



NORGES BANK

4 | 21

DESEMBER

**PENGEPOLITISK
RAPPORT**
MED VURDERING AV FINANSIELL STABILITET

Pengepolitisk rapport med vurdering av finansiell stabilitet blir lagt frem fire ganger i året, i mars, juni, september og desember. Rapporten vurderer utsiktene for renten og danner beslutningsgrunnlaget for fastsettelse av nivået på motyklisk kapitalbuffer. Rapporten inneholder anslag for utviklingen i norsk og internasjonal økonomi.

Ansvarlig redaktør: Øystein Olsen

Innhold

PENGEPOLITISKE VURDERINGER	5
VURDERING AV MOTSYKLISK KAPITALBUFFER	10
DEL 1: PENGEPOLITIKKEN	
1 INTERNASJONAL ØKONOMI	12
<i>Rekordhøye gass- og kraftpriser, men lite endret oljepris</i>	16
2 FINANSIELLE FORHOLD	19
2.1 Rentene	19
2.2 Kronekursen	21
3 NORSK ØKONOMI	23
3.1 Den økonomiske utviklingen	23
<i>Kapasitetsutnytting over et normalt nivå</i>	31
3.2 Kostnader og priser	33
<i>Ny virusvariant bidrar til økt usikkerhet om pandemiutsiktene</i>	38
<i>Globale «flaskehalse» – virkninger på priser og aktivitet i Norge</i>	40
4 PENGEPOLITISK ANALYSE	43
4.1 Mål og tilbakeblikk	43
4.2 Ny informasjon og nye vurderinger	44
4.3 Faktorene bak endringer i rentebanen	47
<i>Norges Banks pengepolitiske strategi</i>	50
DEL 2: FINANSIELL STABILITET	
5 BESLUTNINGSGRUNNLAG FOR MOTSYKLISK KAPITALBUFFER	51
5.1 Tilgang på kreditt	52
5.2 Finansielle ubalanser	52
5.3 Bankene	59
VEDLEGG	
Anslagstabeller	61

Rapporten er basert på informasjon frem til og med 10. desember 2021, men vi har innarbeidet informasjon om nye smitteverntiltak fra 13. desember og finanspolitiske støttetiltak fra 14. desember i anslagene. *Pengepolitiske vurderinger* er basert på informasjon frem til komitémøtet 15. desember i 2021. Rapporten ble publisert 16. desember og er tilgjengelig på www.norges-bank.no.

Pengepolitikken i Norge

MÅL

Mandatet for pengepolitikken er fastsatt i sentralbankloven og bestemmelse om pengepolitikken. Pengepolitikken skal opprettholde en stabil pengeverdi gjennom lav og stabil inflasjon. 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. Norges Banks pengepolitiske strategi beskriver hvordan komiteen for pengepolitikk og finansiell stabilitet tolker mandatet for pengepolitikken og hvordan pengepolitikken vil innrettes i møte med ulike forstyrrelser. Strategien er også beskrevet i en ramme på side 50.

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. Avveiningene 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 4/21

På møtene 26. november og 7. desember drøftet komiteen de økonomiske utsiktene, innretningen av pengepolitikken og nivået på bufferkravet. På grunnlag av drøftingene og en anbefaling fra bankens administrasjon fattet komiteen på møtet 15. desember vedtak om styringsrenten og nivået på bufferkravet.

Pengepolitiske vurderinger

Oppgangen i norsk økonomi har fortsatt. Siden forrige pengepolitiske rapport har aktiviteten steget videre og arbeidsledigheten har falt. Økt smittespredning og omfattende smitteverntiltak ventes å dempe aktiviteten den nærmeste tiden. Når smitten etter hvert avtar og tiltakene lettes på, vil den økonomiske oppgangen trolig fortsette. Stigende lønnsvekst og høyere prisvekst på varene vi importerer ventes å løfte den underliggende inflasjonen fremover. Hensynet til å stabilisere inflasjonen rundt målet på noe sikt tilsier at styringsrenten økes mot et mer normalt nivå.

Norges Banks komité for pengepolitikk og finansiell stabilitet vedtok på møtet 15. desember å sette styringsrenten opp fra 0,25 til 0,5 prosent. Slik komiteen nå vurderer utsiktene og risikobildet, vil styringsrenten mest sannsynlig bli satt videre opp i mars.

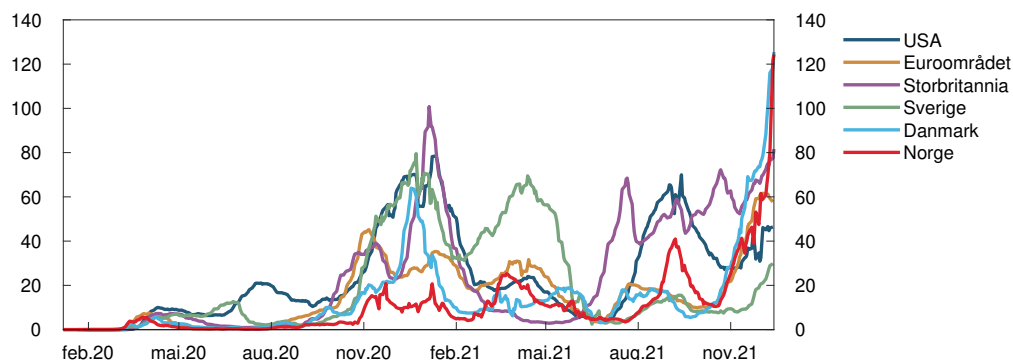
Økt koronasmitte bremser oppgangen internasjonalt

Den økonomiske aktiviteten hos Norges handelspartnere har fortsatt å stige. I tredje kvartal var BNP-veksten for handelspartnerne samlet litt høyere enn anslått i Pengepolitisk rapport 3/21, og den økonomiske aktiviteten er nå høyere enn før pandemien. Gjennom høsten har antall nye koronasmittede økt betydelig i Europa, og det er innført strengere smitteverntiltak. Samtidig skaper virusvarianten omikron stor usikkerhet om det videre forløpet for pandemien. Den økonomiske veksten hos handelspartnerne ventes derfor å avta den nærmeste tiden.

Rask oppgang i etterspørselen og forsinkelser i produksjon og distribusjon av varer har gitt lange leveringstider, en kraftig oppgang i fraktrater og store prisøkninger på en del varer og tjenester. Sammen med høye energipriser har dette dempet den økonomiske veksten hos handelspartnerne og bidratt til en kraftig oppgang i den samlede konsumprisveksten i mange land. Inflasjonsforventningene har økt, og det er utsikter til at den underliggende prisveksten hos handelspartnerne blir høyere enn anslått i forrige rapport.

Figur A Økt smitte i mange land

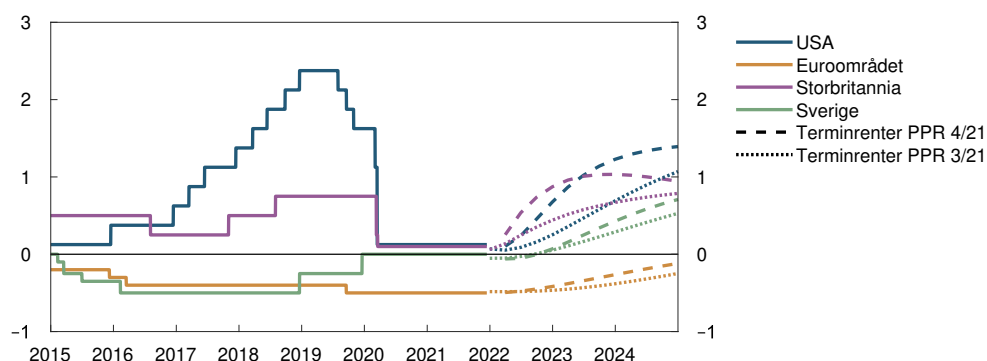
Nye smittetilfeller per 100 000 innbyggere. Syvdagers glidende gjennomsnitt



Kilder: Refinitiv Datastream og Norges Bank

Figur B Forventninger om raskere renteoppgang hos handelspartnerne

Styringsrenter og beregnede terminrenter. Prosent



Kilder: Bloomberg, Refinitiv Datastream og Norges Bank

Utsikter til høyere prisvekst har bidratt til å løfte styringsrenteforventningene hos våre viktigste handelspartnere. Markedsprisingen indikerer nå forventninger om at styringsrentene hos flere av handelspartnerne vil bli satt opp i løpet av neste år. Langsiktige statsobligasjonsrenter er lite endret.

Gassprisene har fortsatt å stige, mens oljeprisen er lite endret siden forrige rapport. Den siste tiden har økt smitte og usikkerhet om den nye virusvarianten skapt svingninger i finansmarkedene. Kronen har svekket seg og er nå svakere enn anslått i forrige rapport.

Etter at styringsrenten ble hevet til 0,25 prosent i september, har de fleste bankene satt opp boliglansrentene. Fremtidige pengemarkedsrenter har falt litt siden september, men indikerer fortsatt forventninger om at styringsrenten heves videre.

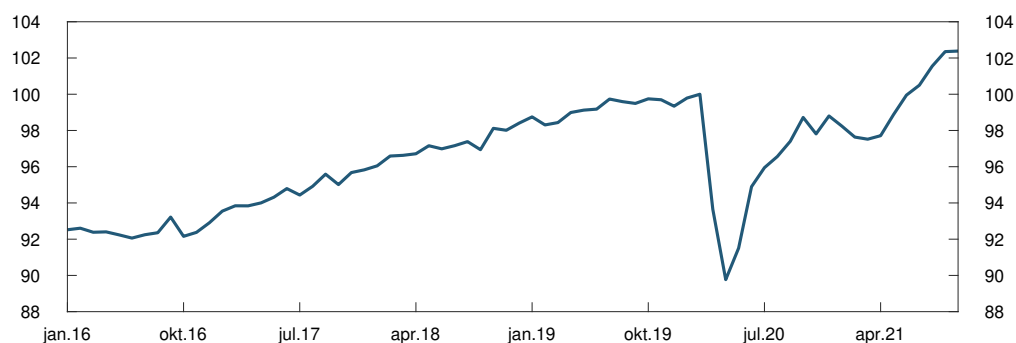
Økt smitte og smitteverntiltak demper aktiviteten i norsk økonomi

Lettelser i smitteverntiltakene gjennom året har gitt en markert oppgang i norsk økonomi, og aktiviteten er høyere enn før pandemien. BNP for Fastlands-Norge har steget videre utover høsten og har vært om lag som anslått i forrige rapport. Oppgangen var sterkest i tjenesteytende næringer, som tidligere var hardt rammet av smitteverntiltak.

Smittespredningen i Norge har de siste ukene økt til det høyeste nivået så langt i pandemien. Antall koronarelaterte sykehusinnleggelses har også steget og er nå høyere enn

Figur C Aktiviteten har steget videre

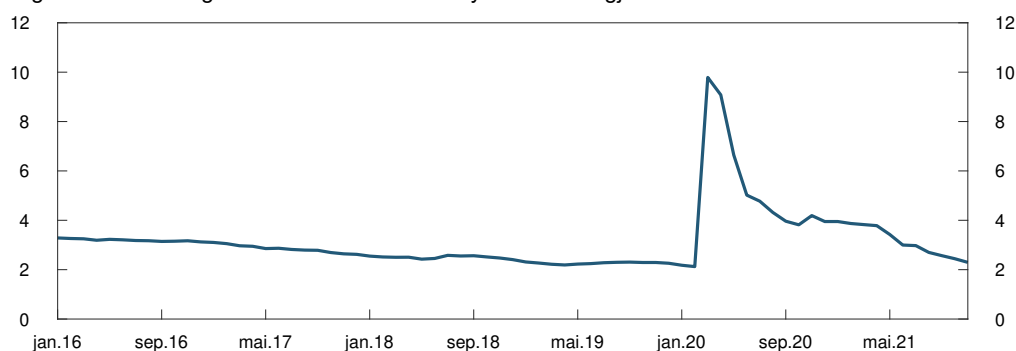
BNP for Fastlands-Norge. Sesongjustert. Indeks. Februar 2020 = 100



Kilde: Statistisk sentralbyrå

Figur D Arbeidsledigheten har falt videre

Registrerte helt ledige som andel av arbeidsstyrken. Sesongjustert. Prosent



Kilde: NAV

de var våren 2020. Det er igjen innført omfattende smitteverntiltak for å begrense smitten. Samtidig har myndighetene varslet at en stor andel av befolkningen skal få en tredje vaksinedose i løpet av de neste månedene. Det vil kunne redusere behovet for langvarige smitteverntiltak. Prognosene i denne rapporten er basert på en antakelse om at smittespredningen etter hvert vil avta og at smitteverntiltakene gradvis reverseres gjennom vinteren. Det kan imidlertid ikke utelukkes at tiltakene vil vare lenger eller at det blir behov for ytterligere innstramminger.

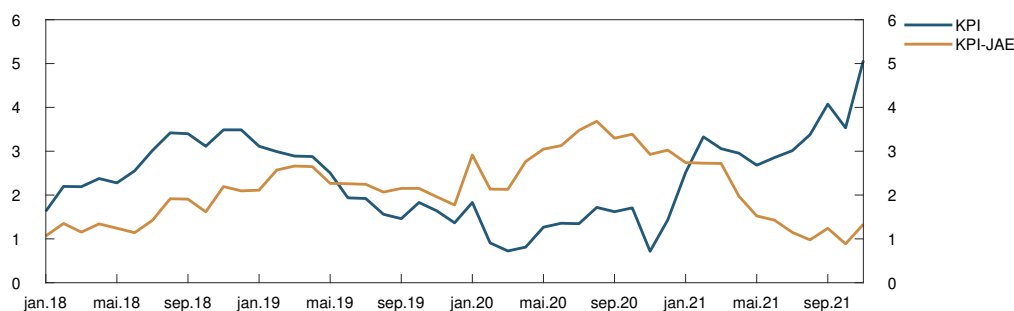
Bedriftene i Norges Banks regionale nettverk rapporterte i november om en sterk oppgang i kapasitetsutnyttningen og at mangel på arbeidskraft og forsinkelser i globale verdikjeder begrenser produksjonen. Sammen med økt smittespredning og tiltak for å begrense smitten vil det dempe den økonomiske aktiviteten den nærmeste tiden. Deretter er det utsikter til at oppgangen fortsetter. Husholdningenes kjøp av varer og tjenester har tatt seg godt opp det siste halve året og har vært høyere enn ventet. Begrensede forbruksmuligheter har gjort at husholdningene har spart mye under pandemien. Det gir trolig rom for fortsatt god vekst i privat konsum når smitten avtar og smitteverntiltakene lettes på. Tjenesteyringene ventes å stå for mye av den økonomiske oppgangen utover våren neste år.

Bedringen i arbeidsmarkedet har fortsatt i takt med den økte økonomiske aktiviteten. Sysselsettingen har økt mer enn anslått i forrige rapport, og antall ledige stillinger er på et høyt nivå. Den sesongjusterte registrerte arbeidsledigheten har falt litt mer enn ventet og var i november 2,3 prosent. Antallet langtidsledige har falt. Den siste uken har gjeninnføringen av smitteverntiltak gitt nye permitteringsvarsler, og ledigheten vil trolig stige noe den nærmeste tiden.

I forslaget til statsbudsjett er det lagt opp til noe lavere oljepengebruk i 2022 enn anslått i forrige pengepolitiske rapport. Etter at statsbudsjettet ble lagt frem, har regjeringen annonsert strømstøtte til husholdninger. I forbindelse med innføring av smitteverntiltak er det også gjeninnført finanspolitiske støttetiltak. Det vil dempe de økonomiske konsekvensene av den økte smitten og smitteverntiltakene.

Aktiviteten i boligmarkedet er fortsatt høy, men boligprisveksten har avtatt. Gjennom høsten har veksten i boligprisene og kreditt til husholdninger vært om lag som ventet. Boliginvesteringene har vært lavere enn ventet, noe som trolig kan ses i sammenheng med en betydelig økning i byggekostnadene.

Figur E Høy konsumprisvekst, men underliggende prisvekst er lav
KPI og KPI-JAE. Tolv månedersvekst. Prosent



Kilde: Statistisk sentralbyrå

Forventninger om høyere lønns- og prisvekst

Høyere energipriser har ført til en kraftig oppgang i den samlede konsumprisindeksen (KPI). Tolv månedersveksten i KPI var 5,1 prosent i november, som var høyere enn anslått i forrige rapport. Fremtidsprisene for elektrisitet og drivstoff indikerer at tolv månedersveksten i energiprisene vil avta etter årsskiftet, og at KPI-veksten kan bli noe lavere inn i neste år.

Den underliggende prisveksten, målt ved konsumprisindeksen justert for avgiftsendringer og uten energivarer (KPI-JAE), har avtatt siden i fjor sommer. Både prisveksten på de varene vi importerer og prisveksten på innenlandske varer og tjenester har falt. I november var tolv månedersveksten i KPI-JAE 1,3 prosent, litt høyere enn anslått i forrige rapport. Andre indikatorer for underliggende prisvekst ligger litt over veksten i KPI-JAE. Inflasjonsforventningene har økt også her hjemme, særlig på ett til to års sikt. Fremover vil økte priser internasjonalt og oppgangen i fraktratene trolig løfte prisveksten på importerte varer.

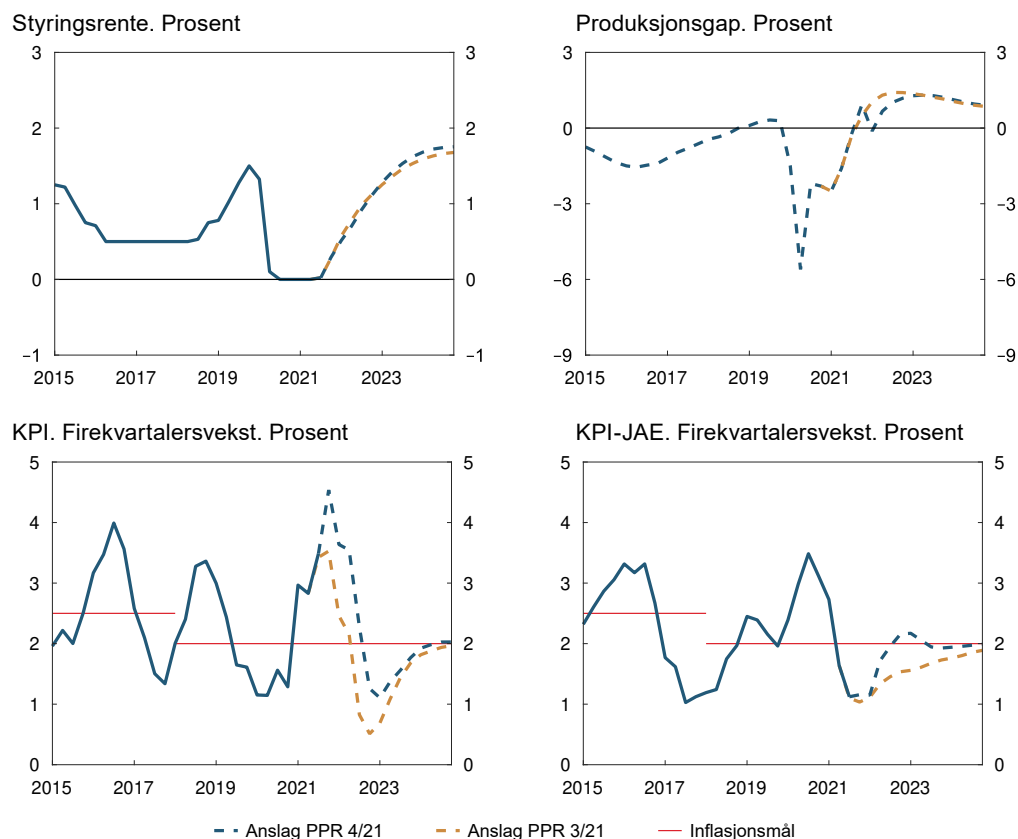
Løpende lønnsstatistikk tyder på at lønnsveksten har vært om lag som ventet, men den høye etterspørselen etter arbeidskraft har trolig løftet lønnsveksten litt mot slutten av året. Lønnsveksten i inneværende år ventes derfor å bli noe høyere enn anslått i forrige rapport. Lønnsforventningene for 2022 har økt siden forrige rapport.

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.

Oppgangen i norsk økonomi har fortsatt. Arbeidsledigheten har falt videre, og kapasitetsutnyttningen anslås å være over et normalt nivå. Økt smittespredning og omfattende smitteverntiltak ventes å dempe aktiviteten den nærmeste tiden. Når smitten etter hvert avtar og tiltakene lettes på, vil den økonomiske oppgangen trolig fortsette. Økte strømpriser har gitt høy konsumprisvekst, men den underliggende inflasjonen er lavere enn inflasjonsmålet. Stigende lønnsvekst og høyere prisvekst på varene vi importerer ventes å løfte den underliggende inflasjonen fremover.

Pengepolitikken er ekspansiv. Komiteens vurdering er at hensynet til å stabilisere inflasjonen rundt målet på noe sikt tilsier at styringsrenten økes mot et mer normalt nivå. En gradvis normalisering av renten er forenlig med fortsatt høy sysselsetting. Økte renter vil også bidra til å motvirke oppbygging av finansielle ubalanser.

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

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Prognosen for styringsrenten er lite endret og indikerer en styringsrente som øker til om lag 1,75 prosent i løpet av de nærmeste årene. Med en slik utvikling i renten er det utsikter til at den underliggende inflasjonen er nær målet i løpet av neste år. Kapasitetsutnyttningen anslås å falle på kort sikt, men være over et normalt nivå i årene som kommer.

I drøftingen av risikobildet var komiteen opptatt av hvordan pandemien og behovet for smitteverntiltak vil påvirke økonomien fremover. Blir det behov for flere eller mer varige tiltak som bremser den økonomiske aktiviteten utover våren neste år, kan den videre renteoppgangen bli skjøvet ut i tid. Komiteen var også opptatt av at kapasitetsbegrensninger i økonomien og vedvarende prispress internasjonalt kan gi høyere lønns- og prisvekst her hjemme enn anslått. Blir det utsikter til mer varig høy prisvekst, kan renten bli satt raskere opp.

Komiteen vedtok enstemmig å sette styringsrenten opp til 0,5 prosent. Slik komiteen nå vurderer utsiktene og risikobildet, vil styringsrenten mest sannsynlig bli satt videre opp i mars.

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

15. desember 2021

Vurdering av motsyklisk kapitalbuffer

På møtet 15. desember vedtok Norges Banks komité for pengepolitikk og finansiell stabilitet å øke kravet til motsyklisk kapitalbuffer til 2,0 prosent med virkning fra 31. desember 2022. Slik komiteen nå vurderer den økonomiske utviklingen og utsiktene til tap og utlånskapasitet i bankene, vil bufferkravet økes til 2,5 prosent i løpet av første halvår 2022.

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.

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. 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.

Oppgangen i norsk økonomi har fortsatt. Økt smittespredning og omfattende smitteverntiltak ventes å dempe aktiviteten den nærmeste tiden. Når smitten etter hvert avtar, og tiltakene lettes på, vil den økonomiske oppgangen trolig fortsette.

Kredittverdige foretak og husholdninger synes å ha god tilgang på kreditt. Bankene har kapital og likviditet til å opprettholde kreditttilbudet.

Norske banker er lønnsomme. Bankenes utlånstap økte i første kvartal i fjor, men har siden avtatt betydelig. Tapene så langt i år har sett under ett utgjort omtrent 0,1 prosent av samlede utlån. Tapene har blitt dempet av tilbakeføringer av tidligere tapsnedskrivninger.

Vi venter at tapene fremover vil ligge nær gjennomsnittet for de siste 20 årene. Omfattende smitteverntiltak øker usikkerheten omkring tapsanslagene noe. En relativt liten andel av bankenes eksponeringer er mot de næringene som har blitt mest direkte rammet av smitteverntiltak. Det begrenser bankenes tapsrisiko. Blir det behov for mer langvarige smitteverntiltak som bremser den økonomiske aktiviteten, kan bankenes tap øke.

De norske bankene er godt rustet til å oppfylle økt krav til motsyklisk kapitalbuffer og samtidig opprettholde kreditttilbudet. Stresstesten i Finansiell stabilitet 2021 viser at bankenes tapståleevne i utgangspunktet er god, blant annet som følge av at bankene

nå har god margin til kapitalkravene. Økt krav til motsyklisk kapitalbuffer vil bidra til å opprettholde tapståleevnen i bankene.

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 boligprisene hadde vært moderat i flere år, og husholdningenes gjeldsbelastning hadde flatet ut. I løpet av koronapandemien har boligprisene og prisene på næringseiendom økt betydelig, og kredittveksten til husholdningene har tiltatt. Det siste halvåret har veksten i eiendomsprisene vært mer moderat, blant annet som følge av forventninger om økte utlånsrenter. Komiteens vurdering er at hensynet til finansielle ubalanser tilsier et høyere bufferkrav.

På møtet 15. desember vedtok Norges Banks komité for pengepolitikk og finansiell stabilitet enstemmig å øke kravet til motsyklisk kapitalbuffer til 2,0 prosent med virkning fra 31. desember 2022. Slik komiteen nå vurderer den økonomiske utviklingen og utsiktene til tap og utlånskapasitet i bankene, vil bufferkravet økes til 2,5 prosent i løpet av første halvår 2022 med virkning ett år frem i tid.

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

15. desember 2021

1 Internasjonal økonomi

Oppgangen i den økonomiske aktiviteten hos Norges handelspartnere fortsatte gjennom sommeren. Lave smittetall i flere europeiske land bidro til sterk vekst i tredje kvartal, og BNP for handelspartnere samlet var over nivået fra før pandemien. I høst har smitten økt til rekordhøye nivåer i flere land i Europa, og det er innført strengere smitteverntiltak. I tillegg skaper den nye virusvarianten omikron betydelig usikkerhet. Sammen med lange leveringstider og høy prisvekst på mange varer venter vi at dette demper BNP-veksten de nærmeste kvartalene. Samlet konsumprisvekst har økt markert i flere land, og anslaget for underliggende prisvekst neste år er betydelig oppjustert. Prisen på olje er om lag som ved forrige rapport, men gassprisene har steget markert. Markedsprisingen indikerer forventninger om økte styringsrenter ute i løpet av det neste året.

