



NORGES BANK

1 | 22

MARS

**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: Ida Wolden Bache

Innhold

PENGEPOLITISKE VURDERINGER	5
VURDERING AV MOTSYKLISK KAPITALBUFFER	10
DEL 1: PENGEPOLITIKKEN	
1 INTERNASJONAL ØKONOMI	12
– <i>Kraftig økning i råvarepriser</i>	16
2 FINANSIELLE FORHOLD	18
2.1 Rentene	18
2.2 Kronekursen	20
3 NORSK ØKONOMI	21
3.1 Produksjon og etterspørsel	21
3.2 Arbeidsmarkedet	26
– <i>Høyere kapasitetsutnytting</i>	30
3.3 Kostnader og priser	32
– <i>Indikatorer for underliggende inflasjon i Norge</i>	37
4 PENGEPOLITISK ANALYSE	39
4.1 Mål og tilbakeblikk	39
4.2 Ny informasjon og nye vurderinger	40
4.3 Faktorene bak endringer i rentebanen	43
– <i>Norges Banks pengepolitiske strategi</i>	46
DEL 2: FINANSIELL STABILITET	
5 BESLUTNINGSGRUNNLAG FOR MOTSYKLISK KAPITALBUFFER	47
5.1 Tilgang på kreditt	47
5.2 Finansielle ubalanser	48
5.3 Bankene	53
VEDLEGG	
Anslagstabeller	55

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 46](#).

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 1/22

På møtene 8. mars og 15. mars drøftet komiteen de økonomiske utsiktene, innretningen av pengepolitikken og nivået på bufferkravet. På grunnlag av drøftingene og en anbefaling fra bankens administrasjon fattet komiteen på møtet 23. mars vedtak om styringsrenten og nivået på bufferkravet.

Pengepolitiske vurderinger

Aktiviteten i norsk økonomi har fortsatt å øke etter at smitteverntiltakene ble fjernet i vinter. Siden forrige pengepolitiske rapport har arbeidsledigheten falt til et lavt nivå, og lønns- og prisveksten har vært høyere enn ventet. Krigen i Ukraina skaper usikkerhet om den økonomiske utviklingen, men det er utsikter til at oppgangen i norsk økonomi fortsetter. Stigende lønnsvekst og høyere prisvekst på varene vi importerer ventes å løfte inflasjonen fremover. Hensynet til å stabilisere inflasjonen rundt målet på noe sikt tilsier en høyere styringsrente.

Norges Banks komité for pengepolitikk og finansiell stabilitet vedtok på møtet 23. mars å sette styringsrenten opp fra 0,5 til 0,75 prosent. Slik komiteen nå vurderer utsiktene og risikobildet, vil styringsrenten mest sannsynlig settes videre opp i juni.

Krigen i Ukraina skaper usikkerhet om globale vekst- og inflasjonsutsikter

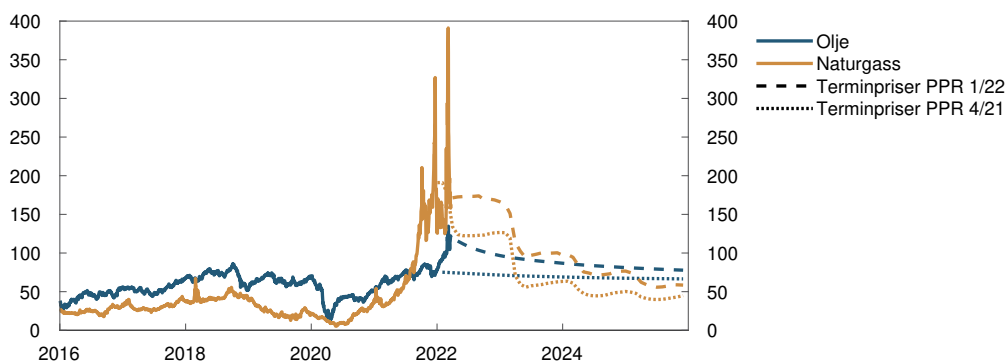
Den økonomiske aktiviteten hos Norges handelspartnere har fortsatt å stige. I fjerde kvartal var BNP-veksten for handelspartnere samlet litt høyere enn anslått i Pengepolitisk rapport 4/21. Arbeidsmarkedene har bedret seg, og lønnsveksten er på vei opp. Omikronbølgen i vinter ble mer kortvarig i industrilandene enn lagt til grunn i forrige rapport, og mange land har avvirket de fleste smitteverntiltakene.

Høye energipriser, sterk vekst i fraktrater og lange leveringstider har gitt en oppgang i den samlede konsumprisveksten i mange land. Den underliggende prisveksten hos handelspartnere har også steget, og inflasjonsforventningene har økt.

Russlands invasjon av Ukraina har skapt usikkerhet om den videre økonomiske utviklingen internasjonalt. Mange råvarepriser, inkludert olje- og gassprisene, har steget siden desember, og forstyrrelser i produksjons- og distribusjonsledd kan vare lenger. Høy prisvekst, bortfall av eksportmarkeder, og økt usikkerhet hos husholdninger og bedrifter ventes å dempe den økonomiske veksten fremover, særlig i Europa. Den økonomiske oppgangen hos handelspartnere ventes å fortsette, men vekstutsiktene synes svakere

Figur A Betydelig oppgang i olje- og gassprisene

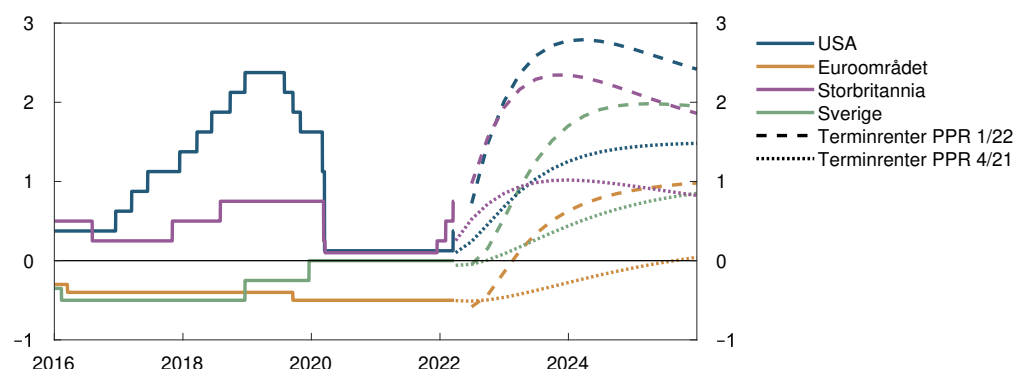
USD per fat



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

enn anslått i forrige rapport. Anslagene for lønns- og prisveksten ute er høyere enn i desember.

