldsgrad, som studenter med bijobb, nyutdannede med lav årsinntekt og personer med lav inntekt, men høy formue som sikkerhet for gjeld.

Figur 5.B De mest forgjeldede økte bankinnskuddene betydelig
Endring i bankinnskudd etter gjeldsgradsgruppe. Per person. Median. Kroner



Kilder: Skatteetaten og Norges Bank

Vedlegg

Tabeller med detaljerte anslag

Tabell 1 Internasjonale anslag

Endring i anslag fra Pengepolitisk rapport 2/21 i parentes	Vekter ¹ Prosent	Prosentvis endring fra foregående år				
		2020	2021	2022	2023	2024
BNP						
USA	10	-3,4 (0,1)	5,7 (-0,7)	3,9 (0)	1,7 (0,3)	1,4 (0,1)
Euroområdet	35	-6,5 (0,2)	5,1 (0,1)	3,9 (-0,2)	2 (0,3)	1,7 (0,2)
Storbritannia	11	-9,8 (0,1)	6,3 (-0,5)	5,7 (0,5)	2,2 (0)	1,2 (0)
Sverige	13	-2,9 (0)	3,7 (-0,3)	3,1 (0)	2,1 (0,1)	1,7 (-0,1)
Kina	7	2,3 (-0,1)	8,1 (-0,5)	5,4 (0)	5,5 (-0,1)	5,4 (-0,2)
13 handelspartnere ¹	100	-4,5 (0,2)	5,2 (-0,1)	4 (0)	2,5 (0,2)	2,1 (0,1)
5 handelspartnere ²		-4,9 (0,1)	5,5 (-0,2)	4,2 (0)	2,4 (0,1)	2 (0)
Priser						
Underliggende prisvekst ³		1,1 (0)	1,9 (0,2)	2 (0,4)	1,8 (0,1)	1,8 (0)
Lønnsvekst ⁴		0,7 (0)	3,2 (0,1)	2,8 (0,1)	2,8 (0,1)	2,7 (0,1)
Priser på konsumvarer Norge importerer ⁵		0,5 (0)	1,6 (0,3)	1,3 (0,5)	0,7 (0)	0,8 (0)

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

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

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

4 Anslag på lønnskostnader per ansatt. I aggregatet inngår: Euroområdet, Storbritannia, Sverige og USA. Importvekter.

5 Målt i utenlandsk valuta. Inkludert vridningseffekter.

Kilder: IMF, Refinitiv Datastream og Norges Bank

Tabell 2a Konsumpriser. Tolvmånedersvekst. Prosent

	2021						
	jun	jul	aug	sep	okt	nov	des
KPI							
Faktisk	2,9	3,0	3,4				
Anslag PPR 2/21	3,0	2,9	2,6	2,7			
Anslag PPR 3/21				3,9	3,3	3,9	3,4
KPI-JAE							
Faktisk	1,4	1,1	1,0				
Anslag PPR 2/21	1,5	1,2	1,0	1,3			
Anslag PPR 3/21				1,2	0,9	1,1	1,1
Importerte varer i KPI-JAE							
Faktisk	1,0	1,0	0,2				
Anslag PPR 2/21	0,4	0,0	-0,4	0,0			
Anslag PPR 3/21				0,5	0,3	1,0	0,6
Norskproduserte varer og tjenester i KPI-JAE							
Faktisk	1,6	1,4	1,5				
Anslag PPR 2/21	2,0	1,9	1,8	1,8			
Anslag PPR 3/21				1,5	1,2	1,3	1,3

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

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

	2021			
	1. kv.	2. kv.	3.kv	4.kv
Faktisk	-1,0	1,4		
Anslag PPR 2/21		0,8	3,2	
Anslag PPR 3/21			2,3	1,3

Kilder: Kvartalsvis nasjonalregnskap fra Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

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

	2021						
	jun	jul	aug	sep	okt	nov	des
Faktisk	0,8	0,4					
Anslag PPR 2/21	0,9	1,3	1,2	0,7			
Anslag PPR 3/21			1,0	0,6	0,3	0,3	0,2

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

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

	2021						
	jun	jul	aug	sep	okt	nov	des
Faktisk	3,0	2,9	2,7				
Anslag PPR 2/21	3,2	3,0	2,9	2,8			
Anslag PPR 3/21				2,6	2,5	2,4	2,4