Høy vareetterspørsel gir leveringsutfordringer

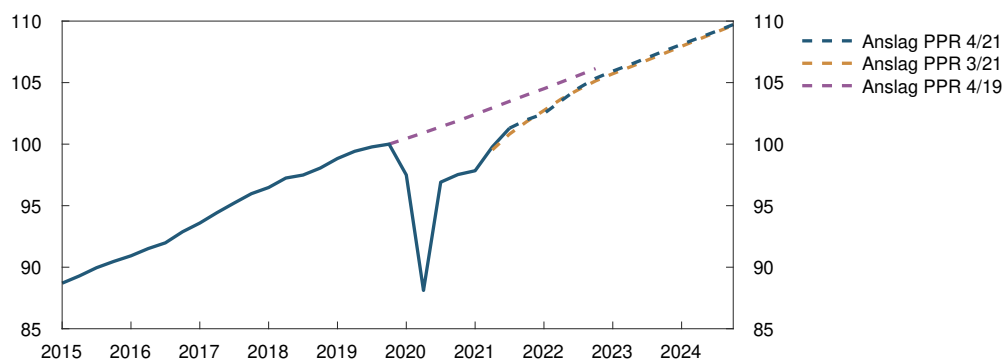
Lave smittetall i flere europeiske land i sommer bidro til at gjeninnhentingene fortsatte i tredje kvartal. Aktiviteten økte med om lag 2 prosent i euroområdet og Sverige fra andre til tredje kvartal. BNP hos handelspartnere i tredje kvartal var samlet sett litt høyere enn anslått i forrige rapport, og aktivitetsnivået var over nivået fra før pandemien, se figur 1.1.

De siste ukene har smitten økt til rekordhøye nivåer i euroområdet og Danmark. I Storbritannia har smitten holdt seg høy siden septemberrapporten. Det er i høst innført strengere smitteverntiltak i flere europeiske land. Helsevesenet i Tyskland er under press som følge av smitteøkningen, og antall sykehusinnleggelser med korona har de siste ukene økt også i Danmark. Andelen som er vaksinert med to doser har kun vist en liten økning i de fleste land siden forrige rapport. I mange land er de nå i gang med å gi en oppfriskningsdose til deler av befolkningen, se ramme på side 38.

I USA var BNP-veksten i tredje kvartal lavere enn anslått i forrige rapport, men aktivitetsnivået er allerede om lag 1,5 prosent høyere enn før pandemien. Frykt for å bli smittet

Figur 1.1 I tredje kvartal var BNP over nivået fra før pandemien

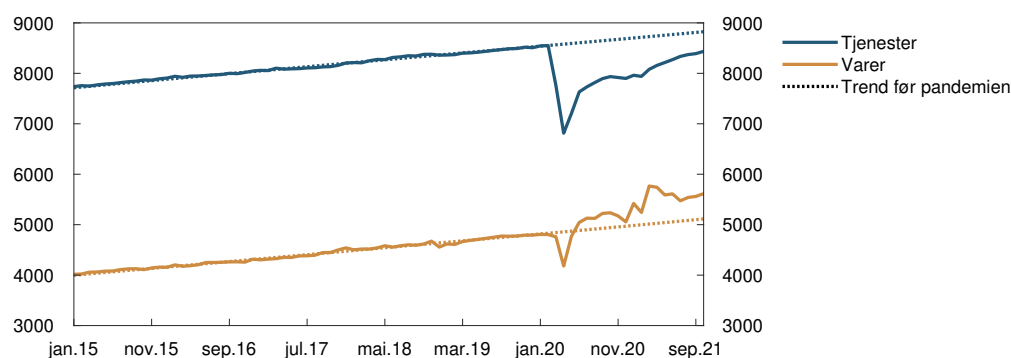
BNP handelspartnere. Indeks. 4. kvartal 2019 = 100



Kilder: Refinitiv Datastream og Norges Bank

Figur 1.2 Høyt varekonsum i USA

Privat konsum. Faste 2012-priser. Mrd. USD



Kilder: Refinitiv Datastream og Norges Bank

og smitteverntiltak har bidratt til at husholdningenes konsum av tjenester er betydelig lavere enn trenden før pandemien skulle tilsi, se figur 1.2. Sammen med økonomiske støttetiltak til husholdningene under pandemien har det bidratt til sterk vekst i etterspørselen etter varer. Blant annet har høy etterspørsel etter elektronikk bidratt til en global mangel på databrikker, noe som hemmer bilproduksjonen i flere land. I tillegg er det forstyrrelser i distribusjonen av varer. I flere havner i USA og i transportleddene videre er det stor mangel på arbeidskraft, og skip må ligge i kø i mange dager før varene blir losset. Effekter av disse pandemirelaterte forholdene forplanter seg til andre land. Leveringstidene har økt betydelig for varer i mange land, og prisveksten har vært høy. Vi legger til grunn at dette, sammen med høye energipriser, demper veksten i USA og Europa de nærmeste kvartalene.

Den nye virusvarianten omikron bidrar til betydelig usikkerhet om det videre forløpet for pandemien og behovet for smitteverntiltak. Det synes som varianten er mye mer smittsom enn deltavarianten, men det er foreløpig uklart hvor alvorlig sykdomsforløp den gir og hvor god beskyttelse dagens vaksiner gir. I denne rapporten legger vi til grunn strengere smitteverntiltak enn i septemberrapporten, og at BNP-veksten hos handelspartnerne dempes i vinter som følge av utbredelsen av omikronvarianten.

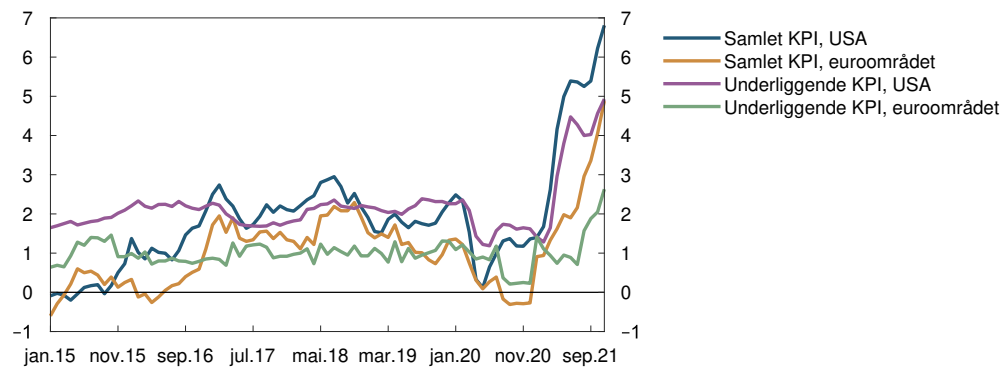
Ekspansiv penge- og finanspolitikk de siste par årene bidrar fortsatt positivt til aktiviteten i de fleste land. Utover i prognoseperioden legger vi til grunn at både penge- og finanspolitikken strammes til. Vi anslår at BNP-veksten hos handelspartnerne blir 5,5 prosent i 2021 og 3,7 prosent i 2022, se tabell 1 i vedlegget. Vekstanslaget for 2022 er nedjustert fra forrige rapport. Vi anslår at kapasitetsutnyttningen hos handelspartnerne samlet er 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 litt over 7,5 prosent i 2021 og litt over 6,5 prosent i 2022.

Høy konsumprisvekst

Høyere priser på energi, se ramme på side 16, råvarer og elektroniske komponenter og kraftig økning i fraktrater har bidratt til markert oppgang i inflasjonen hos viktige handelspartnere. Tolvmånedersveksten i den samlede konsumprisindeksen økte til nær 7 prosent i USA og nær 5 prosent i euroområdet i høst, se figur 1.3. Veksten i energiprisene bidro til halvparten av tolv månedersveksten i euroområdet. Den underliggende konsumprisveksten er på over 2,5 prosent i euroområdet, og i USA er den nær 5 prosent. De siste månedene har den underliggende prisveksten i USA, euroområdet og Storbritannia vært høyere enn anslått i forrige rapport.

Figur 1.3 Høy konsumprisvekst

Konsumpriser. Tolvmånedersvekst. Prosent



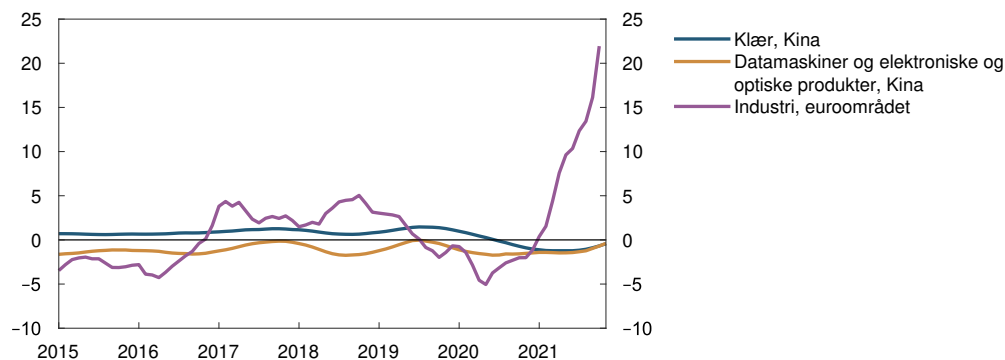
Kilde: Refinitiv Datastream

Økte produsent- og råvarepriser og høye fraktrater vil trolig bidra til høy prisvekst også neste år, se ramme på side 40. Markedsbaserte inflasjonsforventninger har steget siden septemberrapporten og indikerer forventninger om høy prisvekst neste år. De langsiktige inflasjonsforventningene synes å være relativt godt forankret rundt inflasjonsmålet både i USA og euroområdet. Vi anslår at den underliggende konsumprisveksten i USA blir 4,5 prosent i 2022, før den gradvis avtar mot 2,5 prosent. Vi anslår at prisveksten øker fra i år til neste år også i euroområdet, Sverige og Storbritannia. I euroområdet vil underliggende prisvekst trolig fortsatt bli liggende noe under inflasjonsmålet på 2 prosent. Anslaget for handelspartnerne samlet i 2022 er betydelig oppjustert fra septemberrapporten.

Veksten i produsentprisene på konsumvarer som Norge importerer (IPK), målt i utenlandsk valuta, har vært høyere enn ventet. De siste månedene har prisveksten vært særlig sterk på matvarer. Anslaget for i år og neste år er betydelig oppjustert fra forrige rapport, se tabell 1 i vedlegget. Prisfall på klær og sko og på lyd- og bildeutstyr i Kina bidrar til at prisveksten målt ved IPK er mye lavere enn samlet produsentprisvekst i store industrialiserte land, se figur 1.4.

Figur 1.4 Lav produsentprisvekst på konsumvarer i Kina

Produsentpriser. Tolvmånedersvekst. Prosent



Kilder: Refinitiv Datastream og Norges Bank

Høyere styringsrenteforventninger ute

Utsikter til høyere prisvekst det neste året har bidratt til å trekke opp styringsrenteforventningene hos våre viktigste handelspartnere siden forrige rapport. Markedsprisingen indikerer forventninger om at styringsrentene settes opp i løpet av det neste året. Styringsrenteforventningene har steget spesielt mye i USA og Storbritannia. Den britiske sentralbanken har signalisert at styringsrenten snart settes opp, og i markedet ventes renteheving i første kvartal neste år. Den amerikanske sentralbanken har redusert takten i sine aktivkjøp noe og vil gradvis redusere kjøpene ytterligere i månedene som kommer. Det er forventet renteheving i USA i andre kvartal neste år.

Langsiktige statsobligasjonsrenter er lite endret siden september, mens risikopåslagene for foretaksobligasjoner har steget litt de siste ukene. Aksjemarkedene falt markert etter de første nyhetene om omikronvarianten, men har siden steget. Aksjeindeksene hos våre nærmeste handelspartnere er høyere enn ved forrige rapport.

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 nye virusvarianter. Pandemirelaterte forstyrrelser på tilbudssiden innen både produksjon og distribusjon av varer henger tett sammen med utviklingen i smitte og smitteverntiltak. Det gjør trolig også forhold på etterspørselssiden, særlig i hvilken grad etterspørselen vil vris fra varer tilbake til tjenester. Omfanget og varigheten av disse pandemirelaterte forholdene på både tilbuds- og etterspørselssiden og konsekvensene for vekst og inflasjon internasjonalt er svært usikre. Blant annet er det en risiko for at inflasjonen holder seg høy lenger enn vi nå ser for oss samtidig som aktiviteten dempes av økt koronasmitte og strengere smitteverntiltak enn vi legger til grunn.

REKORDHØYE GASS- OG KRAFTPRISER, MEN LITE ENDRET OLJEPRIS

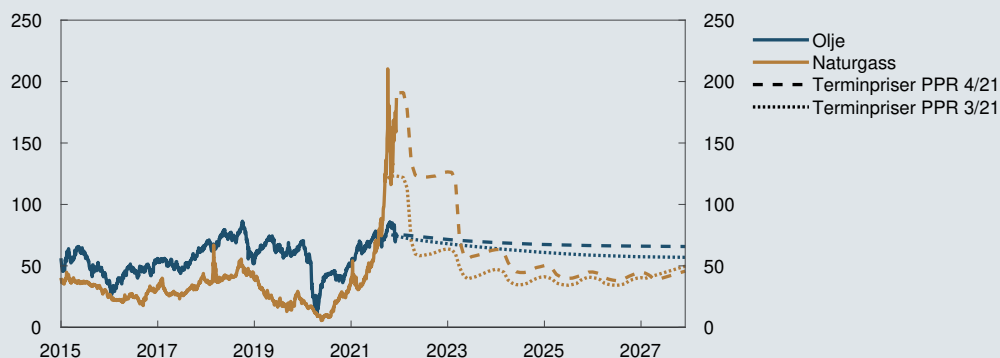
Energiprisene vil kunne variere mye fremover. Smittespredning, vintervær, oljeproduksjonen i OPEC-pluss¹ og gasseksporten fra Russland vil ha stor betydning. I tillegg er klima- og energipolitikken viktig, blant annet for prisen på utslippskvoter, for nedbygging av kjerne- og kullkraft og for satsing på fornybar kraft. Nedenfor beskriver vi utviklingen i prisene for olje, gass og kraft siden septemberrapporten og hva fremtidsprisene – som vi legger til grunn for våre anslag – indikerer for utviklingen fremover.

Etter å ha steget til over 80 dollar per fat, falt oljeprisen markert i slutten av november etter nyheten om omikronvarianten av koronaviruset. Oljeprisen er nå rundt 75 dollar, som er lite endret siden forrige rapport, se figur 1.A. I begynnelsen av desember besluttet OPEC-pluss å øke produksjonen videre fra januar 2022. Det var i samsvar med planen om å gradvis reversere produksjonskuttene som ble innført i 2020. I tillegg til denne produksjonsøkningen har USA og flere andre land annonsert en omfattende bruk av strategiske oljereserver. Oljeprisen holdes oppe blant annet fordi rekordhøye gasspriser fører til økt oljeetterspørsel i en del land. Det har dessuten vært lite fremgang i forhandlingene mellom USA og Iran om en atomavtale, som trolig innebærer at mer oljeeksport fra Iran skyves ut i tid.

Fremtidsprisene for olje indikerer et videre moderat fall i prisen, se figur 1.A. Etter den markerte oppgangen siden andre halvår 2020, kan veksten i globalt oljeforbruk avta fremover, spesielt hvis smittespredningen øker. Samtidig kan oljeproduksjonen i land utenfor OPEC-pluss ta seg opp den nærmeste tiden. Fremtidsprisene noe ut i tid er imidlertid høyere enn lagt til grunn i septemberrapporten. Det kan reflektere at reduserte investeringer i ny produksjonskapasitet etter hvert kan gjøre at veksten i tilbudet av olje blir lavere enn veksten i etterspørselen.

Europeisk gasspris er rekordhøy og ventes å forbli høy over vinteren, se figur 1.A. Omregnet til samme energienhet som olje, var prisen i midten av desember rundt 180 dollar per fat. Det er betydelig høyere enn i rapporten i september. Gasslagrene i Europa er lave og gassforbruket i kraftsektoren og til oppvarming øker om vinteren. Samtidig vedvarer usikkerheten rundt gassimporten til Europa fra Russland, spesielt knyttet til

Figur 1.A Gassprisen har økt, mens oljeprisen er lite endret
USD/fat



Kilder: Refinitiv Datastream og Norges Bank

¹ OPEC-pluss består av 13 OPEC-land og 10 land utenfor OPEC. Saudi-Arabia og Russland (som representant for landene utenfor OPEC) fremstår som særlig sentrale aktører i avtalen. Tre av OPEC-landene er unntatt fra produksjonsbegrensninger.

striden om den nye gassrørledningen mellom Russland og Tyskland. I tillegg har importen av flytende gass (LNG) til Europa blitt dyrere som følge av økt etterspørsel i Asia.

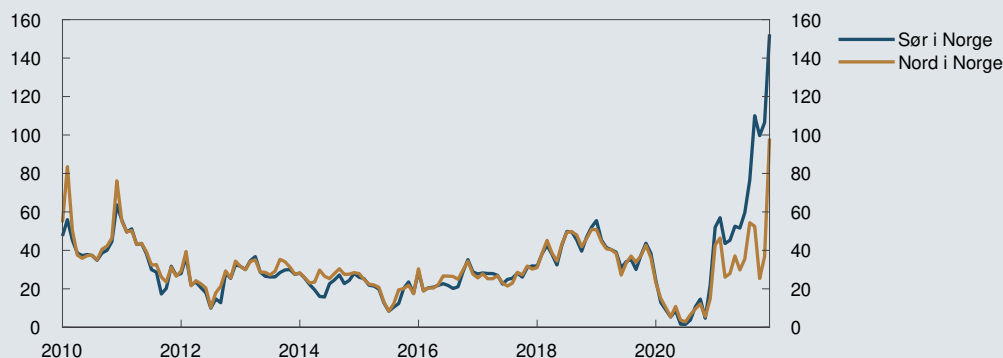
Fremtidsprisene for europeisk gass indikerer et markert fall frem mot sommeren 2022. Det kan gjenspeile at gassimporten fra Russland kan øke og at gassforbruket er lavere om sommeren. Fremtidsprisene indikerer likevel at gassprisen i Europa kan bli høyere enn lagt til grunn i forrige rapport. Det innebærer også at gassprisen vil bli høyere enn i de siste årene. Produksjonen av gass i Europa vil reduseres ytterligere fremover. Samtidig bygges kull- og kjernekraft raskere ned enn ny fornybar energi som vind- og solkraft bygges opp. Europa blir da mer avhengig av gassimport samtidig som etterspørselen etter gass i andre regioner ventes å holde seg oppe.

En beregnet pris på norsk petroleumseksport – et vektet gjennomsnitt av oljeprisen og europeisk gasspris – er nå på toppnivåer fra perioden 2011–2013. Utsikter til høyere priser og økt produksjon fremover tilsier at eksportverdien og skatteinntangen fra petroleumsektoren kan bli markert høyere de nærmeste årene enn de foregående årene.

Kraftprisen i Norge har steget videre og var rekordhøy i midten av desember, se figur 1.B. Prisene har også steget i Midt- og Nord-Norge, men de er fortsatt lavere enn prisene sør i Norge. Høye kraftpriser i Norge skyldes en kald start på vinteren med høyt kraftforbruk, tidvis lite vindkraftproduksjon og fortsatt lav fyllingsgrad i vannmagasinene. De høye prisene gjenspeiler også høye priser i Nederland, Tyskland og Storbritannia.²

Kraftprisene på kontinentet og i Storbritannia nådde nye rekordnivåer i midten av desember, se figur 1.C. Oppgangen skyldes særlig økningen i gassprisen og ytterligere økning i prisen på utslipp i det europeiske kvotehandlingssystemet (EU ETS), se figur 1.D. I tillegg har det tidvis vært kaldt vær og lite vind, som øker kraftforbruket og begrenser produksjonen av vindkraft.

Figur 1.B Kraftprisene nord i Norge har også økt, men er lavere enn sør i Norge
Øre/kWh



Kilder: Refinitiv Datastream og Norges Bank

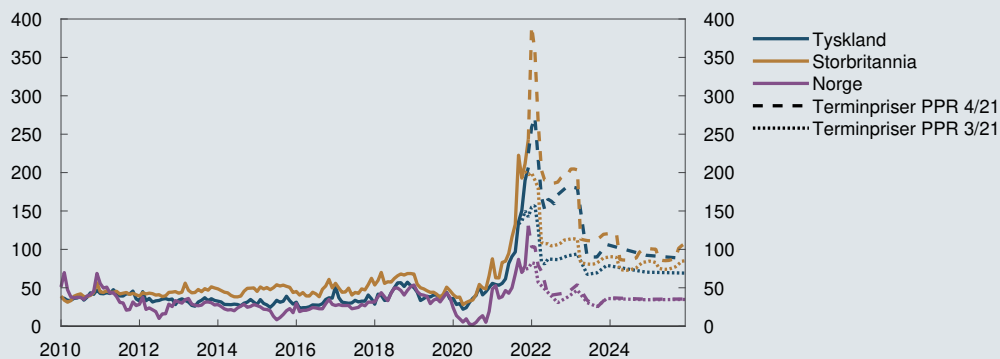
² Norge har kraftkabler både til Tyskland, Nederland og Storbritannia. Kraftprisene mellom disse landene vil kunne variere avhengig av overføringskapasitet i nett og kabler, tilsvarende som mellom ulike regioner i Norge og i Norden. Felles for Tyskland, Nederland og Storbritannia er at kraftprisen ofte bestemmes av kostnadene for gass- og kullkraftverk, og mer når produksjonen av vindkraft er lav. Prisen på utslippkvoter inngår i kostnadene for gass- og kullkraftverk. Om utviklingen i kraftprisene, se rammen «Rekordhøye priser på gass og elektrisk kraft» på side 41 i *Pengepolitisk Rapport 3/21* og Winje, P. (2021) «Kraftprisene har skutt i været – vil prisene fremover bli høyere enn vi er vant til?». Innlegg publisert på Bankplassen blogg 29. september 2021.

Fremtidsprisene for nordisk kraft indikerer at prisen i Norge kan holde seg høy gjennom vinteren og høyere enn lagt til grunn i septemberrapporten.³ Med oppgang i kraftforbruket utover vinteren kan Norge måtte importere kraft fra kontinentet til høye priser for å opprettholde krafteksporten fra Norge til Storbritannia, der kraftprisen er enda høyere. Fremtidsprisene indikerer imidlertid at kraftprisen i Norge vil falle markert frem mot sommeren 2022, i tråd med det vanlige sesongmønsteret og forventninger om mer normal fyllingsgrad i vannmagasinene. Fremtidsprisene for europeisk kraft faller også markert. Det gjenspeiler først og fremst fallet i fremtidsprisene for gass, se over.

Fremtidsprisene indikerer at den norske kraftprisen vil kunne falle tilbake til et historisk gjennomsnitt i 2023, se figur 1.B. På kontinentet og i Storbritannia indikerer fremtidsprisene høyere priser fremover enn tidligere. Det må særlig ses i sammenheng med oppgangen i fremtidsprisene for gass og utslippskvoter.

Figur 1.C Kraftprisene har økt

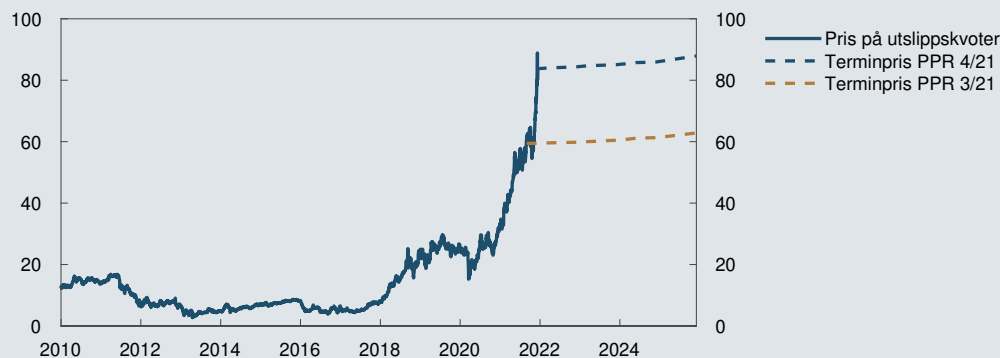
Øre/kWh



Kilder: Refinitiv Datastream og Norges Bank

Figur 1.D Prisen på utslippskvoter har økt videre

Euro/tonn



Kilde: Refinitiv Datastream

³ Vi bruker fremtidsprisen for nordisk kraft som anslag for den norske kraftprisen fremover. Det eksisterer finansielle kontrakter for de enkelte prisregionene i Norge (såkalte Electricity Price Area Differential (EPADs)). Sammen med fremtidsprisen for nordisk kraft kan disse EPADs antyde en gjennomsnittlig kraftpris for Norge høyere enn fremtidsprisen for nordisk kraft alene indikerer. Omsetningen EPADs er imidlertid begrenset.

2 Finansielle forhold

Etter at styringsrenten ble satt opp i september, har bankene økt boliglånsrentene fra historisk lave nivåer. Pengemarkedspåslaget har steget litt de siste månedene, men ser ut til å bli lavere fremover enn tidligere lagt til grunn. Vi venter at økt styringsrente vil føre til høyere utlånsrenter i årene som kommer.

Kronekursen har svekket seg som følge av økt smitte og nyheten om en ny virusvariant og er svakere enn anslått. Fremover anslår vi at kronen styrker seg.

2.1 Rentene

Høyere boliglånsrente

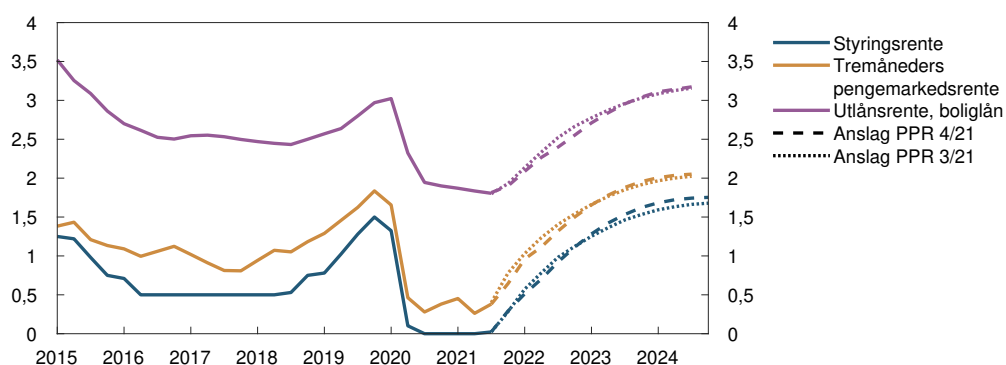
Da styringsrenten ble satt opp fra null prosent i september, hadde utlånsrenten på boliglån ligget nær 1,8 prosent over lengre tid, se figur 2.1.