Usikkerhet forbundet med krigen i Ukraina har gitt store svingninger i finansmarkedene. Internasjonale aksjeindekser har falt, og risikopåslag på foretaksobligasjoner har økt. Påslagene i det norske pengemarkedet har også steget. Kronen har styrket seg mer enn anslått i forrige rapport. Styrkingen har trolig sammenheng med oppgangen i oljeprisen.

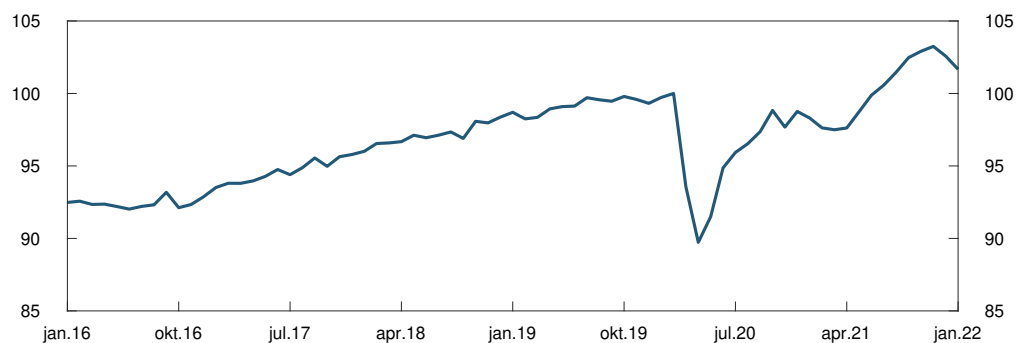
Styringsrenteforventningene internasjonalt har steget som følge av høyere inflasjon og økte inflasjonsforventninger. Langsiktige statsrenter har i stor grad fulgt styringsrenteforventningene. Norske markedsrenter har også økt og indikerer forventninger om at styringsrenten heves videre. Oppgangen i boliglånsrentene som følge av økningene i styringsrenten i fjor, har vært om lag som lagt til grunn.

Høy sysselsetting og lite ledig kapasitet i norsk økonomi

Økt smitte og smitteverntiltak bidro til at aktiviteten falt litt rundt årsskiftet, og BNP for Fastlands-Norge var lavere enn anslått i forrige rapport. Konsekvensene av den siste smittebølgen ble likevel mindre enn lagt til grunn i forrige rapport. I midten av februar avvirket regjeringen alle innenlandske smitteverntiltak, og usikkerheten om det videre forløpet for pandemien avtok.

Figur C Økt smitte ga fall i aktiviteten rundt årsskiftet

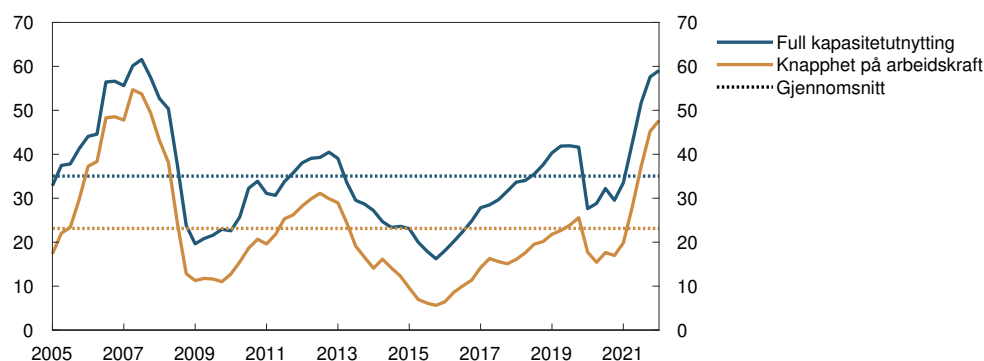
BNP for Fastlands-Norge. Sesongjustert. Indeks. Februar 2020 = 100



Kilde: Statistisk sentralbyrå

Figur D Bedriftene rapporterer om høy kapasitetsutnyttning

Kapasitetsutnyttning og knapphet på arbeidskraft ifølge Regionalt nettverk. Andeler i prosent



Kilde: Norges Bank

Informasjon fra både Norges Banks regionale nettverk og data for korttransaksjoner tyder på at aktiviteten har kommet raskt tilbake i de næringene som var mest berørt av smitteverntiltakene. Sysselsettingen har også steget mye den siste tiden. Samtidig meldte en høy andel av bedriftene i Regionalt nettverk i februar om kapasitetsproblemer og at mangel på arbeidskraft begrenser produksjonen. Mange ledige stillinger bekrefter at det er stor etterspørsel etter arbeidskraft. Den sesongjusterte registrerte arbeidsledigheten falt til 2,1 prosent i februar, som er lavere enn anslått i forrige rapport. Trolig vil kapasitetsbegrensninger dempe veksten i norsk økonomi fremover.