Kilder: NAV og Norges Bank

Tabell 3 Anslag på makroøkonomiske hovedstørrelser

Endring i anslag fra Pengepolitisk rapport 2/21 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	3,2 (0,4)	1,5 (0,4)	1,2 (-0,1)	1,9 (0,3)
KPI-JAE		3,0	1,6 (-0,1)	1,4 (0,1)	1,6 (0,2)	1,8 (0,2)
Årslønn		3,1	3,0 (0,2)	3,1 (0,2)	3,4 (0,3)	3,3 (0,0)
Realøkonomi¹						
Bruttonasjonalprodukt (BNP)	3402	-1,3	3,0 (0,1)	3,8 (0,2)	1,3 (0,1)	0,9 (-0,1)
BNP for Fastlands-Norge	3035	-3,1	3,9 (0,1)	4,5 (0,4)	1,2 (0,2)	0,8 (-0,2)
Produksjonsgap for Fastlands-Norge (nivå)		-2,9	-1,0 (0,2)	1,3 (0,3)	1,3 (0,4)	0,9 (0,2)
Sysselsetting, personer, KNR		-1,3	0,7 (0,2)	2,6 (0,4)	0,5 (0,0)	0,2 (-0,2)
Registrert ledighet (rate, nivå)		4,9	3,1 (-0,2)	2,2 (-0,1)	2,1 (-0,1)	2,2 (-0,1)
Etterspørsel¹						
Etterspørsel fra Fastlands-Norge	3124	-4,1	3,0 (0,0)	5,8 (0,3)	2,6 (0,4)	0,5 (0,0)
- Husholdningenes konsum	1497	-7,3	3,6 (0,4)	9,6 (-0,5)	3,6 (0,4)	1,5 (-0,6)
- Foretaksinvesteringer	313	-6,1	1,1 (0,9)	3,8 (1,2)	6,3 (0,5)	6,2 (-0,3)
- Boliginvesteringer	191	-4,0	5,1 (0,5)	3,3 (0,7)	0,9 (0,3)	1,0 (-0,1)
- Offentlig etterspørsel	1122	1,2	2,4 (-0,9)	1,5 (0,9)	0,2 (0,2)	0,5 (-0,1)
Petroleumsinvesteringer	181	-4,1	-2,0 (0,0)	-8,0 (-2,0)	10,0 (0,0)	9,0 (1,0)
Eksport fra Fastlands-Norge	640	-7,8	4,2 (-0,3)	6,7 (0,5)	3,5 (0,6)	2,5 (-0,1)
Import	1127	-12	0,6 (-0,3)	10,2 (-0,5)	6,2 (0,6)	4,8 (0,0)
Boligpriser og gjeld						
Boligpriser		4,5	9,2 (0,0)	1,7 (0,7)	1,2 (-0,1)	3,0 (0,1)
Kreditt til husholdningene (K2)		4,9	4,8 (-0,1)	4,8 (0,1)	4,5 (0,2)	4,1 (0,1)
Renter, valutakurs og oljepris						
Styringsrente (nivå)		0,4	0,1 (0,0)	0,9 (0,1)	1,4 (0,1)	1,6 (0,1)
Importveid valutakurs (I-44) (nivå)		115	109,0 (2,1)	106,2 (1,8)	104,5 (0,8)	104,2 (0,7)
Pengemarkedsrente hos handelspartnere (nivå)		0,0	-0,2 (0,0)	-0,1 (0,1)	0,1 (0,1)	0,4 (0,1)
Oljepris Brent Blend. USD per fat		41,8	69,4 (1,4)	70,8 (3,0)	66,2 (2,0)	62,6 (0,8)
Husholdningenes inntekt og sparing¹						
Disponibel realinntekt utenom aksjeutbytte		3,3	0,3 (-0,5)	2,8 (0,4)	1,8 (0,2)	1,4 (-1,3)
Sparerate (rate, nivå)		15,5	12,3 (-0,8)	7,1 (-0,1)	5,6 (-0,3)	5,5 (-0,8)
Sparerate utenom aksjeutbytte (rate, nivå)		12,5	9,3 (-0,8)	3,6 (0,0)	2,2 (-0,2)	2,3 (-0,9)
Netto finansinvesteringer utenom aksjeutbytte (rate, nivå)		7,1	4,2 (-1,0)	-1,8 (0,0)	-3,6 (-0,2)	-4,2 (-0,9)
Finanspolitikken						
Strukturelt, oljekorrigert underskudd som andel av SPU ²		3,7	3,7 (0,0)	2,9 (-0,2)	2,9 (-0,1)	2,9 (-0,1)

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 3|21 – september