Ved utgangen av oktober var gjennomsnittlig boliglånsrente fortsatt nær 1,8 prosent. Det var som anslått i forrige rapport. Kort tid etter at styringsrenten ble hevet, varslet de største bankene at de ville øke boliglånsrentene med inntil 0,25 prosentenheter. For eksisterende lån er det en varslingsfrist på seks uker, og renteøkningene har hatt virkning fra november.

I årene fremover venter vi at boliglånsrenten vil øke, men noe mindre enn økningen i styringsrenten. Vi legger til grunn at utlånsmarginen, det vil si forskjellen mellom bankenes boliglånsrente og renten i pengemarkedet, faller tilbake mot nivåene fra før pandemien. Utlånsmarginen økte i fjor vår da rentene på boliglån falt mindre enn styringsrenten. I 2024 anslår vi at boliglånsrentene vil være 3,1 prosent. Anslagene for boliglånsrenten er lite endret fra forrige rapport.

Figur 2.1 Utsikter til høyere utlånsrenter

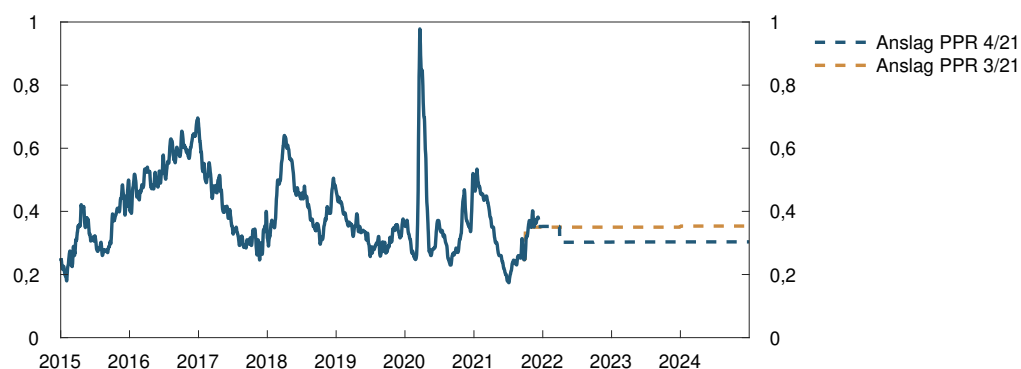
Prosent



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 2.2 Lavere anslag for pengemarkedspåslaget

Prosentenheter



Kilder: Refinitiv Datastream og Norges Bank

Lavere anslag for pengemarkedspåslaget

Tremåneders pengemarkedsrente, Nibor, har økt siden forrige rapport. Nibor uttrykker markedets forventning til styringsrenten de neste tre månedene og et risikopåslag, ofte omtalt som pengemarkedspåslaget.

Siden forrige rapport har Nibor økt ettersom den forventede rentehevingen i desember kom nærmere i tid. Samtidig har pengemarkedspåslaget økt med om lag 0,1 prosentenheter, til nær 0,35 prosentenheter, og er nå om lag som anslått, se figur 2.2.

Vi anslår at pengemarkedspåslaget blir liggende nær dagens nivå, for så å avta til 0,3 prosentenheter mot sommeren som følge av høyere strukturell likviditet¹. Ifølge statsbudsjettet for 2022 planlegger staten å tilbakeføre 70 milliarder kroner fra sin konto i Norges Bank til Statens pensjonsfond utland (SPU) i løpet av neste år, se mer informasjon i boks på side 21. Tilbakeføringen vil gi en økning i strukturell likviditet, som isolert sett tilsier mindre knapphet på kroner og dermed lavere påslag i pengemarkedet.

Renteforventningene har svingt en del siden september, men var ved skjæringsdatoen for denne rapporten, 10. desember, om lag uendret fra forrige rapport og lavere enn prognosen for styringsrenten i denne rapporten (se figur 4.5). Langsiktige renter er samlet sett lite endret siden september, se figur 2.3. Utviklingen i norske rentemarkeder har i stor grad fulgt utviklingen i internasjonale renter, men reaksjonen på den nye virusvarianten har vært større hjemme enn ute. Utviklingen i de internasjonale aksjemarkedene har vært blandet, men hovedindeksen på Oslo Børs har steget siden september.

Økte renter for foretakene

Renten på bankenes utlån til foretak er som regel knyttet til tremåneders pengemarkedsrente, og har økt siden forrige rapport. Det samme gjelder renten på foretakenes lån i obligasjonsmarkedet. Risikopåslagene i obligasjonsmarkedet har økt litt siden september, men er fortsatt lave.

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

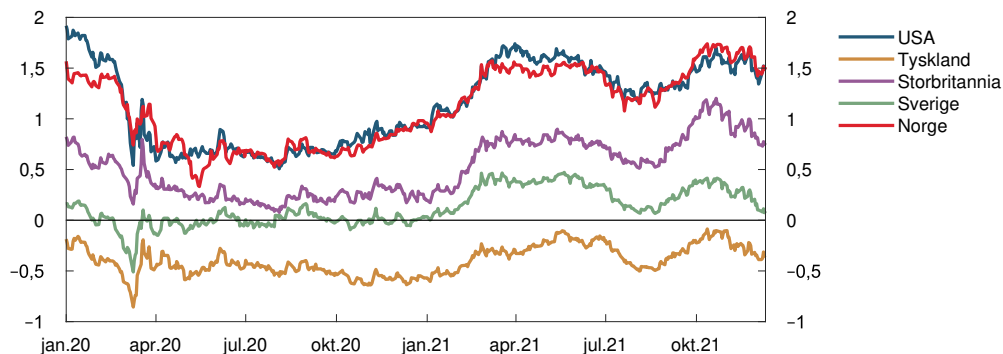
Tilbakeføring av 70 milliarder kroner fra statens konto

Ifølge Statsbudsjettet for 2022 planlegger staten å tilbakeføre 70 milliarder kroner fra sin konto i Norges Bank til Statens pensjonsfond utland (SPU) i løpet av neste år.¹ Tilbakeføringen endrer ikke statens pengebruk, bare hvordan statens utgifter finansieres. I praksis skjer dette ved å trekke 70 milliarder kroner fra statens kontantbeholdning, slik at mindre av oljekorrigert underskudd dekkes av inntekter fra petroleumsvirksomheten og overføringer fra fondet. Tilbakeføringen vil spres jevnt over året og beregnes inn når finansdepartementet beslutter de månedlige overføringene til eller fra SPU. Avhengig av utviklingen i kontantstrømmene, medfører tilbakeføringen enten redusert behov for overføringer fra SPU eller større overføringer til SPU. Uansett vil det være behov for å veksele 70 milliarder kroner mindre utenlandsk valuta til norske kroner til neste år. Valutavekslingene, som gjennomføres av Norges Bank på vegne av staten, trekker inn igjen likviditet som blir tilført banksystemet gjennom statens pengebruk over budsjettet. Når vekslingene er mindre enn offentlig pengebruk tilsier, betyr dette at strukturell likviditet i banksystemet til neste år gradvis vil øke og ved slutten av året ligge 70 milliarder kroner høyere enn den ellers ville gjort.

¹ For mer informasjon om tilbakeføring fra statens kontantbeholdning til Statens pensjonsfond utland, se avsnitt 8.4 i Statsbudsjettet 2022.

Figur 2.3 Langsiktige renter er lite endret

Renter på tiårs statsobligasjoner i utvalgte land. Prosent



Kilde: Bloomberg

2.2 Kronekursen

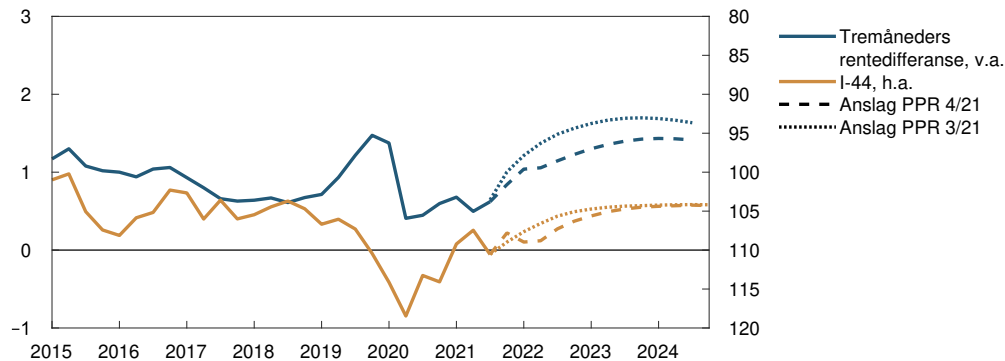
Svakere kronekurs enn ved forrige rapport

Kronekursen, målt ved den importveide kursindeksen I-44, styrket seg i perioden etter publiseringen av forrige rapport, samtidig som olje- og gassprisene økte markert. Økt smitte og usikkerhet om den nye virusvarianten har siden ført til en svakere krone. Kronekursen er nå svakere enn i september, og svakere enn anslaget i forrige rapport, men gjennomsnittet for fjerde kvartal ser ut til å bli noe sterkere enn anslått.

Vi anslår at kronekursen vil bli liggende nær dagens nivå den nærmeste tiden, for deretter å styrke seg, se figur 2.4. Den anslåtte kronestyrkingen har sammenheng med en antakelse om at usikkerheten knyttet til pandemien etter hvert avtar. Gradvis høyere rentedifferanse mot våre viktigste handelspartnere trekker i samme retning. Høyere

Figur 2.4 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

renteforventninger internasjonalt har bidratt til at rentedifferansen mot våre viktigste handelspartnere har avtatt, og anslagene for kronkursen er litt svakere enn i forrige rapport.

Det er fortsatt stor usikkerhet om den videre utviklingen i kronkursen. Usikkerheten knyttet til det videre forløpet for pandemien kan gi store utslag i internasjonale finansmarkeder, også for kronkursen. Dersom konsekvensene av den nye virusvarianten blir mindre enn fryktet, vil usikkerheten kunne avta og kronkursen kunne styrkes. Skulle derimot virkningene av den nye virusvarianten bli større eller mer langvarige enn lagt til grunn, kan kronkursen holde seg svakere enn anslått.

3 Norsk økonomi

Oppgangen i norsk økonomi har fortsatt. Aktiviteten steg markert i tredje kvartal og arbeidsledigheten falt videre. Økt smittespredning og omfattende smitteverntiltak ventes å bremse aktiviteten den nærmeste tiden. Når smitten etter hvert avtar og tiltakene lettes på, vil den økonomiske oppgangen trolig fortsette og arbeidsledigheten avta.

Høye energipriser har bidratt til en markert oppgang i prisveksten. Ser vi bort fra endringer i energipriser og avgifter, er prisveksten lavere enn inflasjonsmålet på 2 prosent. Stigende lønnsvekst og høyere prisvekst på de varene vi importerer vil trolig løfte den underliggende inflasjonen fremover. Vi anslår at prisstigningen vil være nær 2 prosent i slutten av 2024.

3.1 Den økonomiske utviklingen

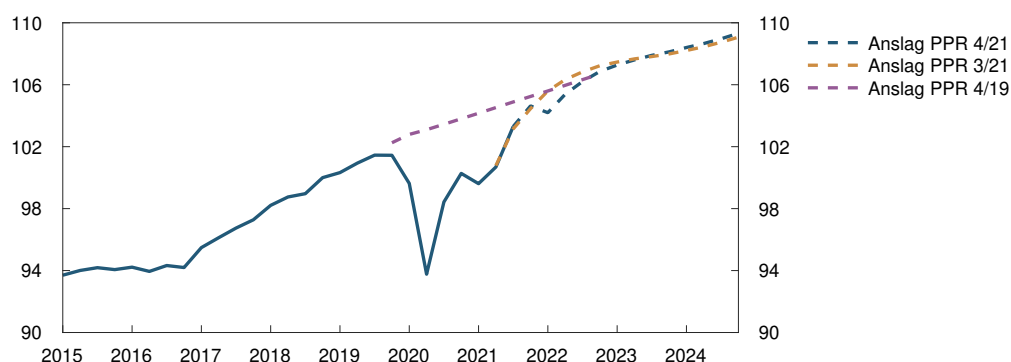
Økt smitte og strengere smitteverntiltak bremser veksten

Siden koronapandemien brøt ut våren 2020 har aktiviteten i norsk økonomi og antallet arbeidsledige 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, og i slutten av september ble de fleste tiltakene avviklet. Gjenåpningen av samfunnet førte til en markert oppgang i norsk økonomi, og i tredje kvartal steg BNP for Fastlands-Norge med 2,6 prosent, se figur 3.1. I oktober var aktiviteten om lag uendret.

Den siste tiden har smitten igjen steget, og antall sykehusinnleggelses har økt. Spredningen av den nye virusvarianten omikron bidrar til økt usikkerhet om det videre pandemiforløpet. Det er gjeninnført omfattende nasjonale og lokale smitteverntiltak. Det vil trolig gi et fall i aktiviteten i første kvartal neste år, og føre til at arbeidsledigheten stiger i desember og januar. Se ramme på side 38 for en omtale av hva vi legger til grunn om pandemiutviklingen fremover.

Figur 3.1 Aktiviteten har steget markert

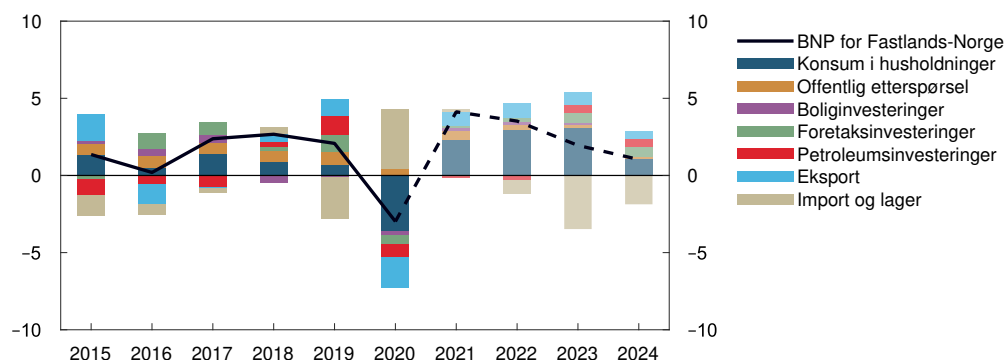
BNP for Fastlands-Norge. Sesongjustert. Indeks. 4. kv. 2018 = 100



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 3.2 Husholdningenes konsum løfter veksten fremover

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



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Økt smittespredning og gjeninnføring av smitteverntiltak ventes særlig å ramme tjenesteyting overfor husholdningene som kultur, underholdning, overnatting og servering. Etter å ha hentet seg betydelig inn i høst, anslås aktiviteten i disse næringene å falle markert i desember og januar. Prognosene i denne rapporten er basert på en antakelse om at smitteverntiltakene gradvis reverseres gjennom første kvartal neste år. Utover våren venter vi at veksten igjen tar seg opp, i hovedsak drevet av de næringene som nå rammes av strenge smitteverntiltak.

Flere bedrifter i Norges Banks regionale nettverk rapporterte i november om en sterk oppgang i kapasitetsutnyttningen og at mangel på arbeidskraft og forsinkelser i globale verdikjeder begrenser produksjonen noe. Vi legger til grunn at også det vil bidra til å dempe veksten. For nærmere omtale, se ramme på side 40.

Samlet anslår vi en årsvekst i BNP for Fastlands-Norge på 4,1 prosent i år, og 3,5 prosent til neste år. Vi venter at veksten avtar gradvis utover i prognoseperioden, se figur 3.2. Anslaget for husholdningenes konsum i 2022 er nedjustert og bidrar dermed mindre til å løfte veksten enn tidligere anslått. Det er likevel gjeninnhenting i husholdningenes konsum fra våren neste år som gir det største bidraget til BNP-veksten i prognosene. Økt eksport er også ventet å løfte aktiviteten de neste årene. I 2023 og 2024 venter vi at investeringsveksten tiltar både i fastlandsbedriftene og petroleumsindustrien.

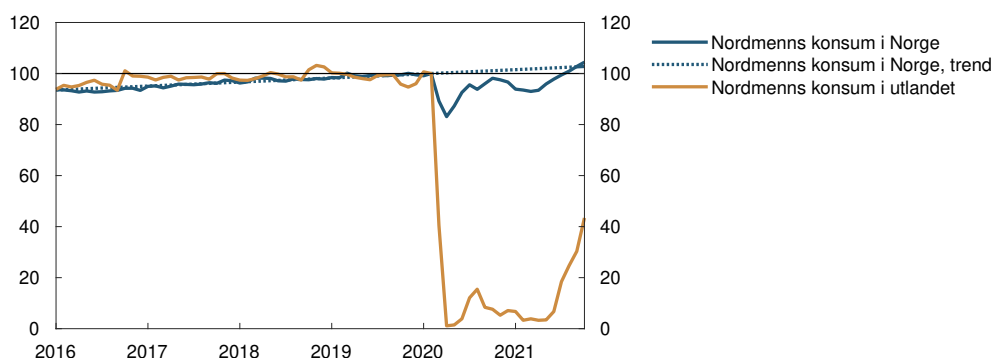
Det er usikkerhet knyttet til den økonomiske utviklingen. Dersom antall smittede og innlagte fortsetter å stige, kan det innføres smitteverntiltak som er mer omfattende og langvarige enn vi legger til grunn. I så fall kan den økonomiske utviklingen bli svakere enn vi anslår. Flere bedrifter i Norges Banks regionale nettverk rapporterer også om mangel på arbeidskraft og forsinkelser i leveranser, se ramme på side 40. Også dersom problemene i globale verdikjeder og mangel på arbeidskraft varer lenger enn vi anslår, kan aktiviteten bli dempet mer enn vi har lagt til grunn. På den annen side kan veksten tilta mer enn vi ser for oss hvis husholdningene bruker mer av sine oppsparte midler enn våre anslag innebærer.

Midlertidig fall i konsumet

Pandemien har lagt store begrensninger på husholdningenes forbruksmuligheter. Smitte og smitteverntiltak har særlig påvirket konsum av tjenester som restaurantbesøk og kulturopplevelser samt folks muligheter til å reise utenlands. Det har ført til at husholdningene har spart mer enn de pleier. Samtidig har de kjøpt mindre tjenester og utenlandsreiser, og mer varer enn de gjorde før pandemien. Etter hvert som samfunnet åpnet

Figur 3.3 Fortsatt lavt konsum i utlandet

Konsum i norske husholdninger og ideelle organisasjoner. Indeks. Februar 2020 = 100



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

mer og mer opp, økte husholdningenes konsum betydelig. Etter god vekst i andre kvartal fortsatte gjeninnhentingene over sommeren, og i tredje kvartal økte husholdningenes konsum med 6 prosent. I oktober var nordmenns etterspørsel i Norge klart høyere enn nivået fra før pandemien, mens nordmenns konsum i utlandet fortsatt var 60 prosent lavere, se figur 3.3.

Korttransaksjonsdata for en stor andel av befolkningen indikerer at nivået på vare- og tjenestekonsumet holdt seg høyt i november, men har avtatt litt i desember. De neste månedene venter vi at den økte smitten og gjeninnføringen av smitteverntiltak vil føre til et fall i tjenestekonsumet. Det er særlig konsumet av overnattings- og serverings-tjenester, samt kultur- og fritidstjenester som ventes å falle. Økt smitte og gjeninnføring av enkelte reiserestriksjoner vil trolig også bidra til at nordmenns konsum i utlandet faller i vinter, etter å ha økt markert i høst. Begrensede forbruksmuligheter og mer tid hjemme bidrar trolig til at varekonsumet tar seg opp. Samlet anslår vi et markert fall i husholdningenes konsum i første kvartal.

Vi venter at de fleste smitteverntiltakene avvikles mot slutten av første kvartal og at tjenestekonsumet igjen tiltar utover våren. Tjenestekonsumet var høyere enn før pandemien i oktober og ventes å være tilbake igjen på dette nivået mot sommeren neste år. Oppmyking av reiserestriksjoner og redusert smitte internasjonalt vil trolig gi økt utenlandskonsum utover i 2022. I takt med at smitteverntiltakene avvikles og konsumet av tjenester og utenlandsreiser tar seg opp, venter vi at vridningen mot kjøp av varer reverseres, og at varekonsumet avtar.

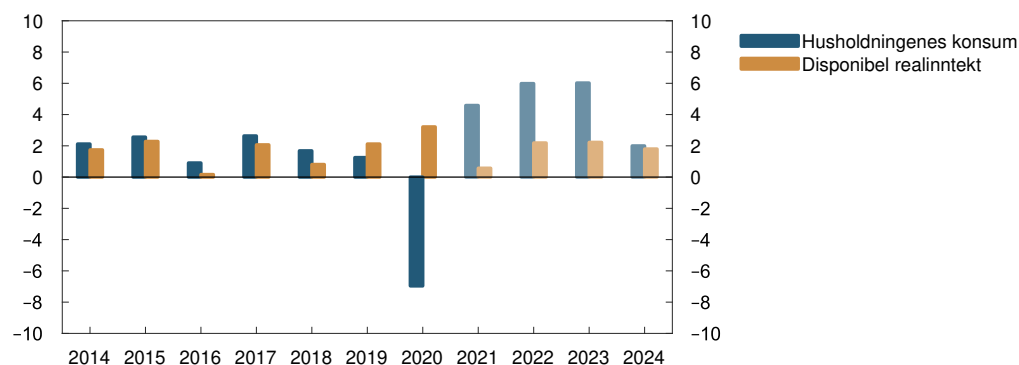
Strømprisene har økt markert i høst og det er utsikter til at de holder seg høye frem til våren neste år, se ramme på side 16. Prisøkningen bidrar til å trekke ned disponibel realinntekt i år og starten av neste år, selv om regjeringens strømstøtteordning reduserer noe av effekten av høye strømpriser på disponibel realinntekt. Utsikter til høyere rentekostnader og mindre overføringer fra det offentlige demper veksten i årene fremover. Husholdningenes disponible realinntekt ventes likevel å øke som følge av høyere lønnsinntekter. Samlet trekker økt disponibel realinntekt og høy sparing under pandemien i retning av økt konsum fremover. Vi anslår at konsumet øker med om lag 6 prosent til neste år, og at veksten deretter avtar gradvis utover i prognoseperioden, se figur 3.4.

Boliginvesteringene dempes av høye byggekostnader

Boliginvesteringene falt i tredje kvartal og var betydelig lavere enn anslått i forrige rapport. Den svake utviklingen skyldes trolig at byggekostnader for boliger har økt

Figur 3.4 Utsikter til sterk konsumvekst de neste årene

Årsvekst. Prosent



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

markert gjennom 2021, se ramme på side 40. Den siste tiden har trelastpriser falt internasjonalt, og vi venter at byggekostnadene også her hjemme faller tilbake til mer normale nivåer i løpet av neste år. Vi legger til grunn at de høye byggekostnadene har ført til at mange byggeprosjekter er utsatt, men at de vil gjennomføres neste år. Vi anslår at boliginvesteringene øker de neste årene.

Etter å ha steget markert gjennom fjoråret har boligprisveksten vært mer moderat siden april i år. Fremover anslår vi moderat boligprisvekst. Se kapittel 5 for en nærmere omtale av utviklingen i boligmarkedet.

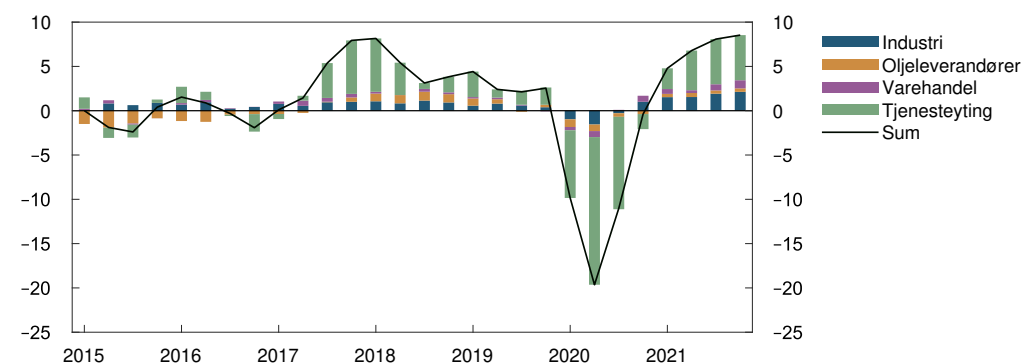
Oppgang i foretaksinvesteringene

Investeringene i fastlandsbedriftene falt markert i 2020, men hentet seg noe inn igjen mot slutten av fjoråret og i vår. I tredje kvartal falt investeringene igjen, men revisjoner av nasjonalregnskapstall gjør at nivået på foretaksinvesteringene likevel er høyere enn anslått i forrige rapport.

Bedriftene i Norges Banks regionale nettverk planla i november høyere investeringer de neste tolv månedene, se figur 3.5. I tråd med investeringstillingen til Statistisk sentralbyrå venter vi at industriinvesteringene øker markert til neste år, mens kraftinvesteringene avtar. Høye priser på investeringsvarer, som følge av forstyrrelser i internasjonale verdi-

Figur 3.5 Bedriftene planlegger å øke investeringene

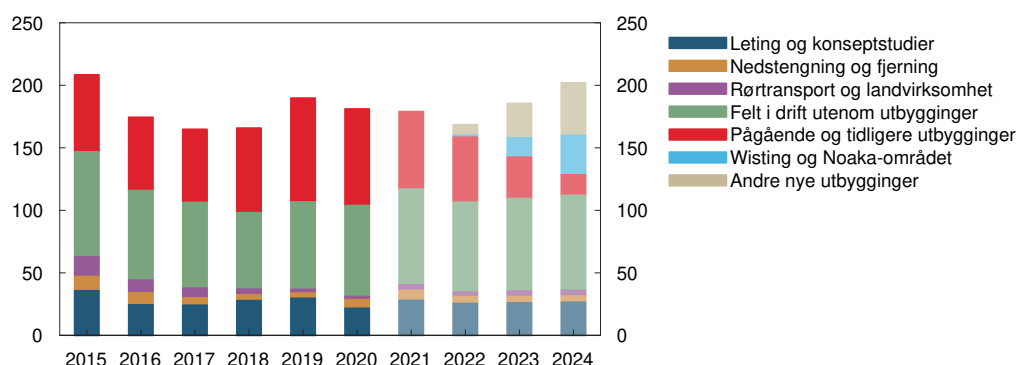
Forventede endringer i investeringer neste 12 måneder. Prosent



Kilde: Norges Bank

Figur 3.6 Petroleumsinvesteringene faller i 2022

Petroleumsinvesteringer. Faste 2021-priser. Mrd. kroner



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

kjeder, bidrar trolig til å dempe veksten noe. Samlet anslår vi en vekst i foretaksinvesteringene på 2,2 prosent til neste år.