Krigen i Ukraina skaper usikkerhet om den videre økonomiske utviklingen også her hjemme. Høye energipriser gir store inntekter til staten og kan bidra til å løfte petroleumsinvesteringene og eksport relatert til kraft og olje- og gassutvinning, men innebærer samtidig økte utgifter for husholdninger og foretak. Noen bedrifter kan også rammes av leveranseproblemer og sviktende etterspørsel utenfra. Lavere vekst i husholdningenes disponible realinntekt vil trolig dempe veksten i privat konsum, men det er likevel utsikter til at oppgangen i norsk økonomi fortsetter.

Oljepengetruken i 2022 ser ut til å bli høyere enn lagt til grunn i forrige pengepolitiske rapport. Den økte pengebruken må blant annet sees i sammenheng med tiltak for økt beredskap i forsvaret, mottak av flyktninger fra Ukraina og forlenget strømstøtte til husholdningene. Regjeringens samlede budsjettoplegg innebærer fortsatt en strammere finanspolitikk enn i fjor.

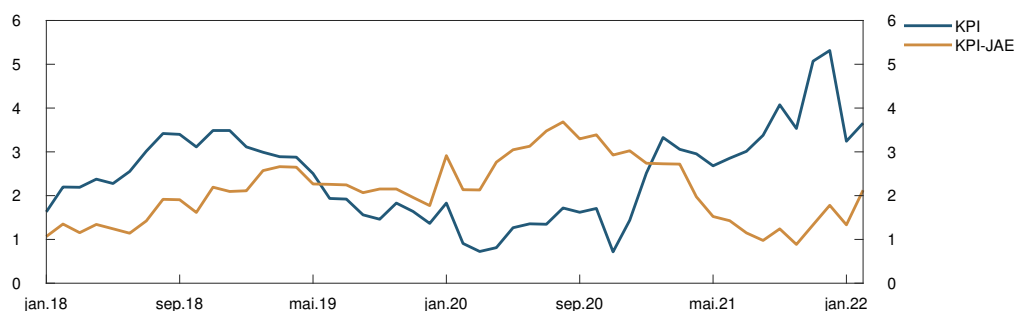
Boligprisene har steget mye i starten av året og har vært høyere enn anslått. Oppgangen har trolig sammenheng med at regelverket ved salg av bolig ble endret fra nyttår. Høy etterspørsel og få boliger til salgs kan også ha bidratt til å løfte boligprisene. Virkningene av regelendringen er trolig midlertidig, og veksten i boligprisene ventes å bli lavere fremover.

Forventninger om høyere lønns- og prisvekst

Høye energipriser har løftet den samlede konsumprisindeksen (KPI). Etter en oppgang mot slutten av fjoråret har tolv månedersveksten i KPI avtatt igjen og var 3,7 prosent i februar. Statens kompensasjonsordning for høye strømpriser har bidratt til å dempe veksten i energiprisene mer enn ventet, men KPI har likevel vært høyere enn anslått i forrige rapport.

Figur E Rask oppgang i underliggende prisvekst

KPI og KPI-JAE. Tolv månedersvekst. Prosent



Kilde: Statistisk sentralbyrå

Veksten i konsumprisindeksen justert for avgiftsendringer og uten energivarer (KPI-JAE), har tatt seg opp fra de lave nivåene i høst. Både prisveksten på de varene vi importerer og prisveksten på innenlandske varer og tjenester har steget. I februar var tolv månedersveksten i KPI-JAE 2,1 prosent, som var høyere enn anslått i forrige rapport. Andre indikatorer for underliggende prisvekst har også steget og ligger samlet sett høyere enn KPI-JAE. Inflasjonsforventningene har økt, særlig på ett til to års sikt. Forventningene til prisveksten på lengre sikt ligger noe over 2 prosent.

Lønnsveksten i 2021 ble høyere enn anslått i forrige rapport. Samtidig har lønnsforventningene for 2022 økt. Det må trolig ses i sammenheng med økt etterspørsel etter arbeidskraft og høy konsumprisvekst. Årslønnsveksten i 2022 anslås nå til 3,7 prosent, som er høyere enn i forrige rapport.