For årene fremover venter vi at veksten i investeringene tiltar. Anslagene gjenspeiler at vi venter god vekst i tjenesteinvesteringene og økte investeringer innen batterier, hydrogen og karbonfangst og -lagring. Høyere kapasitetsutnyttning i norsk økonomi og bedret lønnsomhet i bedriftene taler også for fortsatt vekst i foretaksinvesteringene.

Virusutbruddet, lavere olje- og gasspris og økt usikkerhet bidro til at petroleumsinvesteringene falt i 2020. Nedgangen ble dempet av de midlertidige skatteendringene for oljeselskapene som ble vedtatt i juni i fjor. Vi anslår et videre fall i investeringene i 2021 og 2022, se figur 3.6, til tross for at skatteendringene trekker i retning av høyere investeringer og at olje- og gassprisene har økt markert siden midten av 2020. Anslagene gjenspeiler at flere store prosjekter slutføres i perioden 2020–2022, samtidig som oljeselskapene har satt i gang relativt få utbygginger de to siste årene.

De midlertidige skatteendringene gir oljeselskapene sterke insentiver til å starte utbyggingssjekter 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.

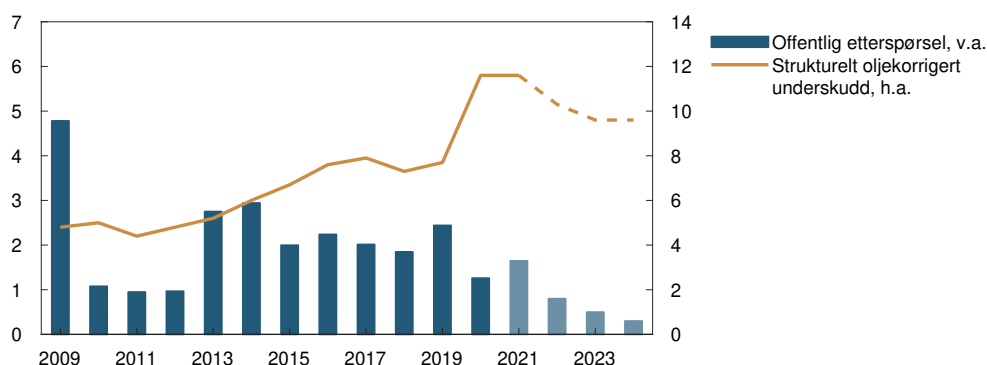
Høyere eksport neste år

Eksporten fra Fastlands-Norge økte markert i tredje kvartal, blant annet som følge av sterk vekst i fiskeeksporten og turisme til Norge. Den nærmeste tiden vil trolig stigende smitte og gjeninnføringen av smitteverntiltak både i Norge og internasjonalt dempe eksporten som følge av mindre reising og lavere etterspørsel hos handelspartnerne. Utover neste år venter vi at økende aktivitet hos handelspartnerne bidrar til at eksporten igjen tar seg opp. Økt turisme til Norge anslås også å løfte eksporten fra sommeren neste år. Sterkere kronekurs utover i prognoseperioden trekker i motsatt retning.

Importen har i likhet med eksporten vært påvirket av endringer i reisevirksomhet under pandemien. I høst tok imidlertid nordmenns kjøp i utlandet seg markert opp. Økt smitte og smitteverntiltak bidrar trolig til at importen faller igjen i første kvartal neste år. Videre fremover anslår vi en oppgang i importen, i takt med at innenlandsk etterspørsel øker og reiseaktiviteten tar seg opp.

Figur 3.7 Lavere vekst i offentlig etterspørsel

Offentlig etterspørsel. Årlig vekst. Strukturelt oljekorrigert budsjettunderskudd. Andel av trend-BNP. Prosent



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Gjeninnføring av finanspolitiske støttetiltak

Gjennom pandemien har det vært brukt omfattende finanspolitiske tiltak for å dempe de økonomiske konsekvensene av virusutbruddet og smitteverntiltak. Mange av støtteordningene ble planlagt faset ut i løpet av året. I forbindelse med innføringen av smitteverntiltak nå i desember er det gjeninnført en rekke finanspolitiske støttetiltak. Blant annet er kompensasjonsordningen for bedriftene tatt opp igjen med noen justeringer. De midlertidige ordningene for ledige og permitterte er forlenget, og det arbeides med en lønnsstøtteordning til bedrifter. Kommunene skal også kompenseres for tap av inntekter og økte utgifter knyttet til pandemien. De økonomiske støtteordningene bidrar til å holde husholdningenes inntekter oppe og bedre lønnsomheten i næringslivet, slik at etterspørselen raskt vil kunne ta seg opp igjen og sysselsettingen øke når tiltakene etter hvert lettes på.

Sammen med regjeringens strømsstøtte til husholdningene vil koronatiltakene bidra til at det strukturelle, oljekorrigerte underskuddet blir større enn signalisert i forslaget til statsbudsjett for 2022. Vi legger til grunn at underskuddet vil avta fra 11,6 prosent av trend-BNP i år til 10,3 prosent neste år. Anslaget for det strukturelle oljekorrigerte underskuddet for 2022 er dermed oppjustert sammenlignet med forrige rapport.

I 2023 legger vi til grunn at støttetiltakene er faset ut og at underskuddet reduseres til 9,6 prosent av trend-BNP. I 2024 legger vi til grunn en nøytral innretning av finanspolitikken og at underskuddet holder seg stabilt som andel av trend-BNP, se figur 3.7. Det vil innebære lav vekst i offentlig etterspørsel.

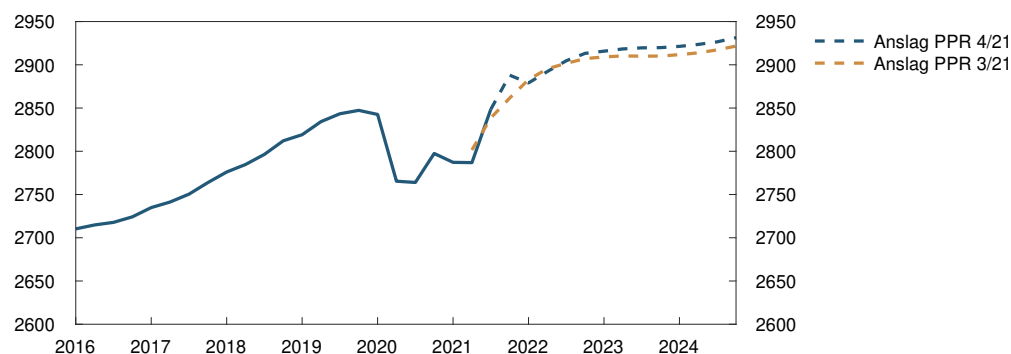
Litt høyere arbeidsledighet den nærmeste tiden

Antall sysselsatte fortsatte å øke i tredje kvartal, og kom opp igjen til samme nivå som ved utgangen av 2019, se figur 3.8. Samtidig har arbeidsledigheten avtatt videre i høst. Arbeidsmarkedet har utviklet seg sterkere enn ventet i forrige rapport.

Ved utgangen av november var det rundt 65 000 helt ledige, som utgjør 2,3 prosent av arbeidsstyrken, justert for normale sesongvariasjoner. Det var dermed om lag like mange arbeidsledige i november som før pandemien, se figur 3.9. Den ordinære arbeidsledigheten var lavere enn før pandemien, mens det fremdeles var flere permitterte. I takt med nedgangen i ledigheten den siste tiden har det også blitt færre langtidsledige. Men fortsatt har mange vært ledige lenge, og nær en tredel av de ledige har søkt arbeid helt siden nedstengingen i fjor.

Figur 3.8 Sysselsettingen har tatt seg markert opp

Antall i tusen



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

De siste månedene har sysselsettingen økt mer enn ledigheten har falt. Det gjenspeiler at flere som har stått utenfor arbeidsmarkedet, har kommet i jobb.

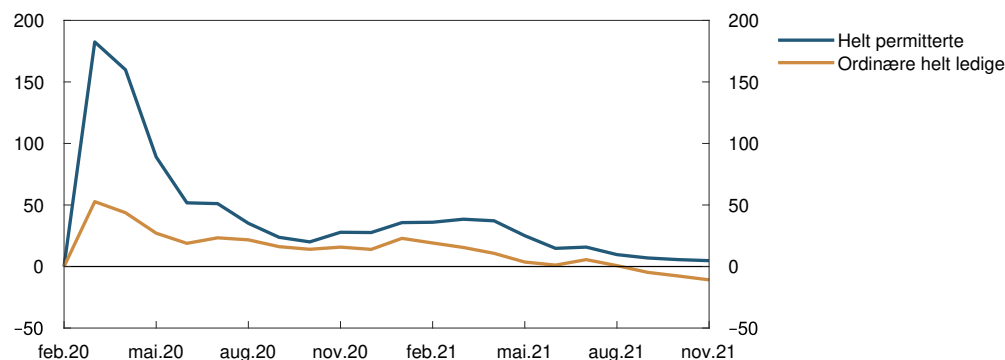
Gjeninnføringen av smitteverntiltak bidrar trolig til at ledigheten øker de nærmeste månedene. Så langt i desember har antall permitteringsvarsler steget betydelig, og i uke 49 ble 5 500 permitteringsvarsler sendt ut. Vi ser for oss at oppgangen i ledigheten i hovedsak vil komme i næringer som rammes direkte av smitteverntiltakene. Det gjelder særlig reiseliv og transport og andre serviceyrker. Regjeringens varslede ordning for lønnsstøtte til bedrifter som rammes av smitteverntiltak, kan bidra til å dempe oppgangen i ledighet noe. Samlet anslår vi at den sesongjusterte arbeidsledigheten når en topp på om lag 3 prosent i januar, se figur 3.10.

Etter hvert som aktiviteten i økonomien tiltar igjen gjennom neste år, venter vi at også arbeidsledigheten vil avta. I løpet av 2023 anslår vi at ledigheten faller til 2 prosent, og blir værende omkring det nivået ut prognoseperioden.

Økt smitte og tiltak bidrar trolig til at sysselsettingen faller litt i starten av neste år. Høyere aktivitet utover våren ventes deretter å bidra til at sysselsettingen igjen øker og kommer litt over nivået fra før pandemien i løpet av 2022. Vi anslår at sysselsettingen deretter stabiliserer seg på et høyt nivå. Antall lønnskostnader på korttidsopphold ventes å holde seg lavt i starten av neste år, men vi legger til grunn at antallet deretter øker gradvis, før det når nivået fra før pandemien ved utgangen av 2023.

Figur 3.9 Arbeidsledigheten har falt

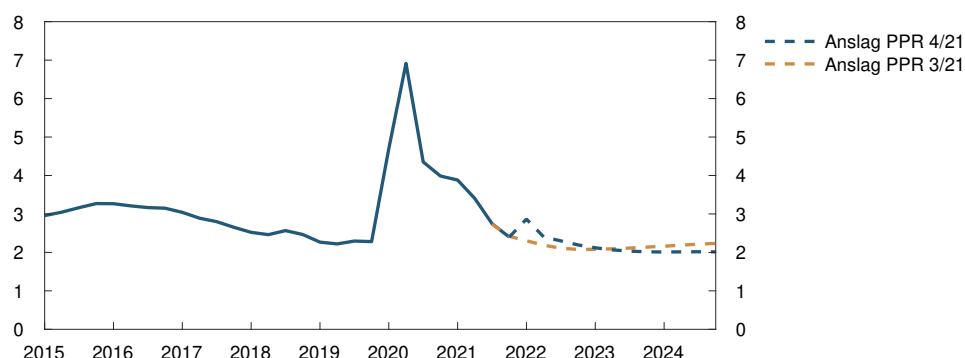
Antall helt permitterte. I tusen. Endring fra februar 2020



Kilde: NAV

Figur 3.10 Høyere ledighet gjennom vinteren

Registrert ledighet som andel av arbeidsstyrken. Sesongjustert. Prosent



Kilder: NAV og Norges Bank

Dårligere samsvar mellom tilgjengelig og etterspurt arbeidskraft

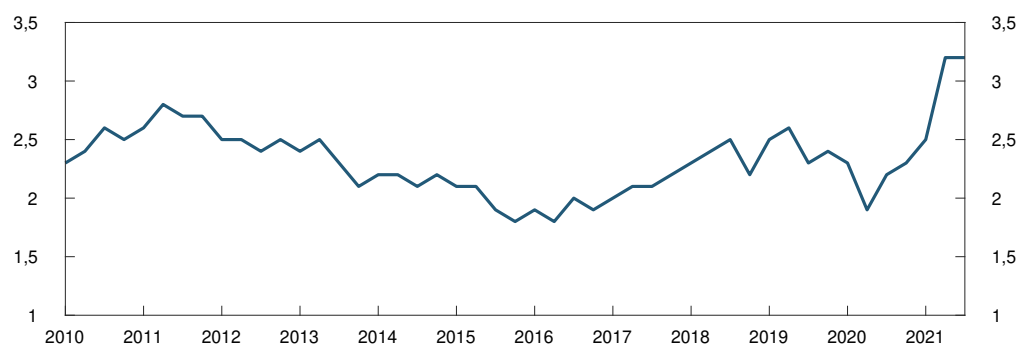
Kontaktene i vårt regionale nettverk planla i november en fortsatt sterk vekst i sysselsettingen de neste månedene. Andelen bedrifter som meldte om knapphet på arbeidskraft økte betydelig og kom opp på det høyeste nivået siden før finanskrisen i 2008. NAVs statistikk for nye ledige stillinger og Statistisk sentralbyrås utvalgsundersøkelse for ledige stillinger bekrefter inntrykket av at etterspørselen etter arbeidskraft har vært svært høy i høst, se figur 3.11.

Etterspørselen etter arbeidskraft har også vært høy sett opp mot antall arbeidsledige. Det indikerer at samsvaret mellom tilgjengelig og etterspurt arbeidskraft har blitt dårligere gjennom pandemien.¹ Utviklingen skyldes trolig flere spesielle forhold, som begrenset tilgang på utenlandsk arbeidskraft og at mange av de som har mistet jobben under pandemien har stått lenge utenfor arbeidsmarkedet. I tillegg er andelen permitterte høyere enn i normale tider. Permitterte er trolig mindre aktive arbeidssøkere enn de ordinære ledige, fordi de forventer å kunne vende tilbake til sin tidligere arbeidsplass.

Dårligere samsvar mellom tilgjengelig og etterspurt arbeidskraft indikerer at arbeidsmarkedet er mindre effektivt enn tidligere. Det innebærer at det kan oppstå lønnspress på høyere ledighetsnivåer enn før pandemien. Vi ser for oss at de spesielle forholdene

Figur 3.11 Mange ledige stillinger

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



Kilde: Statistisk sentralbyrå

1 Se side 38 i *Pengepolitisk rapport 3/21* «Dårligere samsvar mellom tilgjengelig og etterspurt arbeidskraft»

Kapasitetsutnyttning over et normalt nivå

Kapasitetsutnyttningen i norsk økonomi har steget det siste halvåret. Arbeidsledigheten har falt og sysselsettingen økt, BNP-veksten har vært høy, og bedriftene i Regionalt nettverk meldte i november om tiltakende utfordringer med tilgangen på arbeidskraft. Vår vurdering er at kapasitetsutnyttningen i fjerde kvartal er på et høyere nivå enn normalt, og at produksjonsgapet er i underkant av 1 prosent (se figur F i Pengepolitiske vurderinger).

Anslagene for kapasitetsutnyttningen i andre halvår i år er litt høyere enn i forrige rapport. Det gjenspeiler at arbeidsmarkedet synes å ha vært noe strammere enn ventet og at vi nå anslår høyere BNP-vekst i år. Vi har samtidig oppjustert anslaget på økonomiens produksjonspotensial som følge av høy vekst i sysselsettingen blant bosatte arbeidstakere. Det innebærer at vi ikke lenger legger til grunn at det langsiktige sysselsetningspotensialet har blitt negativt påvirket av pandemien, se side 30 for en nærmere omtale.

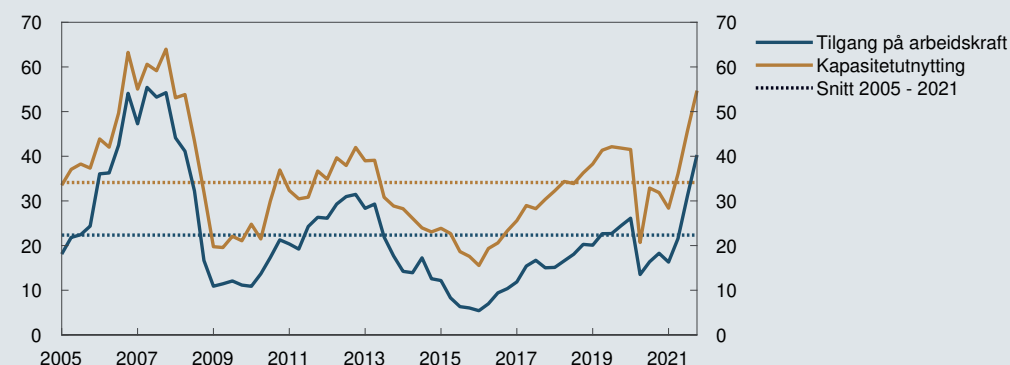
Bedriftene i vårt regionale nettverk har rapportert om en betydelig oppgang i kapasitetsutnyttningen de siste kvartalene og indikerte i november at kapasitetsutnyttningen er høyere enn vi anslår. I fjerde kvartal rapporterte 55 prosent av bedriftene at de ville ha noen eller betydelige problemer med å møte en økning i etterspørselen, se figur 3.A. Denne indikatoren er nå på nivå med våren 2008. Mange av bedriftene rapporterte at knapphet på arbeidskraft begrenser produksjonen.

Våren 2008 var produksjonsgapet nær 3 prosent. Andre indikatorer for kapasitetsutnyttningen tilsier ikke like høy kapasitetsutnyttning nå. Arbeidsledigheten ligger nær det vi anslår som et normalt nivå og sysselsetningsandelen er om lag på samme nivå som ved starten av pandemien. En del av kapasitetsproblemene i bedriftene skyldes vanskeligheter med å få tak i innsatsvarer. Slike produksjonsskanker kan på kort sikt påvirke både produksjonen og pris- og lønnsveksten, men påvirker ikke våre vurderinger av det langsiktige sysselsetnings- og produksjonspotensialet. Vi legger til grunn at slike leveringsproblemer vil være midlertidige.

Vårt modellsystem for anslag på produksjonsgapet tar hensyn til utviklingen i BNP, arbeidsledigheten, lønnsveksten og innenlandsk prisstigning, se figur 3.B. Beregningene går frem til tredje kvartal. Modellsystemet viser også en betydelig oppgang i kapasitetsutnyttningen de siste kvartalene, men indikerer en noe lavere kapasitetsutnyttning enn nettverksindikatorne.

Figur 3.A Nettverket indikerer høyere kapasitetsutnyttning

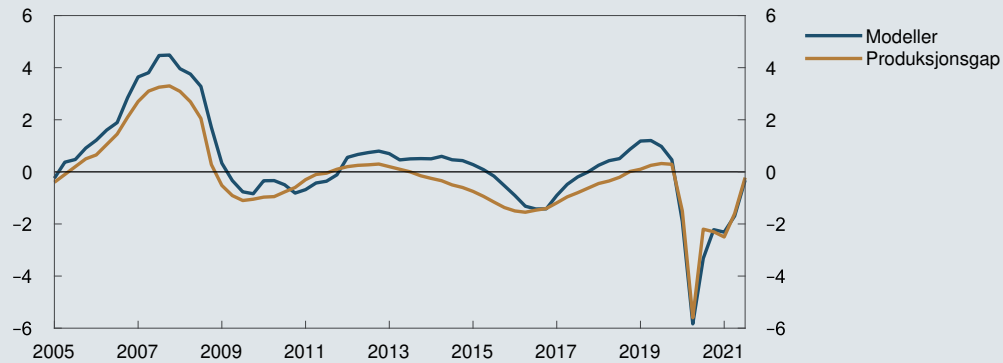
Kapasitetsutnyttning og knapphet på arbeidskraft ifølge Regionalt nettverk. Prosent



Kilde: Norges Bank

Figur 3.B Modeller viser oppgang i produksjonsgapet

Produksjonsgap. Prosent



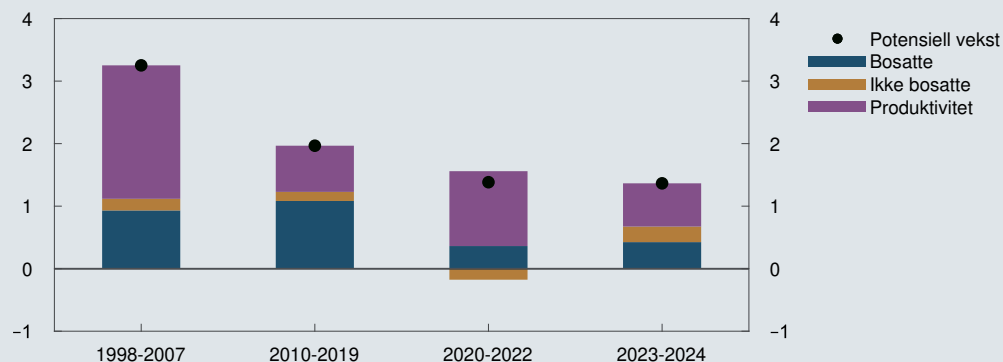
Kilde: Norges Bank

Vi anslår at kapasitetsutnyttningen faller midlertidig i første kvartal neste år til et nær normalt nivå. Det gjenspeiler nedgangen i BNP som følge av økt smitte og strenge smitteverntiltak. Det er ikke opplagt om en slik nedgang i BNP skal føre til en nedgang i kapasitetsutnyttningen eller om produksjonspotensialet i økonomien faller tilsvarende. Vi legger vekt på at oppgangen i ledigheten og nedgang i sysselsettingen vi ser for oss i begynnelsen av neste år innebærer et mindre stramt arbeidsmarked og dermed en nedgang i kapasitetsutnyttningen.

Videre fremover venter vi at aktiviteten tar seg opp og at kapasitetsutnyttningen stiger. Produksjonsgapet anslås til rundt 1¼ prosent i første halvår 2023. Deretter avtar produksjonsgapet til i underkant av 1 prosent ved utgangen av anslagshorisonten. Vi legger til grunn en årlig vekst i produksjonspotensialet på rundt 1¼ prosent i årene fremover. Det gjenspeiler en vekst på ½ prosent i sysselsettingen og en vekst på ¾ prosent i produktiviteten, se figur 3.C.

Figur 3.C Potensiell vekst

Bidrag fra sysselsetting og produktivitet



Kilde: Norges Bank

som gjør at arbeidsmarkedet er mindre effektivt enn normalt, varer ved gjennom store deler av neste år. Etter hvert venter vi at færre permitterte og langtidsledige, samt bedre tilgang på utenlandsk arbeidskraft vil bidra til at arbeidsmarkedet gradvis normaliseres.

Vi anslår at ledighetsnivået som er forenlig med normal kapasitetsutnyttning, det vil si det nivået på ledigheten som hverken bidrar til høyere eller lavere lønnsvekst, etter hvert vil avta gradvis fra det nåværende nivået på rundt 2½ til om lag 2¼ ved utgangen av anslagsperioden. Det er det samme nivået som vi la til grunn i perioden før pandemien brøt ut.

Sterke tilbakeslag har tidligere blitt etterfulgt av langvarig lavere yrkesdeltakelse, senest etter fallet i oljeprisen i 2014. Vi har tidligere lagt til grunn at pandemien har ført til en liten reduksjon i det langsiktige nivået på arbeidsstyrken. I lys av den raske nedgangen i arbeidsledigheten i høst, sammen med den kraftige gjeninnhenting i arbeidsstyrken de siste månedene, legger vi ikke lenger til grunn at pandemien vil gi slike varige effekter. Det innebærer at vi nå anslår litt høyere sysselsettingspotensial enn tidligere. Sysselsettingspotensialet anslås å være tilbake på nivået fra før virusutbruddet mot slutten av anslagsperioden.

Siden virusutbruddet har det vært store bevegelser i arbeidsmarkedet og flere spesielle forhold som gjør det utfordrende å skille varige skift i arbeidsmarkedet fra endringer i kapasitetsutnyttningen. Se boks på side 31 for en nærmere utdyping av vår vurdering av kapasitetsutnyttningen. Det kan ikke utelukkes at dårligere samsvar mellom tilbudt og etterspurt arbeidskraft kan være et uttrykk for mer varige endringer i arbeidsmarkedet. Pandemien kan ha endret både tilbudet og etterspørselen etter arbeidskraft, for eksempel ved at det vil være krevende å få tak i utenlandsk arbeidskraft over en lengre periode, eller ved at endringer i næringsstrukturen blir mer varig. Dersom det er tilfellet, kan ledigheten feste seg på et høyere nivå enn vi legger til grunn. På den annen side kan høy etterspørsel etter arbeidskraft være et uttrykk for at økonomien raskt vil normaliseres. I så fall kan ledigheten avta mer enn vi legger til grunn.

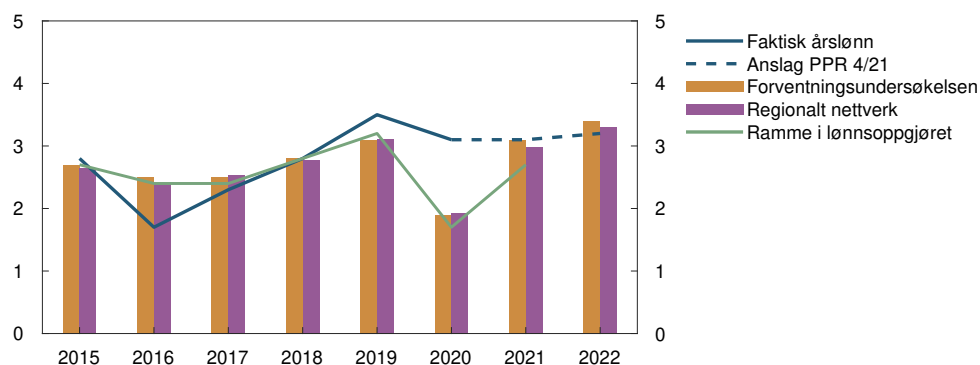
3.2 Kostnader og priser

Lønnsveksten på vei opp

Vi venter at lønnsveksten i år blir 3,1 prosent. Anslaget er litt høyere enn i forrige rapport. Den kvartalsvise lønnsstatistikken indikerer at lønnsveksten har vært om lag som ventet, men vi tror den høye etterspørselen etter arbeidskraft har løftet lønnsveksten mot slutten av året. Lønnsforventningene, slik de måles i Norges Banks forventningsunder-

Figur 3.12 Høyere lønnsforventninger i 2022

Årslønnsvekst. Prosent



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

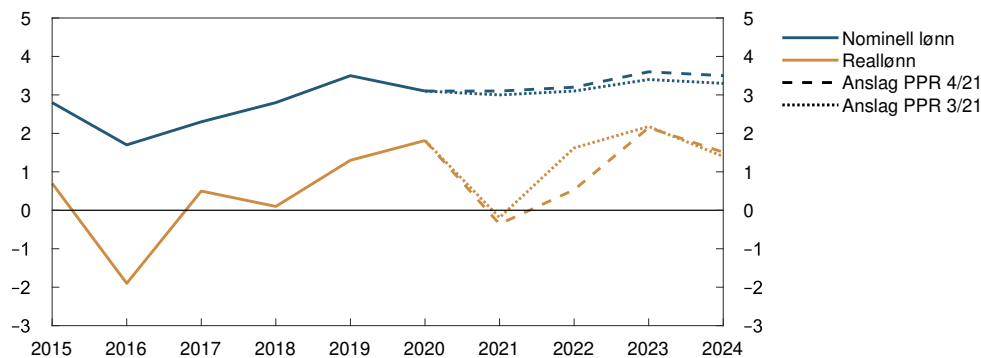
søkelse og i Regionalt nettverk, har økt litt siden forrige rapport, og er nær anslaget vårt, se figur 3.12. Rammen for årets lønnsoppgjør var 2,7 prosent.

Også lønnsforventningene for 2022 har økt siden forrige rapport. Partene i arbeidslivet samlet ventet i november en lønnsvekst på 3,4 prosent, som er 0,3 prosentenheter høyere enn i forrige forventningsundersøkelse. De økte forventningene kan blant annet sees i sammenheng med økende knapphet på arbeidskraft. Kontaktene i vårt regionale nettverk ventet i november en lønnsvekst på 3,3 prosent. Smitteøkningen og gjeninnføringen av smitteverntiltak i desember demper aktiviteten, og tilsier at lønnsveksten kan bli lavere enn disse forventningene indikerer. Utover i 2022, når smitten igjen avtar, venter vi at flere lavtlønte kommer tilbake i jobb. Det kan bidra til å trekke ned det gjennomsnittlige lønnsnivået, se boks på side 34 om sammensetningseffekter i lønnsveksten. Økte priser på elektrisitet og importerte innsatsvarer vil trolig bidra til å redusere bedriftenes lønnsomhet den nærmeste tiden. Det kan dempe lønnsveksten. Økningen i strømprisene kan bidra til noe høyere lønnskrav fra arbeidstakerne i lønnsoppgjøret, selv om regjeringens strømstøtteordning i noen grad vil kompensere for oppgangen. Vi anslår en lønnsvekst på 3,2 prosent neste år.

De høye petroleumsprisene vil erfaringsmessig bidra til økt lønnsomhet i bedriftene, noe som kan bidra til økt lønnsvekst på litt lengre sikt. Kapasitetsutnyttning over et normalt nivå trekker i samme retning. Vi venter at lønnsveksten øker til 3,6 prosent i 2023 før den avtar litt i 2024, se figur 3.13. En litt lavere lønnsvekst i 2024 gjenspeiler at vi venter noe avtakende kapasitetsutnyttning i 2023 og 2024.

Figur 3.13 Litt høyere lønnsvekst

Lønn. Årsvekst. Prosent



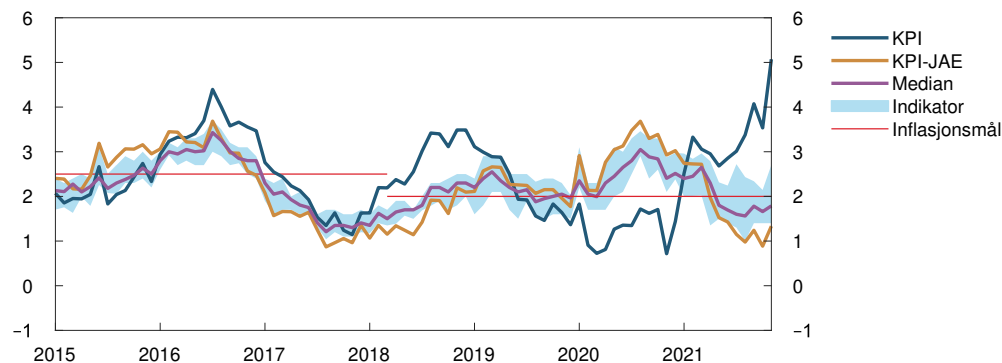
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

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 samlede lønnsveksten fra 2019 til 2020 ble høyere enn økningen i lønningene til de enkelte arbeidstakerne 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 neste år, men utsiktene til høyere ledighet tilsier at effekten kan bli litt mindre enn vi la til grunn i forrige rapport. Det er usikkerhet om hvor store sammensetningseffektene vil bli.

Figur 3.14 Lav vekst i KPI-JAE

KPI og indikatorer for underliggende inflasjon. Tolvmånedersvekst. Prosent



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Høyere underliggende prisvekst i 2022

Tolvmånedersveksten i konsumprisindeksen justert for avgiftsendringer og uten energivarer (KPI-JAE) har avtatt gradvis fra om lag 3,5 prosent sommeren 2020 til rundt 1 prosent de siste månedene, se figur 3.14. Gjennom pandemien har utviklingen i underliggende prisvekst i stor grad vært drevet av svingninger i prisveksten på importerte varer som følge av store bevegelser i kronkursen. Styrkingen av kronen det siste året har bidratt til lavere vekst i prisene på importerte varer, men avtakende prisvekst på norskproduserte varer og tjenester har også bidratt til nedgangen i den underliggende inflasjonen.

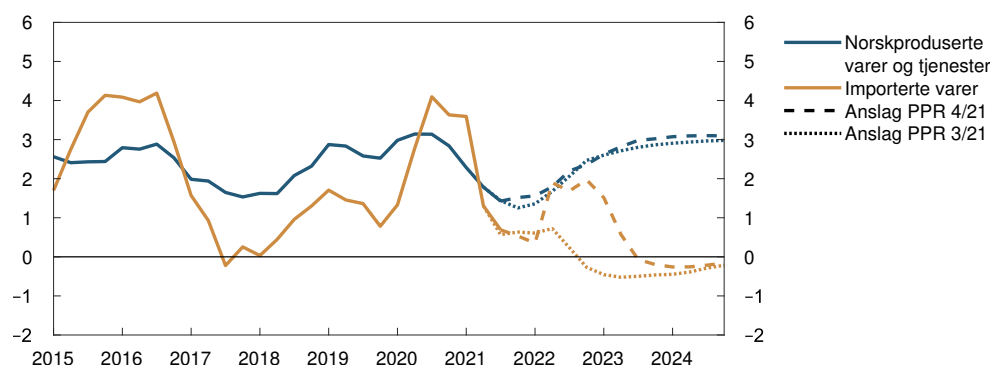
Tolvmånedersveksten i KPI-JAE var 1,3 prosent i november. Det var høyere enn i oktober, og litt høyere enn anslått i forrige rapport. Prisveksten på norskproduserte varer og tjenester økte i november etter å ha falt gradvis siden sommeren 2020. Prisveksten på importerte varer steg også i november og har svingt mellom litt over 0 og 1 prosent de siste månedene. Samlet sett har KPI-JAE økt litt mer enn anslått. Tolvmånedersveksten i andre indikatorer for underliggende inflasjon har de siste månedene ligget over veksten i KPI-JAE og var i gjennomsnitt 2,0 prosent i november.

Avgiftsendringer og store svingninger i energiprisene har ført til at konsumprisindeksen (KPI) og KPI-JAE har utviklet seg svært ulikt gjennom pandemien. Oppgang i energiprisene har bidratt til at veksten i KPI har økt markert siden i fjor vinter. I november steg veksten i energiprisene igjen, og tolvånedersveksten i KPI økte til 5,1 prosent. KPI-veksten var høyere enn anslått i forrige rapport. Terminprisene indikerer at tolvånedersveksten i energiprisene vil avta etter årsskiftet. Det vil bidra til lavere KPI-vekst neste år.

Den nærmeste tiden venter at vi tolvånedersveksten i KPI-JAE vil holde seg i overkant av 1 prosent. Økte fraktkostnader (se ramme side 40) og høyere prisimpulser på varer vi importerer vil trolig bidra til å løfte prisveksten neste år. Høyere priser på innsatsvarer trekker i samme retning. Vi legger til grunn at veksten i KPI-JAE vil tilta gjennom våren neste år, og være i overkant av 2 prosent ved inngangen til 2023. Vi venter en nedgang i prisveksten gjennom 2023. Det må ses i sammenheng med at fraktkostnadene er ventet å falle og at prisveksten på varer vi importerer fra utlandet avtar. Gjennom prognoseperioden vil tiltakende lønnsvekst og høyere kapasitetsutnyttning bidra til høyere innenlandsk inflasjon, se figur 3.15, noe som isolert sett trekker veksten i KPI-JAE opp gjennom hele prognoseperioden. Utsikter til gradvis sterkere krone vil på den annen side trekke i retning av lavere prisvekst. Ved utgangen av 2024 venter vi at den underliggende inflasjonen er 2,0 prosent.

Figur 3.15 Utsikter til høyere prisvekst

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



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Forventningene til prisveksten om ett og to år, slik de måles i Norges Banks forventningsundersøkelse, har økt den siste tiden. Undersøkelsen indikerer forventninger om en prisvekst i området 3 til 4 prosent om et år. Næringslivslederes forventninger ligger høyest. Forventningene til prisveksten på lengre sikt har vært mer stabile og ligger samlet sett noe over 2 prosent.

Reallønnsveksten vil ta seg opp

Reallønnsveksten ble ganske høy i fjor, mens det i år ligger an til en liten nedgang i real-lønningene. Det gjenspeiler dels at sammensetningseffekter har gitt store svingninger i den nominelle lønnsveksten de to årene, og dels gjenspeiler det de store svingningene i energiprisene i fjor og i år. Vi venter en gjennomsnittlig reallønnsvekst på om lag 1½ prosent årlig de kommende tre årene.

Stor usikkerhet om lønns- og prisveksten

Flere forhold peker i retning av høyere pris- og lønnsvekst, men det er usikkerhet om hvor mye de vil stige og hvor lang tid det vil ta før pris- og lønnsveksten igjen avtar. Hos enkelte av våre handelspartnere, som USA og Storbritannia, har prisveksten tiltatt betydelig det siste året (figur 1.3). På flere varer og tjenester, som for eksempel elektroniske komponenter og frakt, er det ikke tidligere målt en like stor oppgang i prisene. Det er både stor usikkerhet knyttet til drivkreftene bak prisveksten internasjonalt og hvordan de påvirker en allerede sterk prisvekst ute. Det igjen bidrar til større usikkerhet om prisprognosene også i Norge. Prisimpulsene kan vare lenger enn anslått og effekten på prisene her hjemme kan bli større og komme raskere enn vi legger til grunn. På den annen side kan prisimpulsene dempe seg raskere og slå mindre ut i prisene enn vi legger til grunn. Da vil prisveksten trolig bli lavere enn vi anslår.

Det er også usikkert hvordan økte priser vil påvirke lønnsveksten fremover. Det er mulig at høyere prisvekst får større gjennomslag til lønnsveksten enn hva som har vært erfaringene de siste 20–30 årene. I så fall kan det gi opphav til en pris- og lønns spiral. Store bevegelser i arbeidsmarkedet og spesielle forhold knyttet til pandemien gjør det utfordrende å anslå nivået på kapasitetsutnyttningen. Usikkerhet om nivået på kapasitetsutnyttningen bidrar også til usikkerhet om lønnsveksten fremover.

Særskilte forhold knyttet til måling av priser

Statistisk sentralbyrå har gjennom pandemien måttet anslå prisveksten på enkelte tjenester fordi smitteverntiltak har gitt begrenset tilgang på tjenestene. Etter gjenåpningen av samfunnet har det fra og med september i år igjen vært grunnlag for å måle reelle priser for alle hovedgrupper i prisindeksen.

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. Den reduserte mva-satsen ble opphevet fra og med 1.oktober 2021. Vi legger til grunn at bedriftene har økt prisene som følge av avgiftsendringen, men ikke like mye som økningen i mva. Ettersom hele avgiftsøkningen vil trekkes ut ved beregning av det avgiftsjusterte prisnivået, vil avgiftsøkningen isolert sett trekke ned KPI-JAE i våre anslag.

Regjeringens ordning med strømstøtte til husholdningene innebærer at konsumentene i desember 2021 og de tre første månedene i 2022 vil betale en lavere pris for deler av elektrisitetsforbruket. Det er uklart hvordan Statistisk sentralbyrå eventuelt vil ta hensyn til ordningen i beregningen av KPI. Vi har ikke justert våre prisanslag for strømstøtteordningen, men har tatt hensyn til at den bidrar til å løfte husholdningenes disponible inntekt.

NY VIRUSVARIANT BIDRAR TIL ØKT USIKKERHET OM PANDEMIUTSIKTENE

En ny oppblussing av deltavarianten har løftet smittetallene globalt de siste månedene, etter en viss avdemping i september. Smitten har også økt markert her hjemme og er nå på rekordhøye nivåer. I tillegg har usikkerheten rundt pandemiutviklingen økt betydelig som følge av spredningen av den nye virusvarianten omikron. Høy og fortsatt stigende vaksinasjonsgrad bidrar isolert sett til å lette sykdomsbyrden, men det økende smittetrykket har likevel ført til en oppgang i antall koronarelaterte sykehusinnleggelser. Som en følge av økt press på helsevesenet og usikkerhet knyttet til omikron har regjeringen de siste ukene gjeninnført en rekke nasjonale smitteverntiltak.

Høye smittetall gir økt sykdomsbyrde

I Norge har smittetallene vist en klart stigende tendens siden begynnelsen av oktober. Også antall sykehusinnleggelser har økt, men oppgangen er fortsatt mindre enn erfaringen fra tidligere smittebølger skulle tilsi. Økningen i antall smittetilfeller har vært særlig markert i de yngste aldersgruppene. I den eldste aldersgruppen (over 80 år) har smittetallene falt litt de siste ukene. Mulige forklaringer på nedgangen er økt grad av selvregulering og at de fleste i denne aldersgruppen har fått en oppfriskningsdose av vaksinen.

I forrige rapport la vi til grunn at det kunne komme en sesongmessig oppgang i smittetallene i løpet av høsten, men smitteoppgangen de siste månedene har vært langt sterkere enn vi så for oss. Vi venter at smittetallene vil fortsette å øke noe fremover, men at oppfriskningsdoser av vaksinen og innstrammingene i tiltaksregimet vil gi en gradvis nedgang i smitten på nyåret. Omikronvarianten gjør at det nå er særlig stor usikkerhet om den videre utviklingen av pandemien, både når det gjelder utsiktene for videre smittespredning og sykdomsbyrde. Foreløpig informasjon tyder på at omikron er mer smittsom enn delta-varianten, og at den om kort tid vil kunne bli den dominerende varianten i Norge.

Også internasjonalt har smitten tiltatt igjen den siste måneden. Smittespredningen er høyest i Europa, men har økt også i USA og flere land i Asia. Smittetrykket er flere steder det høyeste hittil i pandemien. Foreløpig er det begrenset informasjon om spredningen av den nye virusvarianten globalt. Flere land med god oversikt over varianter, som Danmark og Storbritannia, har imidlertid registrert en kraftig oppgang i antall omikron-tilfeller de siste ukene. Som her hjemme har økningen i antall koronarelaterte innleggelser generelt vært lavere enn ved tidligere smittebølger, men det rapporteres om høyt press i helsetjenestene i mange land, også som en følge av andre virusinfeksjoner.

Tilbud om oppfriskningsdose til alle voksne

Etter en markert oppgang i vaksinasjonsdekningen gjennom september, har trenden i andelen fullvaksinerte her hjemme flatet ut. Utviklingen har vært om lag som vi så for oss i forrige rapport. Hittil har nær 80 prosent av den norske befolkningen fått minst én vaksinedose, og 72 prosent er så langt fullvaksinert.¹ Andelen fullvaksinerte er høyest i de eldste aldersgruppene, og blant de over 65 år er 97 prosent fullvaksinert. I aldersgruppen 18–44 år er andelen fullvaksinerte rundt 80 prosent. Vi legger til grunn at denne andelen øker noe fremover.

Flere studier antyder svært god beskyttelse mot alvorlig sykdom og død inntil seks måneder etter andre vaksinedose. Deretter er det tegn til at effekten avtar. Det er imidlertid også klare indikasjoner på at en oppfriskningsdose bidrar til å gjenopprette vaksinebeskyttelsen. Vi legger til grunn at alle over 45 år får tilbud om en tredje dose innen

¹ Fullvaksinerte er personer som har i) fått to vaksinedoser eller ii) gjennomgått covid-19 og fått én vaksinedose, uavhengig av rekkefølge.

midten av januar neste år og at alle i aldersgruppen 18–44 år får det samme tilbudet før påsken neste år, i tråd med helsemyndighetenes reviderte planer. Det vil bidra til at den effektive beskyttelsen mot alvorlig sykdom holder seg høy også fremover.

Det er likevel indikasjoner på at eksisterende vaksiner gir mindre beskyttelse mot smitte og videresmitte av den nye virusvarianten. Gitt at omikron etter hvert blir dominerende, vil i så fall den effektive beskyttelsen mot smitte i befolkningen bli noe redusert. Vi venter at beskyttelsen mot alvorlig sykdom fortsatt vil være relativt god.

Siden forrige rapport er vaksinasjonsprogrammene hos mange handelspartnere utvidet. Hos Norges industrialiserte handelspartnere legger vi til grunn en videre økning i vaksinasjonsgraden frem mot sommeren 2022. I fremvoksende økonomier har vaksinasjonsgraden tiltatt noe. Samtidig har frykt for nye virusvarianter økt presset for deling av vaksinepatenter globalt, som kan gi bedre tilgang til vaksiner fremover. Vi venter likevel at full vaksinedekning i alle fremvoksende økonomier først nås om noen år, om lag som lagt til grunn i forrige rapport.

Nye nasjonale tiltak

I slutten av september opphevet myndighetene alle gjenværende kontaktreduserende tiltak og samfunnet gikk tilbake til en «normal hverdag med økt beredskap». Lokale smitteutbrudd i kjølvannet av gjenåpningen førte til at enkelte kommuner innførte moderate tiltak. På bakgrunn av tiltakende spredning av deltavarianten i store deler av landet og en bekymring for smittepotensialet til omikron, har regjeringen de siste ukene innført en rekke nasjonale smitteverntiltak. Tiltakene omfatter blant annet skjenkestopp, økt bruk av hjemmekontor, antallsbegrensninger ved private og offentlige arrangementer, munnbindkrav og gjeninnføring av enmetersregelen.

Med innføringen av de nye nasjonale tiltakene og utsikter til økt smittespredning på kort sikt, ligger det an til et betydelig strammere tiltaksregime fremover enn det vi så for oss i september. Det bidrar til en nedjustering av aktivitetsnivået neste halvår. Vi legger til grunn at allerede innførte tiltak og oppfriskningsdoser til en økende andel av den voksne befolkningen, etter hvert vil dempe smitteoppgangen og gi rom for en gradvis reverse-ring av de nasjonale tiltakene gjennom første kvartal neste år. Det kan likevel bli behov for ytterligere tiltak på kort sikt.

Som et resultat av smitteoppgangen gjennom høsten har flere av våre handelspartnere innført nye smitteverntiltak, i noe større omfang enn lagt til grunn i forrige rapport. Fremover venter vi at den pågående smitteøkningen og utbredelse av den nye virusvarianten vil føre til høyere tiltaksnivå enn lagt til grunn i septemberrapporten.

Betydelig usikkerhet på kort sikt

Spredningen av omikron gjør at usikkerheten om det videre pandemiforløpet neste år har økt. Usikkerheten knytter seg særlig til virusets smittekraft og evne til å fremkalle alvorlig sykdom og i hvilken utstrekning eksisterende vaksiner fortsatt vil gi god beskyttelse mot den nye virusvarianten. Den økte usikkerheten er i noen grad tatt inn i anslagene i denne rapporten, men det er fortsatt en risiko for at utviklingen blir enda svakere enn det vi nå legger til grunn, særlig på kort sikt.

På den annen side har det vært fremskritt knyttet til den medisinske behandlingen av korona, som kan redusere sykdomsbyrden markert på litt lengre sikt og dermed bedre evnen til å håndtere nye smittebølger uten smittevernrestriksjoner.

GLOBALE «FLASKEHALSER» - VIRKNINGER PÅ PRISER OG AKTIVITET I NORGE

Høy etterspørsel og forsinkelser i globale forsyningskjeder har det siste året gitt kraftig oppgang i prisene på frakt, råvarer og andre varer som handles internasjonalt. Dette vil trolig trekke opp prisveksten i Norge fremover. Problemene i de globale forsyningskjedene har også betydning for aktiviteten i deler av økonomien.

Prisimpulsene fra utlandet har økt markert

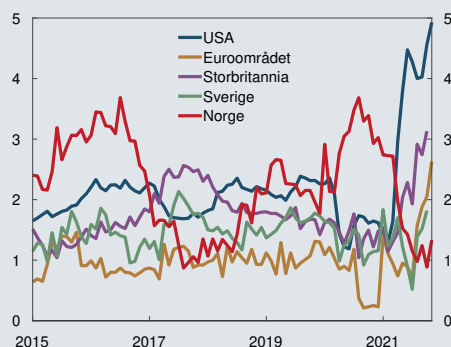
Prisene på flere internasjonalt handlede varer og tjenester har økt markert siden i fjor sommer. Spesielt har prisene på containerfrakt økt til nivåer langt over hva vi har observert historisk se figur 3.D. Disse prisøkningene har sammen med økt kapasitetsutnyttelse og tiltakende lønnsvekst ført til høy kjerneprisvekst hos flere av våre handelspartnere (figur 3.D). Kjerneprisveksten i Norge, målt ved KPI-JAE, avtok gjennom første halvår og har vært rundt 1 prosent siden juli. Det har sammenheng med lav lønnsvekst og at kronekursen har styrket seg betydelig siden i fjor vår. Vi venter at drivkreftene som har ført til høyere prisvekst internasjonalt også vil bidra til høyere prisvekst i Norge det neste året.

Prisene på importerte konsumvarer har stor betydning for utviklingen i konsumprisene. Norske konsumpriser vil også påvirkes av den internasjonale prisutviklingen på frakt, råvarer og andre innsatsvarer i produksjonen. Norges Bank har utviklet en egen indeks for de internasjonale prisene på konsumvarer som importeres til Norge (IPK). Denne indikatoren måler utviklingen i de internasjonale produsentprisene på importerte konsumvarer regnet i utenlandsk valuta. Vi anslår at IPK vil øke med 2,0 prosent i år og 2,3 prosent til neste år. Det er mer enn anslått i forrige rapport og vesentlig høyere enn den gjennomsnittlige IPK-veksten så langt på 2000-tallet, som er rundt 0,3 prosent. Dette bidrar til høyere anslag på konsumprisveksten enn i forrige rapport.

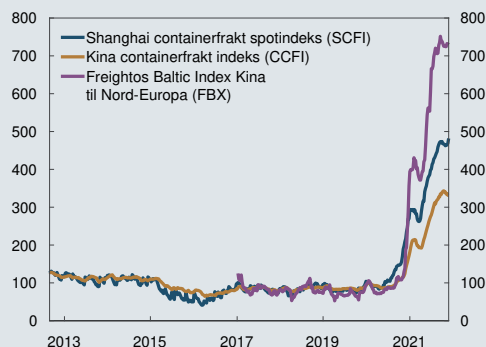
En stor andel av varene som importeres til Norge, kommer med skip fra Asia. Høy etterspørsel etter varer under pandemien har ført til unormalt høy etterspørsel etter containerfrakt i de internasjonale fraktmarkedene. Dette har sammen med nedstengninger som følge av koronautbrudd og mangel på containere i Asia, ført til overbelastede havner og at prisene på containerfrakt fra Asia til vestlige land har skutt i været. Oppgangen har blitt forsterket av dårligere tilgang på frakt med fly som følge av lav reiseaktivitet og

Figur 3.D Høyere prisvekst hos flere handelspartnere og høye fraktrater

Underliggende konsumprisvekst.
Tolvmånedersvekst. Prosent



Pris på containerfrakt fra Kina.
Februar 2020 = 100



Kilder: Statistisk sentralbyrå, Refinitiv Datastream og Norges Bank

færre flyvninger enn vanlig under pandemien. Dette er trolig noe av bakgrunnen for at flere av kontaktene i Regionalt nettverk melder om en betydelig oppgang i fraktkostnadene og at de planlegger å øke prisene fremover som følge av det.