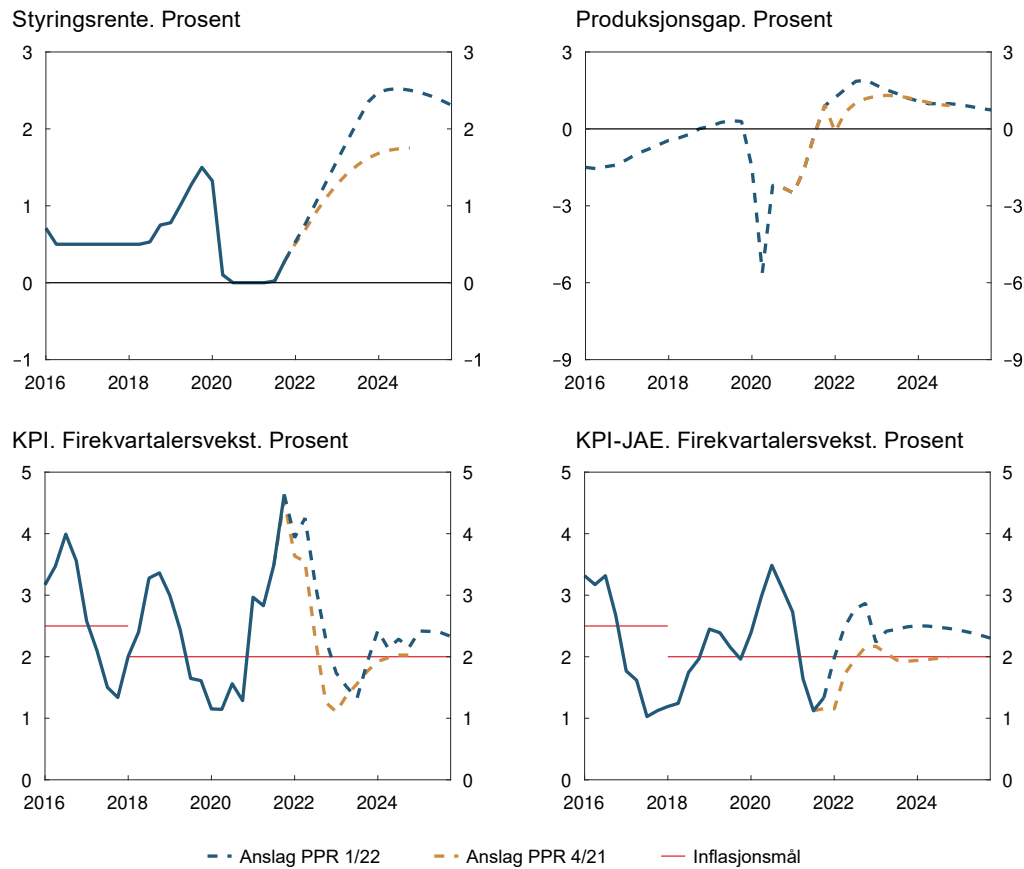
Behov for høyere rente i norsk økonomi

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.

Aktiviteten i norsk økonomi har fortsatt å øke etter at smitteverntiltakene ble fjernet i vinter. Sysselsettingen har steget videre, og kapasitetsutnyttningen i økonomien ser ut til å være over et normalt nivå. Krigen i Ukraina skaper usikkerhet om den økonomiske utviklingen, men det er utsikter til at oppgangen i norsk økonomi fortsetter. Lønns- og prisveksten har vært høyere enn anslått, og lønnsforventningene har økt. 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 en høyere styringsrente. Økte renter vil bidra til å dempe presset i norsk økonomi, men det er utsikter til at sysselsettingen vil holde seg høy. Usikkerhet om den økonomiske utviklingen og hvordan husholdningene vil tilpasse seg et høyere rentenivå, tilsier at renten økes gradvis.

Prognosen for styringsrenten er oppjustert fra forrige rapport og indikerer en styringsrente som øker til rundt 2,5 prosent ved utgangen av 2023. Det er over det som anslås som et nøytralt nivå på styringsrenten. Med en slik utvikling i renten er det utsikter til at inflasjonen vil være nær målet på noe sikt. Kapasitetsutnyttningen anslås å holde seg

Figur F Høyere styringsrente bidrar til å nå målene for pengepolitikken

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

over et normalt nivå i prognoseperioden, og arbeidsledigheten anslås å holde seg lav. Veksten i boligpriser og kreditt ventes å avta.

I drøftingen av risikobildet var komiteen opptatt av at krigen i Ukraina kan føre til at veksten internasjonalt svekkes mer enn anslått samtidig som prisveksten tiltar. Komiteen var også opptatt av risikoen for at kapasitetsbegrensninger i økonomien og vedvarende prispress internasjonalt fører til at lønns- og prisveksten skyter fart. Blir det utsikter til mer varig høy prisvekst, kan renten bli satt raskere opp.

Komiteen vedtok enstemmig å sette styringsrenten opp til 0,75 prosent. Slik komiteen nå vurderer utsiktene og risikobildet, vil styringsrenten mest sannsynlig settes videre opp i juni.

Ida Wolden Bache
Øystein Børsum
Ingvild Almås
Jeanette Fjære-Lindkjenn

23. mars 2022

Vurdering av motsyklisk kapitalbuffer

På møtet 23. mars vedtok Norges Banks komité for pengepolitikk og finansiell stabilitet å øke kravet til motsyklisk kapitalbuffer til 2,5 prosent med virkning fra 31. mars 2023.

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. Bufferkravet ble økt til 1,5 prosent i juni 2021 og til 2 prosent i desember 2021 med virkning fra henholdsvis 30. juni 2022 og 31. desember 2022.

Før reduksjonen i mars 2020 var kravet til motsyklisk kapitalbuffer 2,5 prosent. Finansielle ubalanser hadde da bygget seg opp over lengre tid. I løpet av koronapandemien har boligprisene og prisene på næringseiendom økt betydelig, og kredittveksten til husholdningene har tiltatt. Fra midten av fjoråret har veksten i eiendomsprisene vært mer moderat, blant annet som følge av forventninger om økte utlånsrenter. I år har boligprisveksten vært høyere enn forventet, men veksten ventes å avta fremover. Komiteens vurdering er at finansielle ubalanser tilsier at bufferkravet skal tilbake til 2,5 prosent.

Aktiviteten i norsk økonomi har fortsatt å øke etter at smitteverntiltakene ble fjernet i vinter. Krigen i Ukraina skaper usikkerhet om den økonomiske utviklingen, men det er utsikter til at oppgangen i norsk økonomi fortsetter.

Kredittverdige foretak og husholdninger synes å ha god tilgang på kreditt. Norske banker er lønnsomme og har lave utlånstap. Bankenes direkte tapsrisiko som følge av krigen synes å være beskjedne. Høye olje- og gasspriser demper bankenes tapsrisiko på utlån til oljerelaterte næringer. Fremover ventes lave utlånstap. Bankene er godt rustet til å oppfylle økt krav til motsyklisk kapitalbuffer og samtidig opprettholde kreditttilbudet.

På møtet 23. mars vedtok Norges Banks komité for pengepolitikk og finansiell stabilitet enstemmig å øke kravet til motsyklisk kapitalbuffer til 2,5 prosent med virkning fra 31. mars 2023.

Ida Wolden Bache
Øystein Børsum
Ingvild Almås
Jeanette Fjære-Lindkjenn

23. mars 2022

1 Internasjonal økonomi

Oppgangen i den økonomiske aktiviteten hos Norges handelspartnere var litt sterkere enn ventet i fjerde kvartal. Russlands invasjon av Ukraina bidro til økning i prisene på olje og gass og svingninger i internasjonale finansmarkeder. Anslaget for BNP-veksten hos handelspartnerne i år er nedjustert fra forrige rapport. Samlet konsumprisvekst har fortsatt å øke i flere land, og anslagene for underliggende prisvekst er oppjustert.