De økte prisimpulsene vil gi høyere inflasjon i Norge

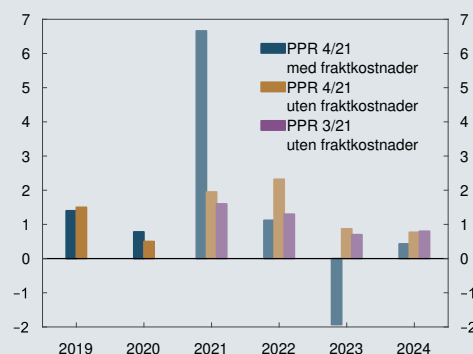
Transportkostnader har normalt utgjort en liten andel av kostnadene ved vareimport, og svingninger i fraktratene ser ut til å ha hatt liten betydning for utviklingen i konsumprisene. Vi har derfor til nå ikke tatt hensyn til kostnadene ved å frakte varer til Norge når vi har beregnet IPK. Oppgangen i fraktratene den siste tiden er imidlertid så stor at den trolig har økt kostnadene ved vareimport vesentlig og kan dermed ha merkbar effekt på inflasjonen fremover.

For å vurdere effekten av de økte fraktratene på norske konsumpriser har vi utvidet IPK til å inkludere kostnaden ved å frakte varer til Norge. En utfordring ved å beregne IPK med fraktkostnader er at vi mangler informasjon om hvor mye fraktkostnader utgjør av prisene på importerte varer. Basert på informasjon fra bransjeaktører, egne empiriske analyser og studier fra andre land anslår vi at internasjonale transportkostnader i normale tider utgjør om lag 2 prosent av kostnadene ved import av varer til Norge.

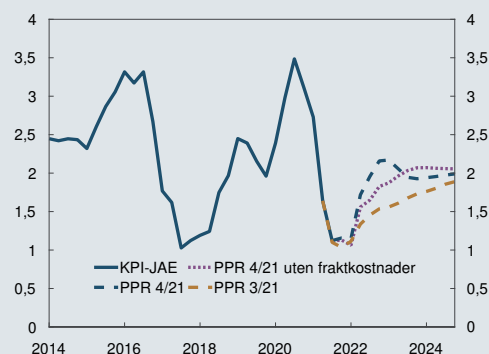
For å anslå IPK med fraktkostnader trenger vi også en prognose for fraktratene. Det finnes ingen åpen markeds plass for fremtidspriser på containerfrakt å basere slike prognoser på. Både markedsanalytikere og store selskaper innen skipsfart har imidlertid kommunisert at fraktratene trolig vil holde seg høyere enn normalt i minst 12 måneder fremover. Dette skyldes blant annet at det tar tid å bygge nye containerskip, og at logistikkutfordringene på havnene – særlig i USA – trolig ikke løses før etterspørselen etter varer avtar. Fremover venter vi en normalisering i etterspørselen etter varer globalt, etter hvert som tjenestekonsumet tar seg opp. Samtidig er det tegn til at noen av problemene på tilbudsiden er i ferd med å reduseres, blant annet fordi amerikansk havnekapasitet utnyttes bedre. Vi legger derfor til grunn at fraktratene nå har nådd toppen og vil falle gradvis gjennom 2022 og normaliseres i løpet av 2023. Økt smitte og nye smitteverntiltak som følge av omikronviruset, kan imidlertid forsinke vridningen av konsumet fra varer til tjenester og føre til nye nedstengninger. Det er derfor en risiko for at smitteutviklingen

Figur 3.E Høyere fraktpriser øker inflasjonen neste år

Priser på konsumvarer Norge importerer (IPK).
Årsvekst. Prosent



KPI-JAE. Firekvartalersvekst.
Prosent



Kilder: Refinitiv Datastream, Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

kan forverre tilbudssideutfordringene i fraktmarkedene, som igjen kan føre til videre prisoppgang og gjøre at det tar lengre tid før fraktprisene normaliseres enn vi nå anslår.

Oppgangen i fraktprisene løfter veksten i IPK med om lag 5 prosentenheter i år, se figur 3.E. Det vil trolig ta noe tid før dette slår merkbart ut i konsumprisene. Vi anslår at den maksimale effekten av fraktprisoppgangen på tolv månedersveksten i KPI-JAE er på 0,3 prosentenheter ved utgangen av neste år. Forsinket gjennomslag av fraktprisøkningen skyldes både at en del fraktpriser er avtalt i fastpriskontrakter med en viss varighet, ofte ett år, og at bedriftene trolig vil fordele prisøkningen ut til forbrukerne over tid. Mot slutten av anslagsperioden vil normaliseringen av fraktprisene og lavere vekst i utenlandske produsentpriser bidra til lavere prisvekst. De samlede konsekvensene for konsumprisene av oppgangen i fraktratene er imidlertid svært usikre og gjør prisanslagene våre mer usikre enn vanlig.

Aktiviteten dempes av forsyningsproblemene og økte investeringskostnader

Aktiviteten i økonomien blir også påvirket av forsyningsproblemene og den sterke prisøkningen på en del varer og tjenester. Flere bedrifter melder til Regionalt nettverk at aktiviteten dempes av tilgangen på innsatsvarer og/eller tilsvarende problemer hos kunder.

Produksjonen i norsk og utenlandsk industri har blitt begrenset av tilgangen på enkelte innsatsvarer de siste kvartalene. Spesielt har aktiviteten i europeisk bilindustri falt markert fordi produksjonen av databrikker ikke har vært stor nok til å møte etterspørselen. Lavere etterspørsel fra utenlandsk bilindustri og svekket tilgang på innsatsvarer har igjen ført til lavere produksjon i norsk bildelindustri. De globale forsyningsproblemene har også dempet produksjonen i andre deler av industrien. Vi venter at produksjonen i norsk industri vil bli begrenset av mangel på innsatsvarer og tilsvarende produksjonsbegrensninger hos kunder en stund fremover.

Investeringene blir påvirket av den kraftige prisøkningen på varer som handles internasjonalt. Kostnadene ved å bygge boliger har økt markert som følge av prisøkningen på trelast, metaller og sement det siste året. Det har svekket lønnsomheten i planlagte boligprosjekter og ført til at en del prosjekter har blitt utsatt. Det har igjen bidratt til at aktiviteten innen bygg og anlegg har vært om lag uendret det siste året til tross for sterk økonomisk vekst. Økte kostnader har trolig også ført til lavere investeringer i foretakssektoren. Ti prosent av industribedriftene melder i Konjunkturbarometeret at investeringene begrenses av høye priser på investeringsvarer, dobbelt så mange som før koronapandemien. Vi legger til grunn at høye investeringskostnader vil dempe foretaksinvesteringene noe det neste året.

Forsyningsproblemene har ført til at flere varehandelsbedrifter har dårligere tilgang på varer enn tidligere. Enkelte rapporterer til Regionalt nettverk at dette har dempet omsetningen betydelig. Andre melder at omsetningen er lite påvirket siden kundene i stor grad har vridd etterspørselen mot produktvarianter som ikke rammes av leveringsproblemene. En del kan også ha økt salget som følge av varemangel hos konkurrenter. Vi anslår samlet sett at leveringsproblemene i varehandelen har begrenset effekt på konsumet i husholdningene og den samlede aktiviteten i norsk økonomi.

Selv om flere av bedriftene i vårt regionale nettverk melder at produksjonen blir begrenset av tilgang innsatsvarer, rapporterer de samlet sett om god vekst fremover. Dette skyldes nok både at etterspørselen i mange næringer er høy og at tilgangen på innsatsvarer ventes å bli bedre det neste året.

4 Pengepolitisk analyse

Styrringsrenten ble hevet fra 0,25 til 0,5 prosent på komitémøtet 15. desember. Komiteen ser for seg at renten mest sannsynlig heves igjen i mars. Prognosen for styrringsrenten indikerer at renten skal heves videre de neste årene til om lag 1,75 prosent i løpet av de nærmeste årene.

Prognosen innebærer om lag den samme innretningen av pengepolitikken som i forrige rapport. Utsikter til høyere lønns- og prisvekst fremover enn tidligere lagt til grunn tilsier en litt raskere renteoppgang enn i forrige rapport, mens svekkede vekstutsikter den nærmeste tiden trekker i motsatt retning.

Prognosene er usikre. Dersom utsiktene eller vår vurdering av sammenhengene i økonomien endres, vil også renteprognosen justeres.

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.

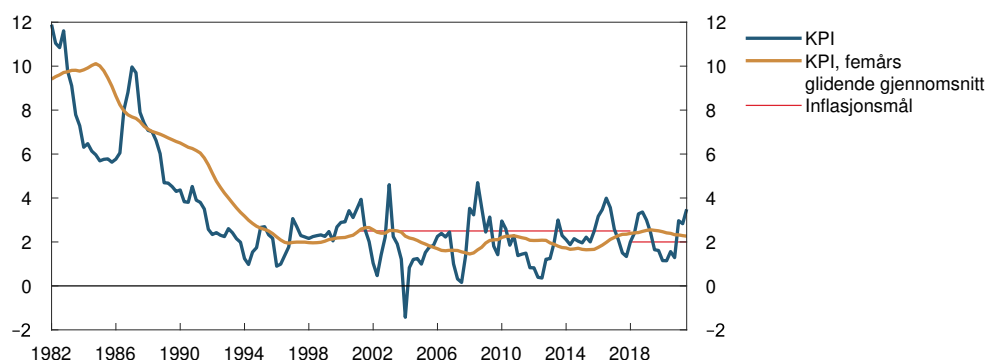
Inflasjonsstyringen skal være fremoverskuende og fleksibel, slik at den kan bidra til høy og stabil produksjon og sysselsetting samt å motvirke oppbygging av finansielle ubalanser. Den pengepolitiske strategien er nærmere beskrevet i ramme på side 50.

Noe mindre ekspansiv pengepolitikk

I september ble styrringsrenten satt opp til 0,25 prosent etter å ha vært 0 prosent siden våren 2020. Den lave styrringsrenten har gitt en svært lav pengemarkedsrente, både nominelt og reelt, se figur 4.2.

Figur 4.1 Inflasjonen i snitt nær målet på to prosent

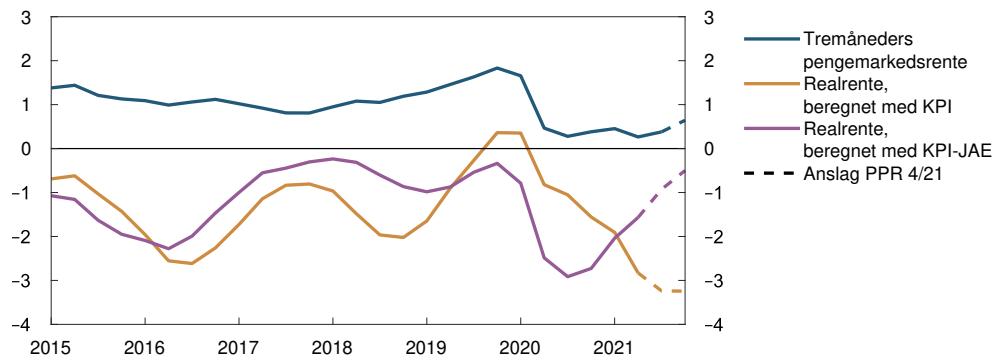
Konsumprisindeksen (KPI). Firekvartalersvekst. Prosent



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 4.2 Lav realrente

Tremåneders pengemarkedsrente og realrenter. Prosent



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

For å vurdere hvor ekspansiv pengepolitikken er, ser vi på rentenivået opp mot hva vi anslår å være et nøytralt nivå. Den nøytrale renten er det rentenivået som er forenlig med en balansert utvikling i økonomien på mellomlang sikt, og vi legger til grunn at pengepolitikken virker ekspansivt så lenge renten ligger under sitt nøytrale nivå. Både den nominelle og reelle renten har betydning for stramheten i pengepolitikken. Med inflasjonsforventninger forankret nær inflasjonsmålet, anslår vi det nøytrale nivået for styringsrenten til å være nær 1,7 prosent. Den nøytrale reelle pengemarkedsrenten, det vil si pengemarkedsrenten justert for inflasjon, ligger nær null prosent, se ramme i Pengepolitisk rapport 2/21.

Det siste halve året har pengemarkedsrenten økt. Det innebærer at pengepolitikken er noe mindre ekspansiv enn tidligere. Utviklingen i realrenten beregnet med KPI-JAE tyder også på at pengepolitikken gradvis har blitt mindre ekspansiv gjennom det siste året. Pengemarkedsrenten justert for KPI påvirkes av den høye veksten i energiprisene. Den siste tiden har realrenten målt ved KPI falt, men ventes å stige i tiden fremover.

4.2 Ny informasjon og nye vurderinger

Modellteknisk tolkning av ny informasjon

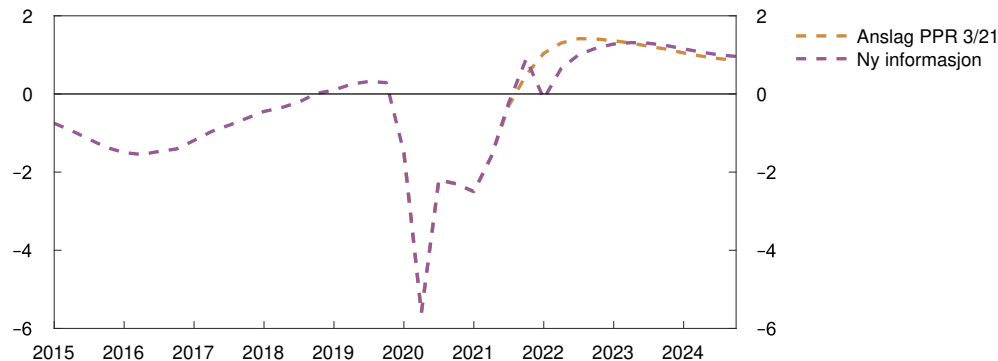
For å vise virkningen av ny informasjon på de økonomiske utsiktene legger vi inn ny informasjon og nye vurderinger av den økonomiske situasjonen i modellapparatet, men beholder anslaget for styringsrenten fra forrige rapport. I årene fremover venter vi et lavere pengemarkedspåslag enn tidligere. Det innebærer at pengemarkedsrenten med uendret rentebane er lavere enn i forrige rapport. I denne øvelsen ser vi spesielt på utsiktene for kapasitetsutnyttningen og prisveksten, som er to av flere hensyn komiteen legger vekt på i pengepolitikken.

Kapasitetsutnyttningen er på kort sikt ventet å falle, og ventes å bli lavere enn i forrige rapport. Det skyldes at vi anslår at økt smitte og innføring av nye smitteverntiltak vil dempe aktiviteten i økonomien den nærmeste tiden. Når smitten etter hvert avtar og tiltakene lettes på, venter vi at den økonomiske oppgangen fortsetter. Vi anslår at produksjonsgapet betinget på uendret rentebane blir om lag som vi anslo i forrige rapport i 2023 og 2024, se figur 4.3.

Den underliggende prisveksten målt ved KPI-JAE har avtatt siden i fjor høst, men veksten har vært litt høyere enn anslått i septemberrapporten. Økt prisvekst internasjonalt og

Figur 4.3 Utsikter til lavere kapasitetsutnyttning det nærmeste året

Anslag på produksjonsgapet. Betinget på ny informasjon om den økonomiske utviklingen og prognosen for styringsrenten fra PPR 3/21. Prosent



Kilde: Norges Bank

høyere fraktpriser tilsier høyere importert prisvekst fremover. Knapphet på arbeidskraft i enkelte næringer og økte lønnsforventninger gjør at anslagene på lønnsveksten i år og neste år er justert opp. Når vi betinger på uendret rentebane, er anslagene for prisveksten oppjustert sammenlignet med anslagene i septemberrapporten, se figur 4.4.

Den modelltekniske øvelsen gir et blandet signal om hvordan rentebanen eventuelt bør justeres. På den ene siden kan utsikter til at inflasjonen blir høyere enn tidligere anslått, bety at behovet for ekspansiv pengepolitikk for å bringe inflasjonen til nær 2 prosent er redusert. På den annen side kan lavere kapasitetsutnyttning den nærmeste tiden tilsa at renten bør normaliseres mer gradvis enn rentebanen i forrige rapport indikerte.

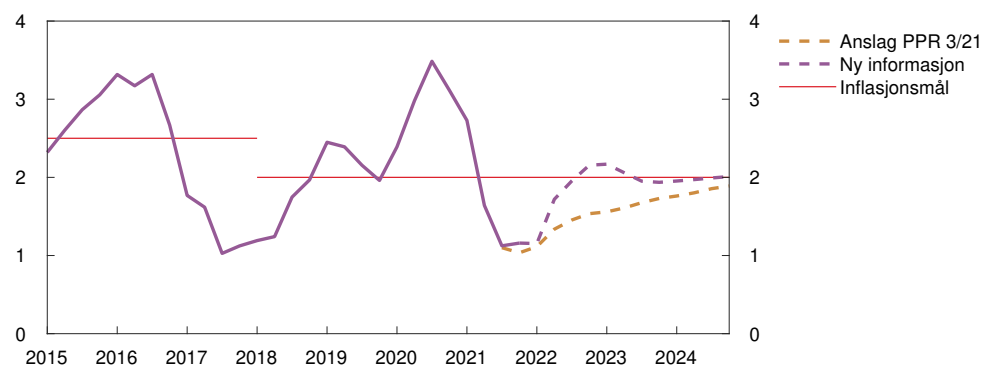
En enkel regel tilsier høyere rentebane enn sist

En enkel estimert regel basert på hvordan Norges Bank tidligere har satt renten, oppsummerer det historiske reaksjonsmønsteret i pengepolitikken. Ved å bruke endringen i anslagene for kapasitetsutnyttning og prisvekst får vi en indikasjon på hvordan pengepolitikken tidligere har reagert på nyheter, se boks på side 49.

I denne rapporten tilsier den enkle regelen en litt høyere rente den nærmeste tiden enn hva regelen gjorde med anslagene fra forrige rapport, se figur 4.A. Oppjusteringen av

Figur 4.4 Utsikter til høyere inflasjon

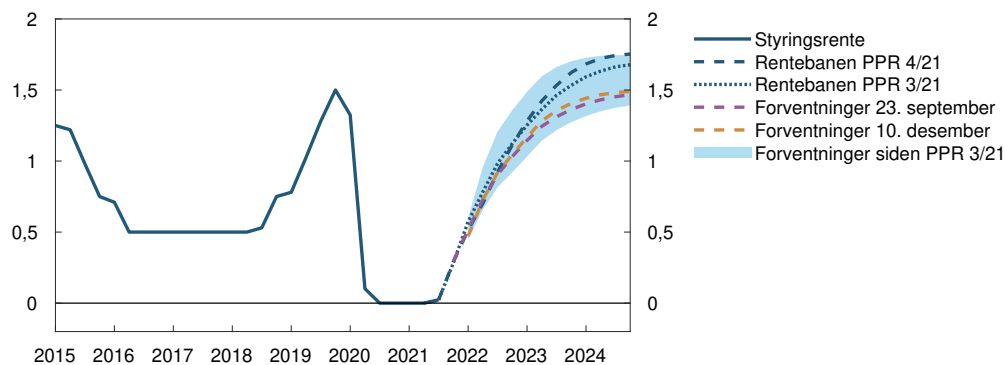
KPI-JAE. Anslag betinget på ny informasjon om den økonomiske utviklingen og prognosen for styringsrenten fra PPR 3/21. Firekvartalersvekst. Prosent



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 4.5 Små endringer i markedets styringsrenteforventninger

Prosent



Kilder: Thomas Reuters og Norges Bank

inflasjonsanslagene betyr altså mer for renten i den enkle regelen enn at kapasitetsutnyttningen er lavere på kort sikt. Den enkle regelen tar ikke hensyn til at deler av økningen i prisveksten neste år skyldes en midlertidig økning i fraktkostnader, som senere reverseres. I en slik situasjon vil det historiske handlingsmønsteret kunne overdrive effekten på renten. På den annen side tar regelen heller ikke hensyn til at nedgangen i kapasitetsutnyttningen også ventes å være midlertidig.

Markedet priser inn en litt lavere rentebane

Terminrentene i penge- og obligasjonsmarkedene kan si noe om forventningene til fremtidig utvikling i styringsrenten. Endringer i markedsrentene kan indikere hvordan markedsaktører tolker ny informasjon og hvordan de tror Norges Bank vil reagere på denne. Selv om markedsprisingen kan være volatil, slik den har vært den siste tiden, kan terminrentene fungere som en kryssjekk på om pengepolitikken er i tråd med Norges Banks tidligere kommunikasjon og handlingsmønster.

I etterkant av nyhetene om omikron-varianten har styringsrenteforventningene falt, etter å ha steget tidligere i høst. Samlet er de beregnede terminrentene gjennom hele anslagsperioden lite endret siden september, se figur 4.5. Markedsrentene indikerer en mer gradvis økning i renten enn hva vår prognose indikerer, og avstanden er større enn i forrige rapport. At terminrentene ligger under vår prognose kan være fordi markedet tror på en svakere utvikling i økonomien i årene fremover, eller at det prises inn en større nedsiderisiko enn vi har lagt til grunn. Utviklingen i terminrentene siden forrige rapport frem til 10. desember tyder på at markedet tolker summen av ny informasjon som ganske nøytral for renteutsiktene fremover.

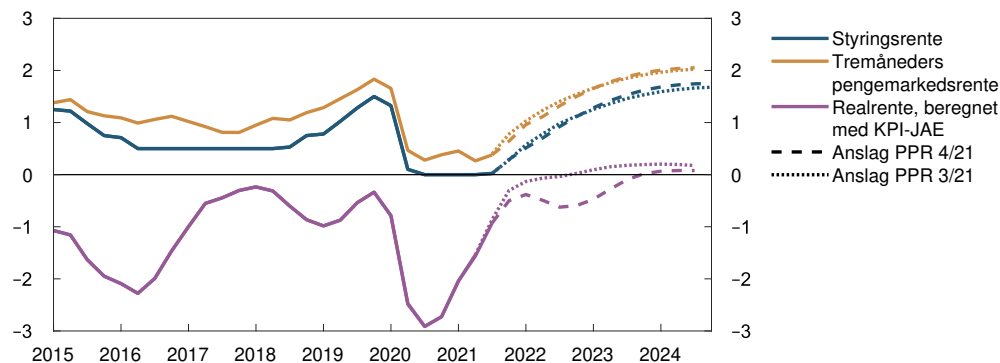
Styringsrenten skal videre opp

På komitémøtet 15. desember ble styringsrenten hevet fra 0,25 til 0,5 prosent. Videre ser komiteen for seg at styringsrenten mest sannsynlig skal settes videre opp i mars. 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 om lag 1,75 prosent, se figur 4.6. Rentebanen er lite endret siden forrige rapport.

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

Figur 4.6 Mot en nøytral pengepolitikk

Prosent



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Både den nominelle renten og realrenten har betydning for hvordan pengepolitikken virker inn i norsk økonomi. Prognosen for styringsrenten og den nominelle pengemarkedsrenten tilsier at pengepolitikken blir gradvis mindre ekspansiv, og etter hvert nøytral, i løpet av anslagsperioden. Anslagene for realrenten tilsier at pengepolitikken blir tilnærmet nøytral mot slutten av anslagsperioden.

Den reelle pengemarkedsrenten er de nærmeste kvartalene lavere enn i forrige rapport, som følge av høyere anslått prisvekst. Utover i anslagsperioden er realrenten lite endret.

Vi venter at økte prisimpulser fra utlandet og en høyere lønnsvekst i år og neste år vil løfte den underliggende prisveksten. Det tilsier at det nå er riktig med en gradvis heving av styringsrenten. Kapasitetsutnyttningen ventes det nærmeste året å bli lavere enn i forrige rapport, men nedgangen anslås å være forbigående. Med utsikter til et positivt produksjonsgap og inflasjon som blir liggende nær målet, er det i løpet av anslagsperioden ikke lenger behov for en ekspansiv pengepolitikk.

Pengepolitikken skal bidra til å motvirke oppbygging av finansielle ubalanser. Når renten stiger for å forhindre at prisveksten blir for høy, bidrar det også til å dempe veksten i boligpriser og kreditt, se nærmere omtale av finansielle ubalanser i kapittel 5.

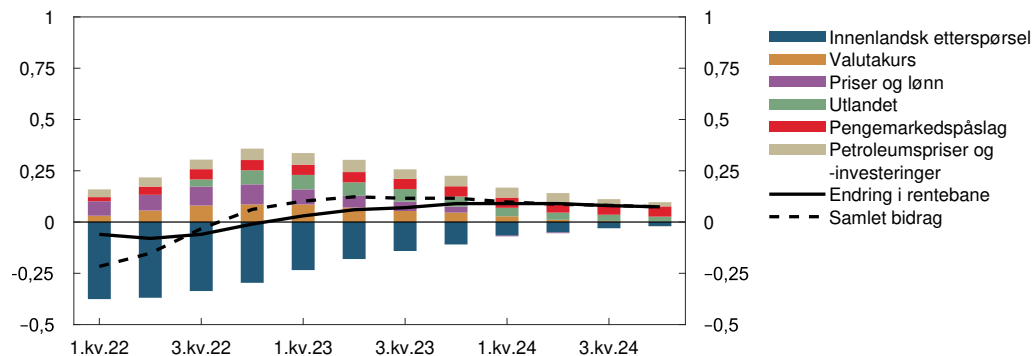
4.3 Faktorene bak endringer i rentebanen

Renteregnskapet vist i figur 4.7 illustrerer de viktigste drivkreftene bak endringen i rentebanen fra forrige rapport. Søylene viser bidrag til endringer i banen basert på vår hovedmodell NEMO, og den stiplede linjen viser summen av søylene. Den heltrukne linjen viser den faktiske endringen i rentebanen.

Aktiviteten i norsk økonomi har i det siste vært om lag som ventet. Men økt smittespredning og gjeninnføringen av smitteverntiltak bremser veksten den nærmeste tiden. Anslaget på kapasitetsutnyttningen i starten av neste år er lavere enn i forrige rapport og blir liggende noe lavere gjennom hele 2022. Det skyldes i hovedsak at smitteverntiltak bidrar til en svakere utvikling i konsumet enn tidligere ventet. I sum bidrar *innenlandsk etterspørsel* til å trekke rentebanen ned, se mørkeblå søyler.

Den underliggende prisveksten har vært litt høyere enn anslått i forrige rapport. Annen informasjon tyder likevel på at prisveksten fremover vil bli høyere enn tidligere anslått.

Figur 4.7 Høyere lønns- og prisvekst trekker opp rentebanen
Akkumulerte bidrag. Prosentenheter



Kilde: Norges Bank

Det er utsikter til at prisimpulsene fra utlandet kan bli sterkere enn tidligere lagt til grunn. Vi anslår også at lønnsveksten holder seg oppe til neste år, til tross for en lavere kapasitetsutnyttning. Samlet sett trekker *priser og lønn* rentebanen opp hele anslagsperioden, se lilla søyler. Dagens høye fraktpriser ventes å ha forbigående effekter på inflasjonen, og påvirker derfor renten, og økonomien for øvrig, lite.

Terminprisene for olje og gass er høyere enn i forrige rapport. Det bidrar isolert sett til høyere aktivitet i petroleumsrelatert virksomhet. *Petroleumspriser- og investeringer* bidrar derfor til å trekke rentebanen opp, se beige søyler.

Kronekursen er svakere enn hva vi anslo i forrige rapport. Rentedifferansen mot våre handelspartnere har falt litt siden forrige rapport. Det bidrar til en svakere krone. På den annen side har petroleumsprisene steget. Det trekker i motsatt retning. I modellapparatet er kursen svakere enn hva utviklingen i drivkreftene skulle tilsi. En svakere krone bidrar isolert sett til å øke den importerte prisveksten og til en bedring i nettoeksporten. Det løfter rentebanen litt, se oransje søyler.

Hos våre handelspartnere har høyere inflasjonsutsikter bidratt til en oppgang i forventede styringsrenter. På den annen side ventes den økonomiske veksten på kort sikt å være litt lavere enn vi anslo i forrige rapport. I sum bidrar faktorene knyttet til *utlandet* til en litt høyere rentebane, se grønne søyler.

Pengemarkedspåslaget er anslått lavere enn i forrige rapport. Et varig lavere påslag ventes på sikt å få et fullt gjennomslag til andre markedsrenter og trekker styringsrenten tilsvarende opp, se røde søyler.

Samlet sett tilsier faktorer som trekker inflasjonen opp en høyere rentebane i hele prognoseperioden. Det nærmeste halvåret vil imidlertid strengere smitteverntiltak dempe den økonomiske aktiviteten. Modellanalysen tilsier derfor en lavere rentebane den nærmeste tiden, men en høyere rentebane fra slutten av 2022.

Prognosen for styringsrenten uttrykker komiteens avveining mellom målene i pengepolitikken, og rentebanen er justert mindre enn hva modellanalysen skulle tilsi. I sin samlede vurdering av innretningen av pengepolitikken søker komiteen også å ivareta hensyn som ikke fullt ut er representert i modellanalysen. Komiteens vurdering er at hensynet til å stabilisere inflasjonen rundt målet på noe sikt tilsier at styringsrenten økes

mot et mer normalt nivå. En gradvis normalisering av renten er forenlig med fortsatt høy sysselsetting. Økte renter vil også bidra til å motvirke oppbygging av finansielle ubalanser.

Enkel renteregulering for å kryssjekke pengepolitikken

En enkel estimert regel basert på hvordan Norges Bank tidligere har satt renten, kan fortelle oss noe om et historisk reaksjonsmønster i pengepolitikken, og fungere som en kryssjekk på rentenivået og prognosene den nærmeste tiden. Renteregelen vi estimerer er gitt ved:

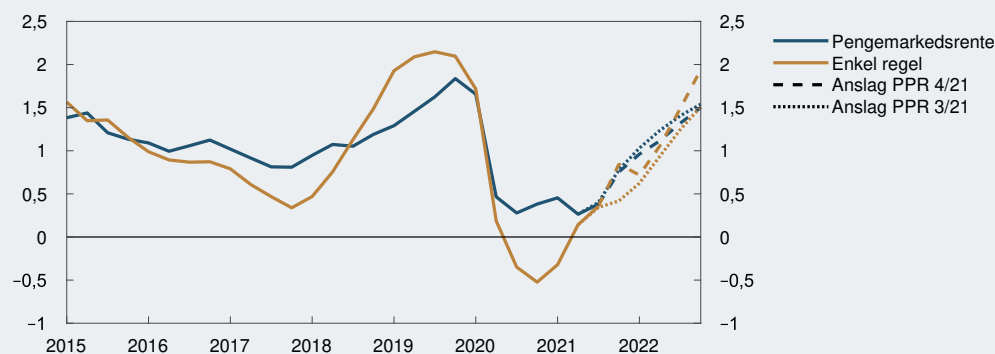
$$i_t = \rho i_{t-1} + (1 - \rho)(i_t^* + \gamma_1(\pi_t - \pi_t^*) + \gamma_2 \hat{y}_t) + \varepsilon_t$$

Her representerer i_t pengemarkedsrenten, i_t^* den nøytrale pengemarkedsrenten,¹ $\pi_t - \pi_t^*$ underliggende inflasjon i avvik fra inflasjonsmålet,² \hat{y}_t er produksjonsgapet, mens ε_t er et restledd. Ligningen er estimert på historiske data for perioden 2001–2019,³ og gir disse estimatene på koeffisientene: $\rho = 0,7$, $\gamma_1 = 1,8$ og $\gamma_2 = 0,8$.⁴ Den enkle regelen følger utviklingen i pengemarkedsrenten relativt godt over tid. Også i det neste året gir den enkle regelen en utvikling som ligner på anslagene for pengemarkedsrenten fra forrige rapport, se figur 4.A.

Den enkle regelen kan være nyttig for å oppsummere hvordan vi over tid har respondert på ny informasjon om inflasjon og kapasitetsutnyttning, men den kommer også med noen svakheter. Blant annet overser regelen andre forhold som vektlegges i pengepolitikken, som usikkerhet knyttet til virkningen av svært lave renter og risikoen for oppbyggingen av finansielle ubalanser. I tillegg er det ikke helt konsistent å bruke den enkle regelen til å kryssjekke rentebanen lenger frem, siden man ved å følge en annen rentebane også ville fått en annen utvikling i inflasjon og kapasitetsutnyttning.

Figur 4.A Enkel regel indikerer oppjustert rentebane

Prosent



Kilde: Norges Bank

- 1 Som mål på nøytral pengemarkedsrente har vi her benyttet implisitte 5 årsrenter om 5 år basert på swaprenter.
- 2 Som mål på underliggende inflasjon har vi brukt tre kvartalers glidende gjennomsnitt av annualisert kvartalsvekst av SAM-anslag for KPI-JAE tre kvartaler frem i tid. Fremover bruker vi anslag på firekvartalersveksten i KPI-JAE fra *Pengepolitisk rapport 3/21* og *Pengepolitisk rapport 4/21*.
- 3 Vi stanser estimeringen i 2019 for å unngå at koeffisientene blir påvirket av perioden med nullrente for styringsrenten.
- 4 Estimaten indikerer at Norges Bank oppfyller Taylor-prinsippet, som krever at nominell rente etter hvert må øke med mer enn en prosentenheter som en respons på en økning i inflasjonen på en prosentenheter.

NORGES BANKS PENGEPOLITISKE STRATEGI

Den pengepolitiske strategien beskriver hvordan komiteen tolker mandatet for pengepolitikken og gir en ramme for komiteens vurderinger av hvordan pengepolitikken vil innrettes i møte med ulike forstyrrelser. Strategien oppsummeres her og er publisert i sin helhet på Norges Banks nettsider.

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.

Lav og stabil inflasjon

I rentesettingen sikter vi mot å stabilisere inflasjonen, målt ved årlig vekst i konsumprisindeksen (KPI), rundt målet på 2 prosent. Så lenge det er tillit til at inflasjonen vil være lav og stabil, vil svingninger i prisveksten rundt målet trolig ikke ha vesentlige samfunnsøkonomiske kostnader. Hvor raskt vi søker å nå målet etter et avvik, vil avhenge av forstyrrelsene som har inntruffet, og om det er konflikter mellom å nå inflasjonsmålet og de øvrige hensynene i pengepolitikken. Vi vil i rentesettingen legge vekt på å unngå store og vedvarende avvik fra inflasjonsmålet, både på over- og undersiden.

Høy og stabil produksjon og sysselsetting

Pengepolitikken kan bidra til at produksjon og sysselsetting stabiliseres rundt det høyest mulige nivået som er forenlig med prisstabilitet over tid.

De samfunnsøkonomiske kostnadene ved konjunktursvingninger er asymmetriske. Høy arbeidsledighet har direkte kostnader både for samfunnet og den enkelte som ikke finner arbeid. Svært lav ledighet, derimot, har ingen direkte kostnader, men kun indirekte i form av at det kan gi for høy lønns- og prisvekst. Vi vil derfor ikke søke å lukke et positivt produksjonsgap raskt så lenge det er utsikter til at prisveksten holder seg i et område nær 2 prosent og det ikke er tegn til at finansielle ubalanser bygger seg opp.

Ved å motvirke at lavkonjunkturer blir dype og langvarige, kan pengepolitikken bidra til at arbeidsledigheten ikke fester seg på et høyt nivå, slik at det gjennomsnittlige nivået på sysselsettingen over tid blir høyest mulig.

Motvirke oppbygging av finansielle ubalanser

Dersom det er tegn til at finansielle ubalanser bygger seg opp, kan hensynet til høy og stabil produksjon og sysselsetting i noen situasjoner tilsa 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.

Reaksjonsmønster

Renten virker på inflasjonen og realøkonomien med et tidsetterslep, og virkningene er usikre. For å redusere risikoen for at pengepolitikken i seg selv kan bidra til ustabilitet i økonomien, vil vi normalt respondere mindre kraftig på forstyrrelser enn hvis det ikke hadde vært usikkerhet om virkningene av renten. Videre vil vi normalt endre styringsrenten gradvis for å gjøre pengepolitikken mer forutsigbar og redusere risikoen for uønskede svingninger i finansielle markeder og uforutsette tilpasninger blant husholdninger og bedrifter. 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 være riktig å reagere kraftigere i rentesettingen enn vanlig.

5 Beslutningsgrunnlag for motsyklisk kapitalbuffer

På møtet 15. desember vedtok Norges Banks komité for pengepolitikk og finansiell stabilitet å øke kravet til motsyklisk kapitalbuffer til 2,0 prosent med virkning fra 31. desember 2022. Slik komiteen nå vurderer den økonomiske utviklingen og utsiktene til tap og utlånskapasitet i bankene, vil bufferkravet økes til 2,5 prosent i løpet av første halvår 2022 med virkning ett år frem i tid.

Kredittverdige foretak og husholdninger synes å ha god tilgang på kreditt. Norske banker er lønnsomme og har lave utlånstap. De norske bankene er godt rustet til å oppfylle økt krav til motsyklisk kapitalbuffer og samtidig opprettholde kreditttilbudet.

Vi venter at tapene fremover vil ligge nær gjennomsnittet for de siste 20 årene. Omfattende smitteverntiltak øker usikkerheten omkring tapsanslagene noe. En relativt liten andel av bankenes eksponeringer er mot de næringene som har blitt mest direkte rammet av smitteverntiltak. Det begrenser bankenes tapsrisiko. Blir det behov for mer langvarige smitteverntiltak som bremser den økonomiske aktiviteten, kan bankenes tap øke.

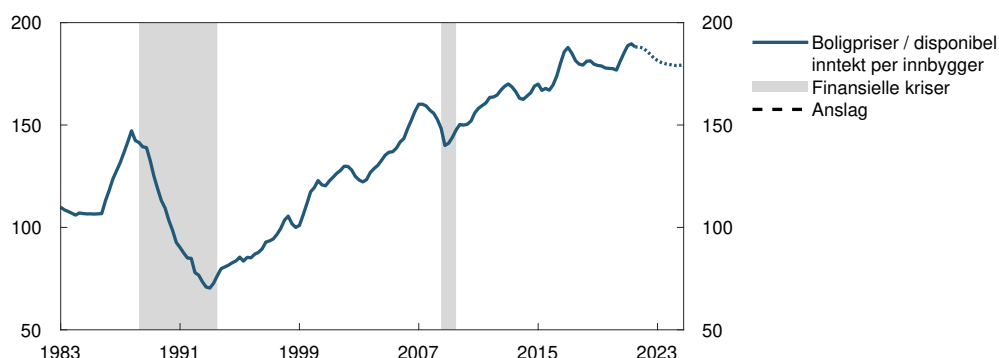
Før reduksjonen i mars 2020 var kravet til motsyklisk kapitalbuffer 2,5 prosent med bakgrunn i at finansielle ubalanser hadde bygget seg opp over lengre tid. I løpet av koronapandemien har boligprisene og prisene på næringseiendom økt betydelig, og kredittveksten til husholdningene har tiltatt. Det siste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

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 gjennom pandemien

Indeks. 4. kv. 1998 = 100



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

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 tredje kvartal, og de venter ingen endringer fremover.

I obligasjonsmarkedet for foretak har utstedelsesvolumet vært høyt det siste året. Risikopåslagene for de fleste næringene har steget litt de siste ukene, men er fortsatt lave. Samlet synes kredittverdige foretak og husholdninger å ha god tilgang på kreditt.

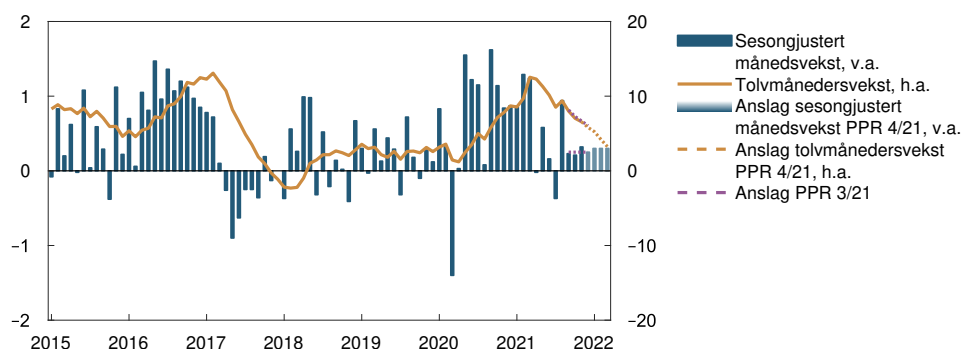
5.2 Finansielle ubalanser

Moderat prisutvikling i boligmarkedet

Boligprisene har økt mer enn inntektene gjennom pandemien, se figur 5.1. Den sterke prisveksten under pandemien har økt sårbarheten i boligmarkedet. Utviklingen 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 hjemmekontor har økt, og forbruksmulighetene ellers har vært begrensede. Boligprisveksten har vært mer moderat det siste halve året og prisutviklingen har i høst vært som anslått, se figur 5.2. Fallet i boligprisveksten skyldes trolig forventninger om økte utlånsrenter og en normalisering av

Figur 5.2 Boligprisveksten har avtatt det siste halvåret

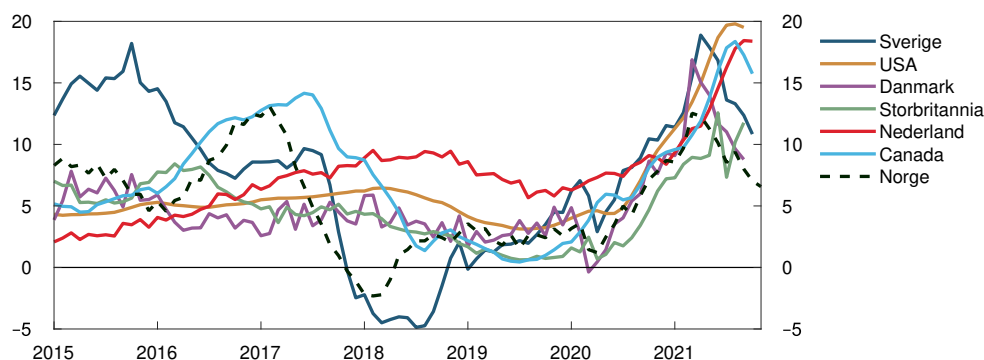
Prosent



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

Figur 5.3 Boligprisene har økt i mange land

Tolv månedersvekst



Kilder: Danmarks Statistik, Eiendomsverdi, Eiendom Norge, Federal Reserve Economic Data, Finn.no, HM Land Registry, National Bank of Canada, Statistics Netherlands, Teranet og Valueguard

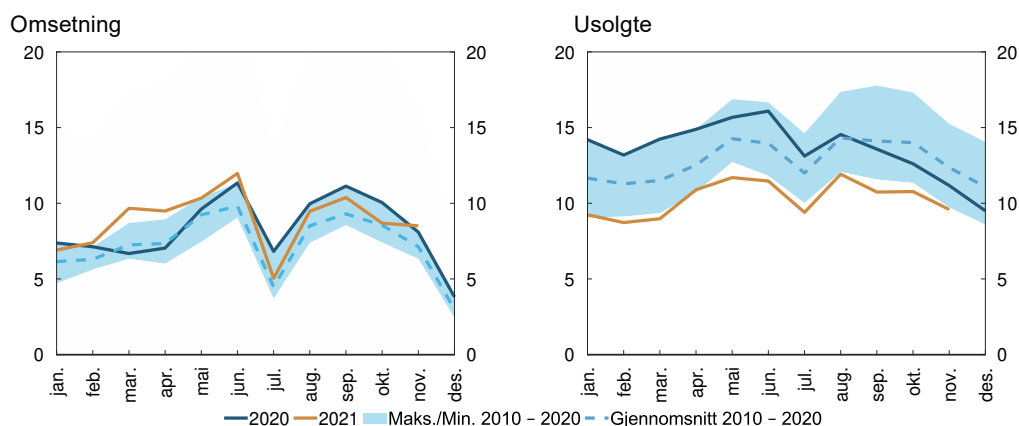
husholdningenes forbruksmønster i takt med gjenåpningen av samfunnet. I Norge har avdempingen vært tydeligst i Oslo, og i november hadde Oslo den laveste tolv månedersveksten blant de store norske byene.

Det har vært sterk boligprisvekst i mange land under pandemien, se figur 5.3. Det siste halve året har veksten moderert seg i Skandinavia, mens i andre land, som i USA og Nederland, er prisveksten fortsatt høy.

Omsetningen i bruktboligmarkedet er fortsatt på et høyt nivå, se figur 5.4. Beholdningen av usolgte bruktboliger har vært på et lavt nivå siden i fjor høst. I nyboligmarkedet tok salget seg betydelig opp på høsten i fjor og var på et høyt nivå frem til sommeren, se figur 5.5. Den siste tiden har salget av eneboliger og småhus falt til et historisk lavt nivå, mens salget av leiligheter har holdt seg oppe. Samlet har aktiviteten i nyboligmarkedet falt noe den siste tiden, men er fortsatt på et høyt nivå. Det lave salget av nye hus bør ses i sammenheng med at prisene på trelast, som er en viktig innsatsfaktor for bygging av hus, har økt betydelig gjennom 2021, se ramme side 40. Den høye veksten i byggekostnader har bidratt til å redusere boliginvesteringene og igangsettingen av nye boliger, men vi venter at denne effekten er midlertidig, se nærmere omtale i kapittel 3.

Figur 5.4 Høy aktivitet i bruktboligmarkedet

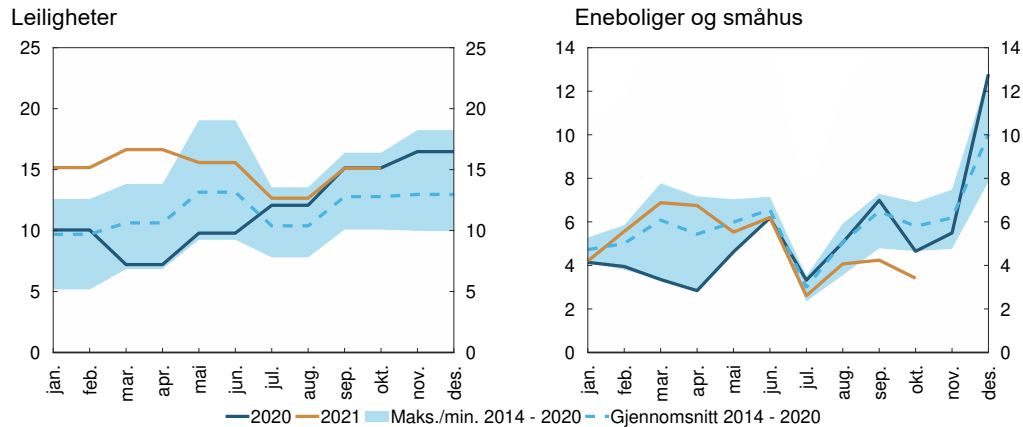
Antall bruktboliger i tusen



Kilder: Eiendom Norge, Eiendomsverdi og Finn.no

Figur 5.5 Nyboligsalget er lavest for eneboliger og småhus

Omsetning. Antall nye boliger i hundre



Kilder: Boligprodusentenes Forening og ECON Nye boliger, Samfunnsøkonomisk Analyse AS

Vi venter moderat boligprisvekst fremover, se figur 5.6. Økte utlånsrenter og økt boligbygging vil dempe boligprisveksten. Høy aktivitet i boligmarkedet, få usolgte boliger og utsikter til økt disponibel inntekt bidrar til å holde veksten oppe. Anslagene neste år er noe oppjustert fra forrige rapport, blant annet som følge av gjeninnføring av smitteverniltak, utsikter til lavere boligbygging og noe lavere utlånsrenter enn tidligere anslått.

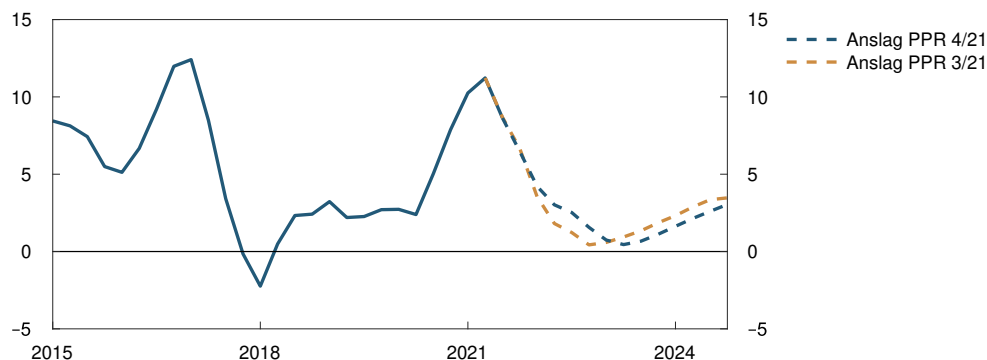
Husholdningenes gjeldsvekst avtar

Kredittveksten til husholdningene steg fra våren i fjor til frem til i sommer, drevet av høy aktivitet og prisvekst i boligmarkedet. Gjennom sommeren og høsten har imidlertid veksten flatet ut og falt noe tilbake. Avdempingen tyder på at effekten på kredittveksten av høy aktivitet og prisvekst i boligmarkedet er uttømt. Vi venter at veksten i kreditt til husholdninger vil avta videre fremover, parallelt med fortsatt moderat boligprisvekst og høyere utlånsrenter, se figur 5.7.

Husholdningenes gjeldsbelastning er på et høyt nivå etter å ha vokst mye over lengre tid, se figur 5.8. Sett under ett har gjeldsbelastningen økt noe gjennom 2020 og 2021. Finanstilsynets Boliglånsundersøkelse viser at andelen nye boliglån med gjeldsgrad over

Figur 5.6 Moderat vekst i boligprisene fremover

Boligpriser. Firekvartalersvekst. Prosent



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

Sårbarheter i husholdningssektoren

Høy gjeld i husholdningene og sterk vekst i boligprisene gjennom pandemien er de viktigste sårbarhetene i husholdningssektoren, se omtale i *Finansiell stabilitet 2021*. 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.

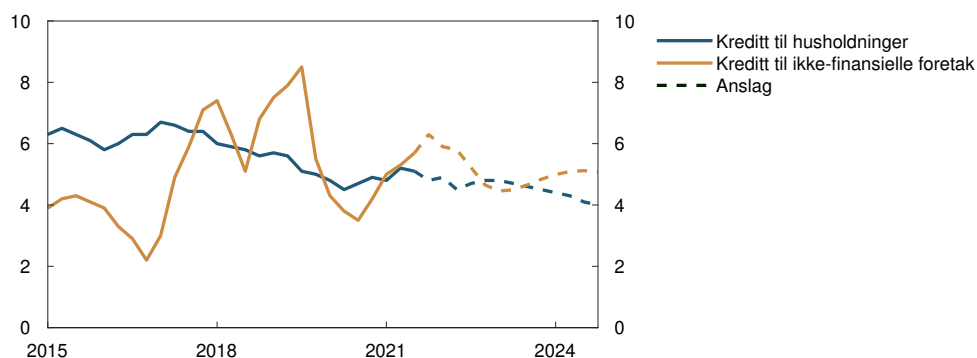
5 falt betydelig etter innføringen av Boliglånsforskriften i 2017, se figur 5.9.¹ Samtidig har andelen nye boliglån med gjeldsgrad nær 5 økt markert de siste årene. Våre anslag for kreditt- og inntekstvekst innebærer en nokså flat utvikling i gjeldsbelastningen neste år, før den øker noe igjen fra 2023 (figur 5.8). Videre medfører økte utlånsrenter fremover at renteutgifter vil øke målt i forhold til husholdningenes inntekter. På den annen side har høy sparing under pandemien økt husholdningenes finansielle buffere, noe som gjør dem bedre rustet i møte med økte renteutgifter, se også omtale i kapittel 3.

Veksten i foretakenes innenlandske kreditt har økt jevnt siden høsten 2020 (figur 5.7), og den siste tiden har utviklingen vært sterkere enn anslått. 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. Det er særlig utlån til næringsseiendom som har bidratt til den sterke veksten i obligasjonsutstedelsene.

En viktig driver for foretakskreditten er utviklingen i foretaksinvesteringer. Vi venter at veksten i kreditt til foretak skal avta gjennom 2022 (figur 5.7). I takt med en økning i

Figur 5.7 Lavere kredittvekst fremover

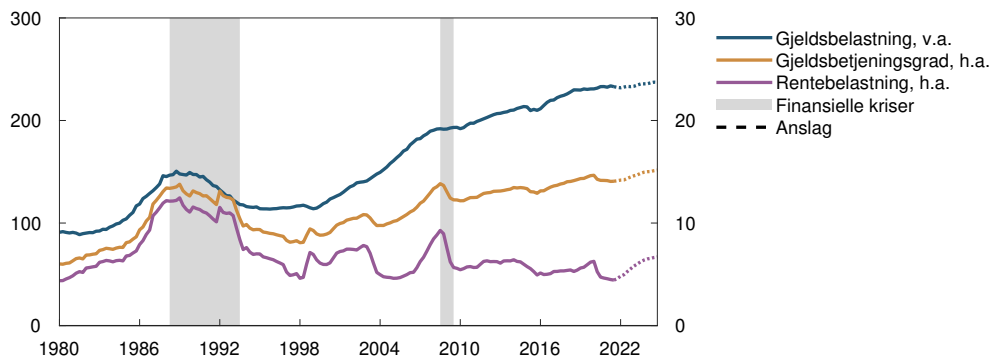
Kreditt. Firekvartalersvekst. Prosent



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

¹ Utlånsforskriften setter krav om at gjeldsgraden ikke skal overstige fem ganger bruttoinntekt.