Krigen i Ukraina demper veksten

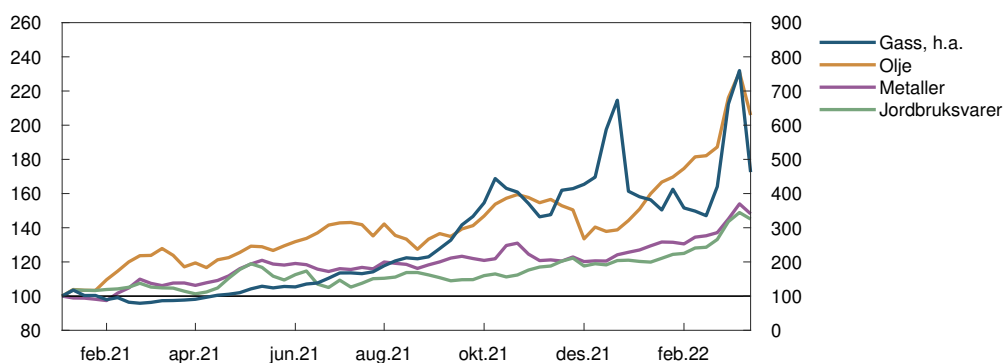
I forrige rapport la vi til grunn at økt smitte grunnet rask spredning av omikronvarianten av koronaviruset ville dempe BNP-veksten i fjerde kvartal. Aktiviteten økte med over 1,5 prosent i USA og Kina fra tredje til fjerde kvartal. I euroområdet var veksten bare 0,3 prosent i samme periode, og aktiviteten er først nå på samme nivå som før pandemien. Samlet sett ble omikronbølgen i industrilandene i vinter mer kortvarig enn vi så for oss i desemberrapporten, men i Asia har smitten økt til høye nivåer i flere land. I Kina er det innført svært strenge smitteverntiltak i flere store byer.

Russlands invasjon av Ukraina bidrar til betydelig usikkerhet om den økonomiske utviklingen fremover. Flere land har innført omfattende økonomiske sanksjoner mot Russland. Det vil trolig føre til et kraftig økonomisk tilbakeslag i Russland og redusere landets utenrikshandel. Russland er en viktig leverandør av olje og gass til Europa. Prisene på olje og gass steg markert etter invasjonen, og prisveksten på flere råvarer har tiltatt, se figur 1.1 og ramme på side 16. I våre anslag for vekst og inflasjon hos handelspartnerne legger vi fremtidsprisene for energi og råvarer til grunn.

Økte varepriser vil bidra til lavere kjøpekraft hos husholdningene, dyrere innsatsvarer for bedriftene og dempe den økonomiske aktiviteten. Strammere finansielle forhold og økt usikkerhet blant husholdninger og bedrifter vil trolig også dempe både konsum og investeringer. Anslaget for BNP-veksten i år er nedjustert fra desemberrapporten, særlig for europeiske land, se figur 1.2.

Figur 1.1 Sterk vekst i råvareprisene

Råvarepriser. Indeks. Uke 1 2021 = 100



Kilder: Refinitiv Datastream og Norges Bank

Ekspansiv penge- og finanspolitikk de siste årene bidrar fortsatt positivt til aktiviteten i de fleste land, men vi legger til grunn at pengepolitikken strammes til fra i år. Økte forsvarsutgifter og energinvesteringer i Europa vil trolig løfte aktiviteten utover i prognoseperioden. I Kina venter vi at politikkomleggingen mot en mer balansert vekst fortsetter, og fremover venter vi lavere vekst enn i årene før pandemien. Vi anslår at BNP-veksten hos handelspartnerne avtar gradvis fra 3,4 prosent i 2022 til om lag 2 prosent i 2024, se tabell 1 i vedlegget. Vi anslår at kapasitetsutnyttningen hos handelspartnerne samlet er litt høyere enn normalt fra neste år og ut prognoseperioden. Importen til handelspartnerne anslås å øke med 6 prosent i 2022 og nær 5 prosent i 2023.

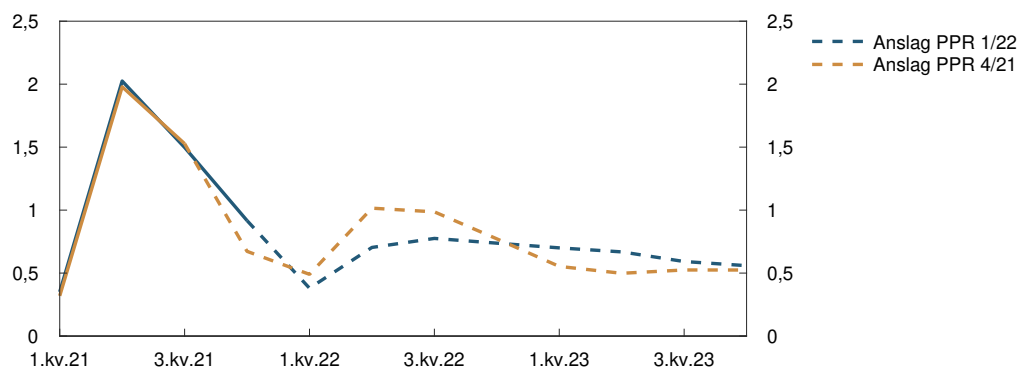
Høy konsumprisvekst

Det siste året har pandemirelaterte forhold både på tilbuds- og etterspørselssiden bidratt til markert oppgang i inflasjonen hos viktige handelspartnere. Tolvmånedersveksten i den samlede konsumprisindeksen økte til nær 8 prosent i USA og nær 6 prosent i euroområdet i vinter, se figur 1.3. Veksten i energiprisene bidro til om lag halvparten av tolv månedersveksten i euroområdet. Den underliggende konsumprisveksten er på 2,7 prosent i euroområdet og 6,4 prosent i USA. De siste månedene har den underliggende prisveksten hos alle våre viktigste handelspartnere vært høyere enn anslått i forrige rapport.