Figur 5.8 Gjeldsbelastningen ventes å øke noe
Prosent



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

investeringer knyttet til klima- og energiomstillingen (se kapittel 3) venter vi at veksten tar seg opp igjen frem mot 2024.

Utsikter til moderat prisvekst i næringseiendom

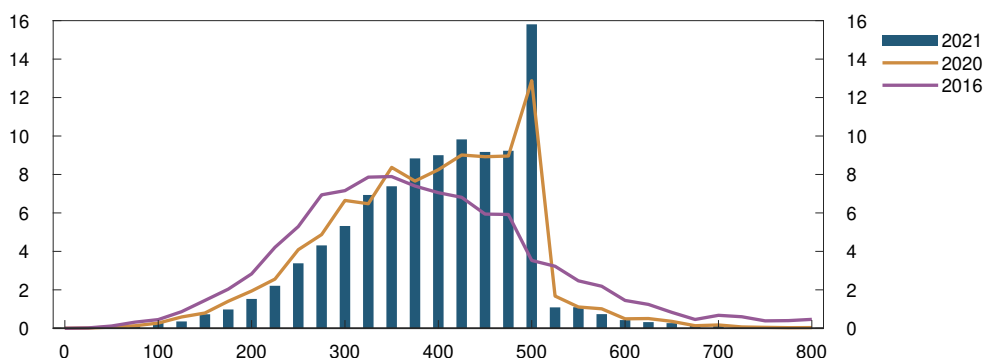
Salgsprisene på næringseiendom beregnes som leiepriser delt på et avkastningskrav. Salgsprisene har steget markert gjennom pandemien, se figur 5.10. I starten av pandemien falt salgsprisene som følge av reduserte leiepriser. Fallet ble imidlertid mer enn hentet inn i andre halvår i fjor som følge av et betydelig fall i avkastningskravet. I andre kvartal i år steg leie- og salgspriser, og i høst har prisene vært uendret.

Avkastningskravet, som avhenger av risikofri rente og en risikopremie, har vært på et rekordlavt nivå siden fjerde kvartal i fjor. Risikopremien, målt som differansen mellom avkastningskravet og 5-års swaprente, har vært nær nivået fra før pandemien det siste halvåret, se figur 5.11. Risikopremien er lav i Oslo sammenliknet med andre europeiske byer. Markedsaktører peker på ulike årsaker til den lave risikopremien i Oslo, herunder at norske investorer har betydelige midler å plassere.

Næringseiendomsforetakene har blitt mer solide siden før finanskrisen, se figur 5.12. Egenkapitalandelen falt litt i 2020, men er fortsatt på et høyt nivå i en historisk sammenheng. En høyere egenkapitalandel gjør at næringseiendomsforetakene står bedre rustet ved prisfall enn ved tidligere finansielle kriser. Oppgangen i egenkapital skyldes

Figur 5.9 Økende gjeldsgrad for nye boliglån

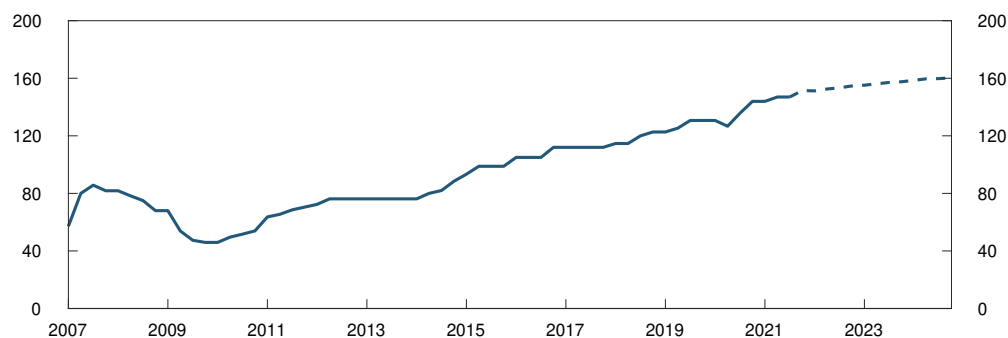
Nye nedbetalingslån etter gjeldsgrad som prosent av samlet lånebeløp



Kilde: Finanstilsynet

Figur 5.10 Moderat vekst i prisene på næringseiendom

Beregnete salgspriser på næringseiendom. Tusen kroner per kvadratmeter



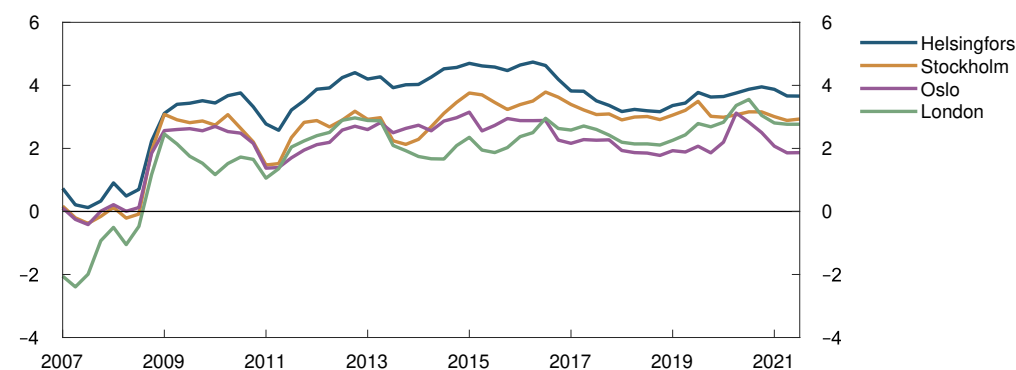
Kilder: JLL og Norges Bank

i stor grad at den sterke prisveksten de siste årene ikke har vært motsvart av en tilsvarende opplåning. I Norges Banks utlånsundersøkelse i tredje kvartal meldte bankene om at belåningsgraden på nye lån til næringseiendom det siste halve året var uendret eller noe lavere sammenliknet med før pandemiåret 2020. Det tyder isolert sett på at egenkapitalandelen til næringseiendomsforetak vil øke i 2021. Vi venter at bankene får lave tap på næringseiendom fremover.

Et fall i salgspriser vil kunne redusere næringseiendomsforetakenes egenkapital og øke bankenes tap. I rapporten *Finansiell stabilitet 2021* vurderer vi lave avkastningskrav som en viktig syklisk sårbarhet. En enkel sensitivitetsøvelse viser effekten på foretakenes soliditet av et prisfall på 15 prosent drevet av økt avkastningskrav.² I sensitivitetsøvelsen får en betydelig del av foretakene vesentlig redusert soliditet, se figur 5.12. Det er særlig foretakene med lav egenkapitalandel som blir rammet av prisfallet. Effekten på bankens tap av et kraftig fall i salgspriser på næringseiendom vil blant annet avhenge av varigheten på prisfallet. En analyse Norges Bank nylig har gjort,³ viser at ved varig fall i eiendommens verdi på drøyt 30 prosent, drevet av både høyere avkastningskrav og lavere leie-

Figur 5.11 Risikopremien er lav i Oslo

Avkastningskrav (yield) fratrukket femårs swaprente. Prosentenheter



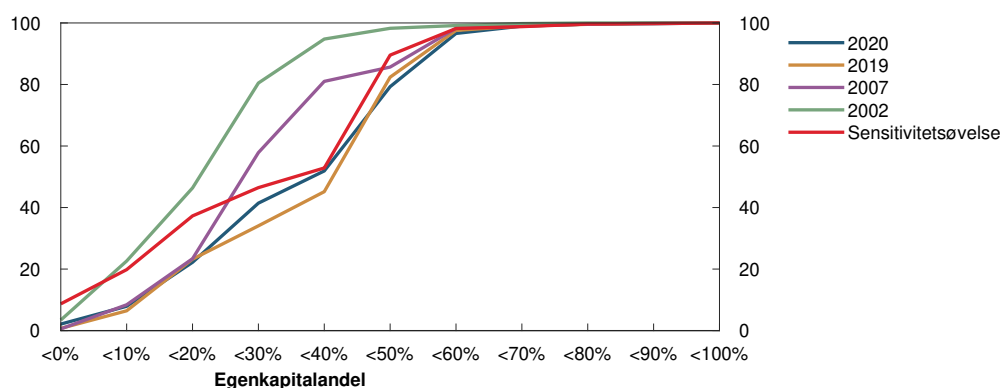
Kilder: JLL og Datastream

² For prestisjelokaler innebærer prisfallet en økning i avkastningskravet på 60 basispunkter. Vi antar at eiendommene bokføres til virkelig verdi, som innebærer at bokført egenkapital reduseres med hele prisfallet.

³ Se Hjelseth, I.N., H. Solheim og B.H. Vatne (2021) «Varig prisfall på næringseiendom kan gi store tap i bankene». Innlegg publisert på *Bankplassen blogg* 29. november 2021. Norges Bank.

Figur 5.12 Et prisfall kan redusere soliditeten

Andel av foretakenes gjeld innenfor hver terskel av egenkapitalandel. Prosent



Kilde: Norges Bank

priser, kan bankenes tap på næringseiendom bli om lag 25 ganger høyere enn normalt et par år etter verdifallet.⁴

I tråd med fortsatt vekst i økonomien venter vi moderat prisvekst på næringseiendom fremover (figur 5.10). Potensielle strukturelle endringer innen ulike næringseidoms-segmenter er et usikkerhetsmoment for fremtidig prisutvikling. Innen kontorsegmentet, som er særlig viktig for finansiell stabilitet, ser vi foreløpig ikke tegn til at strukturelle endringer vil føre til en markert reduksjon i etterspørselen etter kontorareal.

⁴ Analysen peker på at effekten av et prisfall på foretakenes egenkapital dempes dersom et foretak bokfører eiendommer til historisk kost i stedet for til markedsverdi.

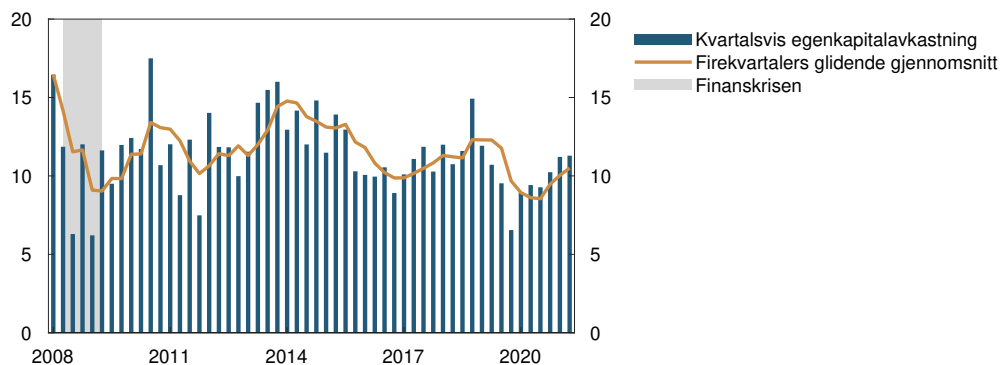
Ny prisstatistikk for prestisjelokaler

Norges Bank har nylig skiftet leverandør av prisstatistikk for prestisjelokaler fra CBRE til Jones Lang LaSalle (JLL), se ramme i rapporten *Finansiell stabilitet 2021*. Den nye statistikken dekker et bredere sett av kontorlokaler, som innebærer at leiepriser og beregnede salgspriser er på et lavere nivå. Både JLLs og CBREs statistikk viser en betydelig økning i beregnede reelle salgspriser på prestisjelokaler over en lengre periode. Videre viser JLLs prisstatistikk en sterk, men noe svakere prisvekst enn prisstatistikken fra CBRE gjennom pandemien. Vår vurdering av sårbarhet innen næringseiendom er uendret i lys av ny prisstatistikk.

Sårbarheter i næringseiendom

Bankenes høye eksponering mot næringseiendom og lave avkastningskrav er viktige sårbarheter i det finansielle systemet, se omtale i *Finansiell stabilitet 2021*. 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 kontorlokalene (prestisjelokaler) i Oslo benyttes derfor som en viktig indikator for sårbarheten i næringseiendom.

Figur 5.13 Bankene er lønnsomme
Egenkapitalavkastning. Annualisert. Prosent



Kilder: S&P Capital IQ og Norges Bank

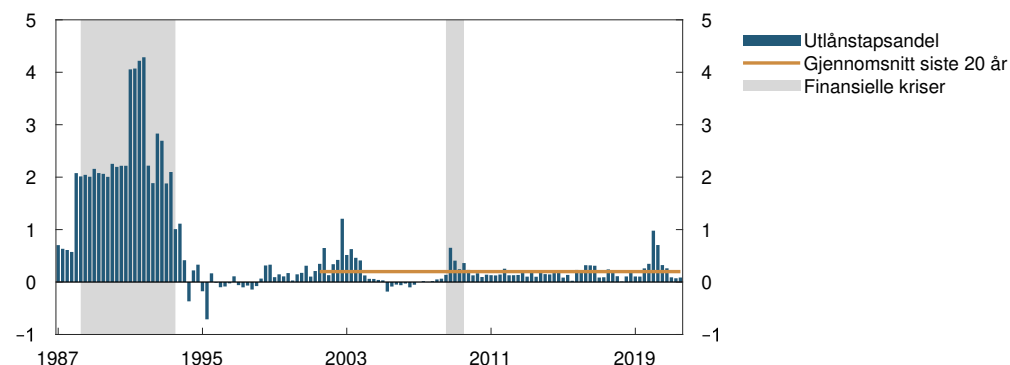
5.3 Bankene

God lønnsomhet er den viktigste faktoren for bankenes evne til å tåle tap. Egenkapitalavkastningen til de største norske bankene økte marginalt til i overkant av 11 prosent i tredje kvartal, se figur 5.13. Lave tap på utlån har løftet bankenes lønnsomhet den siste tiden. Netto renteinntekter, som er bankenes viktigste inntektskilde, er fortsatt på lave nivåer sammenlignet med før pandemien. Fremover venter vi økte netto renteinntekter som følge av økte renter.

Bankenes utlånstap har vært på et lavt nivå så langt i år, se figur 5.14. Bankenes samlede utlånstap var i underkant av 0,1 prosent av brutto utlån i tredje kvartal, som er omtrent halvparten av gjennomsnittet for de siste 20 årene. For de store bankene samlet var det fortsatt netto tilbakeføringer i tredje kvartal. Bankenes tilbakeføringer gjenspeiler at den økonomiske utviklingen har vært bedre enn ventet.

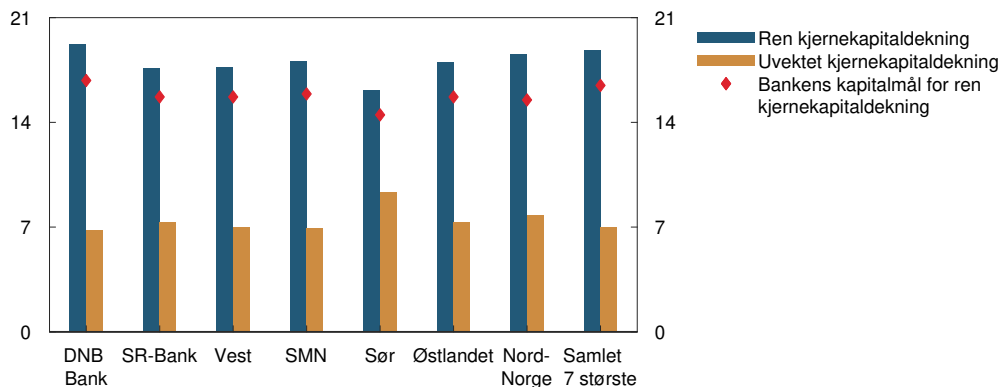
Vi venter noe høyere tap fremover, i hovedsak som følge av reduserte tilbakeføringer, og at utlånstapene holder seg nær gjennomsnittet for de siste 20 årene. Omfattende smitteverntiltak øker usikkerheten omkring tapsanslagene noe. En relativt liten andel av bankenes eksponeringer er mot de næringene som har blitt mest direkte rammet av

Figur 5.14 Utlånstap er lave
Utlånstap som andel av utlån. Annualisert. Prosent



Kilde: Norges Bank

Figur 5.15 Bankene er godt rustet til å oppfylle økt bufferkrav
Største norskeide bankkonsern. Prosent



Kilder: Bankkonsernernes kvartalsrapporter og Norges Bank

smitteverntiltak. Det begrenser bankenes tapsrisiko. Bli det behov for mer langvarige smitteverntiltak som bremser den økonomiske aktiviteten, kan bankenes tap øke.

De norske bankene er solide. Ren kjernekapitaldekning for de største bankene økte noe i tredje kvartal, og flertallet av bankene økte sin margin til kapitalmålene som følge av god inntjening, se figur 5.15. Det var høy utlånsvekst i de bankene som reduserte sin margin.

En høyere motsyklisk kapitalbuffer gjør bankene bedre rustet for fremtidige forstyrrelser. Stresstesten i *Finansiell stabilitet 2021* viser at bankenes tapståleevne i utgangspunktet er god, blant annet som følge av at bankene nå har god margin til kapitalkravene. Økt krav til motsyklisk kapitalbuffer vil bidra til å opprettholde tapståleevnen i bankene.

Vi venter at den rene kjernekapitaldekningen til de store norske bankene samlet vil falle gradvis mot om lag 17 prosent i årene fremover, som tilsvarer en kapitalmargin over samlede kapitalkrav på 1 prosent ved en motsyklisk buffer på 2,5 prosent, se referansebanen i stresstesten. Ekstraordinære utbytterestriksjoner opphørte ved utgangen av tredje kvartal, og vi venter at bankene vil holde tilbake mindre av overskuddet enn under pandemien. Det vil trekke ned kapitaldekningen. Nye krav⁵ til interne modeller innebærer en skjerpelse av beregningen av risikovekter, som vil svekke bankenes kapitaldekning. På den annen side vil EUs kapitalkravsforordning CRR 2 redusere beregningsgrunnlaget for utlån til små og mellomstore bedrifter og utlån til infrastrukturprosjekter. Bankene er godt rustet til å oppfylle økt krav til motsyklisk kapitalbuffer og samtidig opprettholde kreditttilbudet.

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

Vedlegg

Tabeller med detaljerte anslag

Tabell 1 Internasjonale anslag

Endring i anslag fra Pengepolitisk rapport 3/21 i parentes	Vekter ¹ Prosent	Prosentvis endring fra foregående år				
		2020	2021	2022	2023	2024
BNP						
USA	10	-3,4 (0)	5,6 (-0,1)	3,3 (-0,6)	2,3 (0,6)	1,5 (0,1)
Euroområdet	35	-6,5 (0)	5,2 (0,1)	3,9 (0)	2,2 (0,2)	1,5 (-0,2)
Storbritannia	11	-9,7 (0,1)	6,8 (0,5)	4,7 (-1)	2,5 (0,3)	1,2 (0)
Sverige	13	-3,1 (-0,2)	4,6 (0,9)	2,8 (-0,3)	2,1 (0)	1,7 (0)
Kina	7	2,3 (0)	7,8 (-0,3)	4,8 (-0,6)	5,3 (-0,2)	5,2 (-0,2)
13 handelspartnere ¹	100	-4,5 (0)	5,5 (0,3)	3,7 (-0,3)	2,7 (0,2)	2 (-0,1)
5 handelspartnere ²		-4,9 (0)	5,7 (0,2)	3,9 (-0,3)	2,6 (0,2)	1,9 (-0,1)
Priser						
Underliggende prisvekst ³		1,1 (0)	2 (0,1)	2,5 (0,5)	1,9 (0,1)	1,9 (0,1)
Lønnsvekst ⁴		0,6 (-0,1)	3,2 (0)	3,1 (0,3)	2,9 (0,1)	2,7 (0)
Priser på konsumvarer Norge importerer ⁵		0,5 (0)	2 (0,4)	2,3 (1)	0,9 (0,2)	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				2022		
	sep	okt	nov	des	jan	feb	mar
KPI							
Faktisk	4,1	3,5	5,1				
Anslag PPR 3/21	3,9	3,3	3,9	3,4			
Anslag PPR 4/21				5,0	3,6	3,5	3,7
KPI-JAE							
Faktisk	1,2	0,9	1,3				
Anslag PPR 3/21	1,2	0,9	1,1	1,1			
Anslag PPR 4/21				1,3	1,0	1,2	1,2
Importerte varer i KPI-JAE							
Faktisk	0,9	0,3	0,8				
Anslag PPR 3/21	0,5	0,3	1,0	0,6			
Anslag PPR 4/21				0,5	0,2	0,3	0,6
Norskproduserte varer og tjenester i KPI-JAE							
Faktisk	1,4	1,2	1,7				
Anslag PPR 3/21	1,5	1,2	1,3	1,3			
Anslag PPR 4/21				1,6	1,5	1,6	1,6

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

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

	2021			2022	
	2.kv	3.kv	4.kv.	1.kv.	
Faktisk		1,1	2,6		
Anslag PPR 3/21			2,3	1,3	
Anslag PPR 4/21				1,3	-0,4

Kilder: Kvartalsvis nasjonalregnskap fra Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

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

	2021				2022		
	sep	okt	nov	des	jan	feb	mar
Faktisk	0,8	0,0					
Anslag PPR 3/21	0,6	0,3	0,3	0,2			
Anslag PPR 4/21			0,6	0,0	-1,0	0,1	0,7

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

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

	2021				2022		
	sep	okt	nov	des	jan	feb	mar
Faktisk	2,6	2,4	2,3				
Anslag PPR 3/21	2,6	2,5	2,4	2,4			
Anslag PPR 4/21				2,5	3,0	2,9	2,7

Kilder: NAV og Norges Bank

Tabell 3 Anslag på makroøkonomiske hovedstørrelser

Endring i anslag fra Pengepolitisk rapport 3/21 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	3,5 (0,3)	2,7 (1,2)	1,5 (0,3)	2,0 (0,1)
KPI-JAE		3,0	1,7 (0,1)	1,7 (0,3)	2,0 (0,4)	2,0 (0,2)
Årslønn		3,1	3,1 (0,1)	3,2 (0,1)	3,6 (0,2)	3,5 (0,2)
Realøkonomi¹						
Bruttonasjonalprodukt (BNP)	3402	-1,3	4,2 (1,2)	4,3 (0,5)	2,5 (1,2)	1,3 (0,4)
BNP for Fastlands-Norge	3035	-3,0	4,1 (0,2)	3,5 (-1,0)	2,0 (0,8)	1,0 (0,2)
Produksjonsgap for Fastlands-Norge (nivå)		-2,9	-0,8 (0,2)	0,7 (-0,6)	1,3 (0,0)	1,0 (0,1)
Sysselsetting, personer, KNR		-1,5	1,3 (0,6)	2,5 (-0,1)	0,7 (0,2)	0,3 (0,1)
Registrert ledighet (rate, nivå)		5,0	3,1 (0,0)	2,4 (0,2)	2,1 (0,0)	2,0 (-0,2)
Etterspørsel¹						
Etterspørsel fra Fastlands-Norge	3124	-3,8	3,1 (0,1)	3,6 (-2,2)	4,0 (1,4)	0,6 (0,1)
- Husholdningenes konsum	1497	-7,0	4,6 (1,0)	6,0 (-3,6)	6,0 (2,4)	2,0 (0,5)
- Foretaksinvesteringer	313	-5,0	1,4 (0,3)	2,2 (-1,6)	6,3 (0,0)	5,9 (-0,3)
- Boliginvesteringer	191	-4,0	2,3 (-2,8)	3,5 (0,2)	2,4 (1,5)	0,7 (-0,3)
- Offentlig etterspørsel	1122	1,3	1,6 (-0,8)	0,8 (-0,7)	0,5 (0,3)	0,3 (-0,2)
Petroleumsinvesteringer	181	-4,1	-1,0 (1,0)	-6,0 (2,0)	10,0 (0,0)	9,0 (0,0)
Eksport fra Fastlands-Norge	640	-8,7	4,3 (0,1)	4,8 (-1,9)	4,0 (0,5)	2,6 (0,1)
Import	1127	-12,1	1,3 (0,7)	5,8 (-4,4)	8,6 (2,4)	4,6 (-0,2)
Boligpriser og gjeld						
Boligpriser		4,5	9,1 (-0,1)	2,8 (1,1)	0,7 (-0,5)	2,4 (-0,6)
Kreditt til husholdningene (K2)		4,9	4,8 (0,0)	4,9 (0,1)	4,6 (0,1)	4,1 (0,0)
Renter, valutakurs og oljepris						
Styrringsrente (nivå)		0,4	0,1 (0,0)	0,8 (-0,1)	1,5 (0,1)	1,7 (0,1)
Importveid valutakurs (I-44) (nivå)		115,0	108,8 (-0,2)	107,8 (1,6)	105,0 (0,5)	104,3 (0,1)
Pengemarkedsrente hos handelspartnere (nivå)		0,0	-0,2 (0,0)	0,1 (0,2)	0,4 (0,3)	0,6 (0,2)
Oljepris Brent Blend. USD per fat		41,8	70,6 (1,2)	73,1 (2,3)	70,0 (3,8)	68,1 (5,5)
Husholdningenes inntekt og sparing¹						
Disponibel realinntekt utenom aksjeutbytte		3,2	0,6 (0,3)	2,2 (-0,6)	2,2 (0,4)	1,8 (0,4)
Sparerate utenom aksjeutbytte (rate, nivå)		12,5	8,7 (-0,6)	5,6 (2,0)	2,4 (0,2)	2,5 (0,2)
Finanspolitikken						
Strukturelt, oljekorrigert underskudd som andel av SPU ²		3,6	3,5(-0,2)	2,8(-0,1)	2,6(-0,3)	2,6(-0,3)
Strukturelt, oljekorrigert underskudd som andel av trend-BNP		11,6	11,6	10,3	9,6	9,6

1 Alle tall er virkedagskorrigert.

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 4|21 – desember