Vi legger til grunn at bedriftenes kostnadsøkninger knyttet til prisøkningene på energi og andre råvarer i noen grad veltes over i konsumprisene på varer og tjenester og dermed bidrar til høyere underliggende konsumprisvekst. I tillegg vil både økt smitte i Asia og konsekvensene av krigen i Ukraina trolig bidra til å forlenge forstyrrelsene i produksjon og distribusjon av varer. Vi venter at vareprisveksten internasjonalt holder seg høy lenger enn vi la til grunn i forrige rapport.

Lønnsveksten hos handelspartnerne har vært høyere enn anslått i forrige rapport. Økonomiske støtteordninger i mange land bidro til at etterspørselen etter arbeidskraft kom raskt tilbake etter et markert fall i starten av pandemien. Samtidig har det vært begrensninger i tilbudet av arbeidskraft, særlig i USA, og antall ledige stillinger er svært høyt i flere land. I tillegg vil trolig minstelønnen i euroområdet øke i år, og høyere konsumprisvekst vil kunne gi høyere lønnskrav i flere land. Vi anslår at lønnsveksten hos handelspartnerne holder seg over nivåene fra årene før pandemien i hele prognoseperioden. Anslagene er oppjustert fra desemberrapporten.

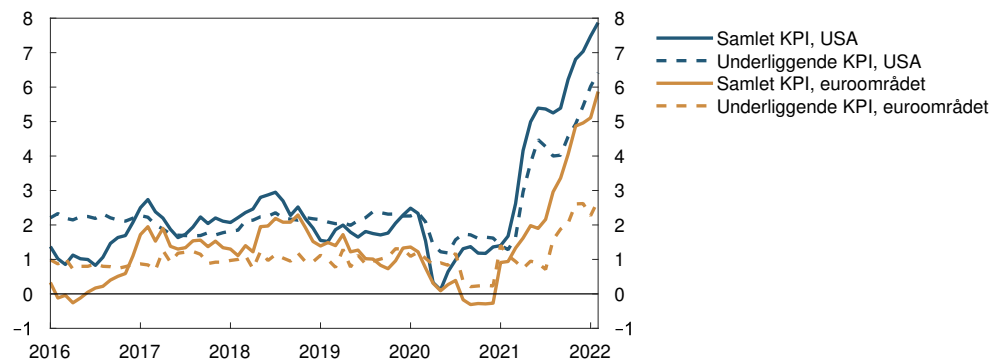
Figur 1.2 Krigen i Ukraina demper veksten i år
BNP handelspartnere. Kvartalsvekst. Prosent



Kilder: Refinitiv Datastream og Norges Bank

Figur 1.3 Høy konsumprisvekst

Konsumpriser. Tolvmånedersvekst. Prosent



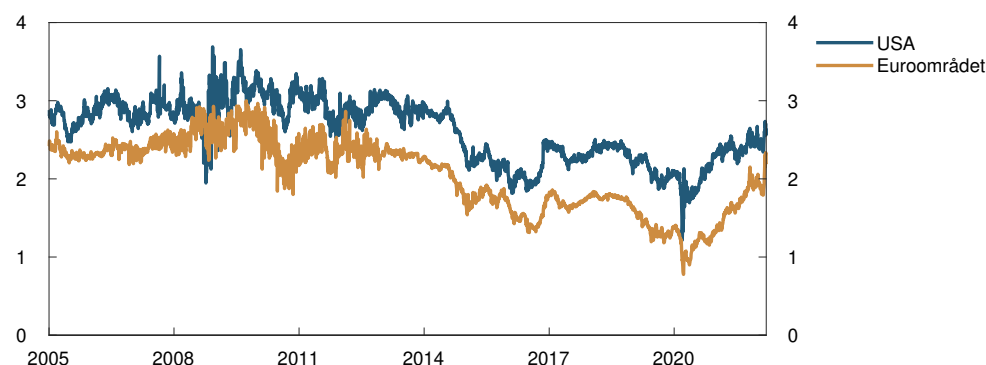
Kilde: Refinitiv Datastream

Markedsbaserte inflasjonsforventninger har steget videre siden desemberrapporten og indikerer forventninger om høy prisvekst de nærmeste årene. Oppgangen har vært særlig stor i euroområdet. De langsiktige inflasjonsforventningene har også steget, og ligger nå litt over inflasjonsmålene både i USA og euroområdet, se figur 1.4. Vi venter at den underliggende konsumprisveksten i USA blir over 5 prosent i 2022, før den gradvis avtar mot 2,5 prosent. Vi anslår at prisveksten øker markert fra i fjor til i år også i euroområdet, Sverige og Storbritannia. Anslaget for handelspartnerne samlet i 2022 er betydelig oppjustert fra desemberrapporten.

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. Krigen i Ukraina vil trolig bidra til fortsatt vekst i matvareprisene. Anslagene for i år og neste år er betydelig oppjustert fra forrige rapport, se tabell 1 i vedlegget. Lav prisvekst 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.

Figur 1.4 Høyere inflasjonsforventninger

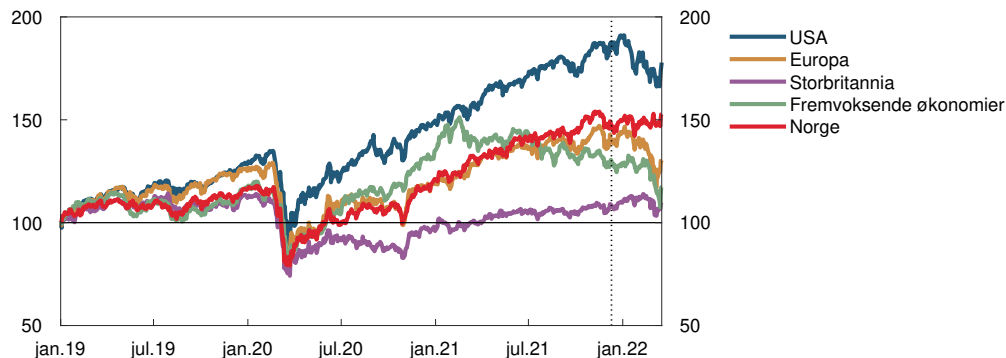
Langsiktige markedsbaserte inflasjonsforventninger. Fem år om fem år. Prosent



Kilde: Bloomberg

Figur 1.5 Aksjeindekser har falt

Aksjeindekser i utvalgte land. 2. januar 2019 = 100



Kilde: Bloomberg

Høyere styringsrenteforventninger ute

Russlands invasjon av Ukraina har bidratt til økt usikkerhet og svingninger i internasjonale finansmarkeder. Europeiske og amerikanske aksjeindekser har falt siden desember, se figur 1.5, og risikopåslagene på foretaksobligasjoner har økt videre. De siste ukene har også risikopåslagene i pengemarkedet steget noe. Markedsutslagene etter invasjonen har vært større i Europa enn i USA. Det må blant annet ses i lys av at europeiske selskaper har større direkte eksponering mot Russland og Ukraina.

Styringsrenteforventningene hos våre viktigste handelspartnere er klart høyere enn ved forrige rapport. Utsikter til fortsatt høy inflasjon har ført til at det ventes flere rentehevinger fremover enn tidligere lagt til grunn. Sentralbankene i USA og Storbritannia har hevet styringsrenten med henholdsvis 0,25 og 0,65 prosentenheter siden desember. I euroområdet er styringsrenten uendret i perioden. Langsiktige statsrenter har steget siden forrige rapport, drevet av høyere styringsrenteforventninger.

Usikkerhet om de økonomiske konsekvensene av krigen i Ukraina

Med Russlands invasjon av Ukraina har usikkerheten om de økonomiske utsiktene internasjonalt økt betydelig. Det er usikkert både hvor mye og hvor lenge krigen i Ukraina vil påvirke vekst og inflasjon hos våre handelspartnere. I tillegg til den humanitære katastrofen for Ukraina og nærområdene, kan krigen blant annet gi langvarige forstyrrelser i energi- og råvaremerkene. Det er også risiko for større utslag i finansmarkedene og i husholdningers forbruk og bedrifters investeringer enn vi nå ser for oss. Den økonomiske veksten kan bli lavere enn anslått samtidig som inflasjonen øker mer enn ventet. I tillegg er det fortsatt usikkerhet knyttet til omfanget og varigheten av de pandemirelaterte forholdene på både tilbuds- og etterspørselssiden og konsekvensene for vekst og inflasjon internasjonalt.

KRAFTIG ØKNING I RÅVAREPRISER

Prisene på energi, metaller og jordbruksprodukter har steget mye siden forrige rapport, se figur 1.A. Allerede før Russlands invasjon av Ukraina hadde prisene økt. Etterspørselen hadde tatt seg opp med gjeninnhenting i verdensøkonomien. I tillegg bidro økt takt i klimaomstillingen til høyere etterspørsel etter mange metaller. Tilbudet ble hindret av ulike forstyrrelser knyttet til pandemien. Men tilbudet var også begrenset av ekstremværhendelser og mangelfulle investeringer i ny frakt- og produksjonskapasitet i de senere årene. Lave lagre for energi og flere råvarer indikerte at veksten i forbruket var høyere enn veksten i produksjonen.

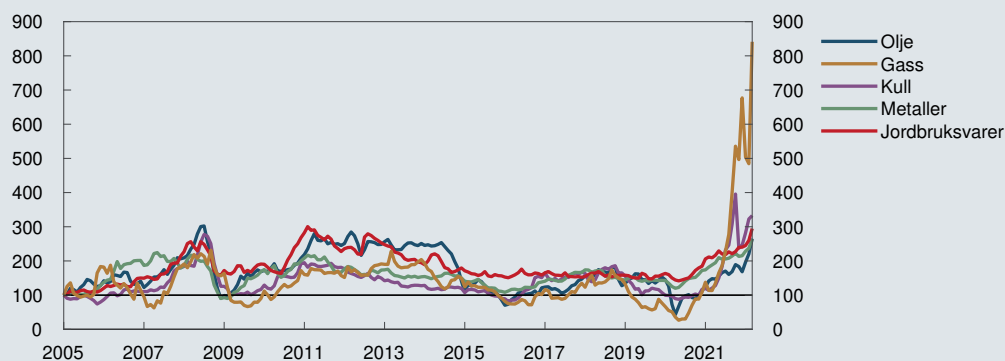
Russlands invasjon av Ukraina førte til ytterligere oppgang i energi- og andre råvarepriser. Det skyldes at Russland er en viktig eksportør av en rekke råvarer. Russland er verdens største eksportør av olje. Russlands eksport av gass utgjør rundt 45 prosent av EUs gassimport og eksporten av kull nær 50 prosent av kullimporten. Dessuten er Russland en viktig eksportør av industrimetaller, som aluminium, nikkel og stål. I tillegg står Russland sammen med Ukraina for om lag 30 prosent av global hveteeksport. Landene er også viktige eksportører av blant annet mais og innsatsfaktorer i gjødselproduksjon.

Oppgangen i de ulike råvareprisene reflekterer blant annet risiko for at russisk eksport reduseres ytterligere eller bortfaller helt. Det kan for eksempel skje hvis sanksjoner mot Russland utvides til å omfatte råvareeksporten, at Russland selv reduserer eksporten som reaksjon på sanksjoner eller hvis krigshandlinger ødelegger infrastruktur og produksjonskapasitet for råvarer.

USA og enkelte andre land har besluttet å stanse importen av russisk olje. EU har foreløpig ikke innført slike sanksjoner. Russland har besluttet å begrense eksporten av flere varer, blant annet en del jordbruksprodukter, men ikke energivarer. Lavere etterspørsel etter russiske råvarer, og dermed høyere etterspørsel rettet mot andre produsenter, kan også komme som følge av risiko for at sanksjoner kan innføres senere eller at bedrifter av andre grunner ikke ønsker å kjøpe råvarer fra Russland.

Figur 1.A Høyere energi- og råvarepriser

Indeks. Januar 2005 = 100



Kilder: Refinitiv Datastream og Verdensbanken

Oppgangen i råvareprisene henger i tillegg sammen med at ulike energityper og andre råvarer er substitutter. For eksempel øker olje- og kulletterspørselen når gassprisen øker. Kraftprisene i Europa øker når gassprisen øker, som så påvirker kraftprisene i Norge. Økte energipriser har også stor betydning for produksjonskostnadene for jordbruksvarer. Det samme gjelder for energiintensiv produksjon av industrimetaller.

I våre analyser og anslag for vekst og inflasjon i Norge og internasjonalt legger vi til grunn fremtidsprisene for energi og andre råvarer. Disse er nå vesentlig høyere enn de var ved forrige rapport, og indikerer at virkningene fra krigen i Ukraina kan være ved, se tabell 1.A. I tillegg indikerer fremtidsprisene at prisene for flere energi- og andre råvarer kan bli høyere enn gjennomsnittet for foregående år.

Usikkerheten rundt den videre utviklingen i energi og råvarepriser er stor. På kort sikt er prisutviklingen særlig påvirket av krigshandlingene, risikoen for produksjonsbortfall og ulike mottiltak. Utslagene vil avhenge av omfanget og varigheten av militærkonflikten. Når krigshandlingene opphører, vil den høye usikkerheten reduseres og prisutslagene dempes. Men mange land vil søke å redusere avhengigheten av russisk energi- og råvareimport. Overgangen fra fossil til fornybar energi vil kunne fremskyndes. I overgangsfasen kan energi- og råvareprisene forbli høyere enn vi har vært vant til i de senere årene.

Tabell 1.A Energi- og råvarepriser

Endring fra Pengepolitisk rapport 4/21 i parentes (%)	Snittpris (2010–2019)	Faktiske priser og fremtidspriser ¹				
		2021	2022	2023	2024	2025
Olje, USD/fat	80	71	101 (37)	89 (27)	82 (21)	78 (17)
Gass, USD/fat	40	87	180 (29)	114 (48)	78 (53)	59 (36)
Kull, Euro/tonn	66	102	208 (99)	154 (63)	102 (15)	99 (12)
Tysk kraft, Øre/kWh	36	105	220 (12)	155 (15)	109 (17)	90 (2)
Norsk kraft, Øre/kWh	32	64	82 (13)	46 (22)	36 (3)	34 (-5)
Aluminium, i tusen USD/tonn	1,9	2,5	3,3 (28)	3,3 (28)	3,1 (27)	3,0 (23)
Kobber, i tusen USD/tonn	6,7	9,3	10,2 (8)	10,2 (10)	10 (9)	9,8 (8)
Hvete, USD/tonn	210	258	356 (23)	318 (14)	285 (7)	-
Mais, USD/tonn	183	227	268 (18)	245 (15)	220 (13)	-

¹ Terminpriser per 18. mars 2022

Kilder: Refinitiv Datastream og Norges Bank

2 Finansielle forhold

Bankene har økt boliglånsrentene etter at styringsrenten ble satt opp i andre halvår i fjor. Samtidig har foretakenes finansieringskostnader økt. I årene som kommer venter vi at høyere styringsrente vil føre til videre oppgang i utlånsrentene.

En oppgang i oljeprisen som følge av Russlands invasjon av Ukraina har bidratt til at kronkursen har styrket seg siden forrige rapport, men lavere risikovilje i finansmarkedene har trolig dempet styrkingen. Vi anslår at kronen vil endre seg lite gjennom prognoseperioden.

2.1 Rentene

Høyere boliglånsrente

Husholdningenes lånekostnader har økt siden styringsrenten ble satt opp i fjor. Etter rentemøtet i desember varslet de største bankene at de ville øke boliglånsrenten med inntil 0,25 prosentenheter, men i gjennomsnitt har listepriene for boliglån økt litt mindre.

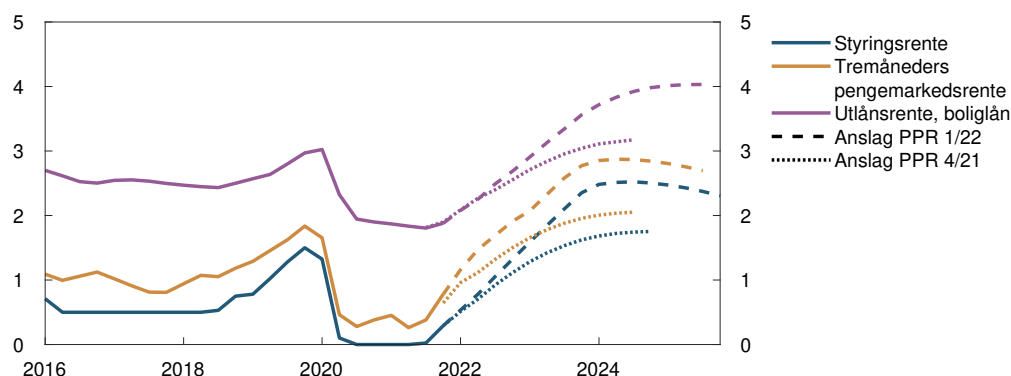
På eksisterende lån virker de annonserte renteøkningene med seks ukers forsinkelse, og de fikk dermed effekt i løpet av januar og februar. I januar var den gjennomsnittlige boliglånsrenten om lag 2,1 prosent, se figur 2.1. Det er 0,3 prosentenheter høyere enn før renteøkningene i fjor. Utviklingen er om lag som anslått i forrige rapport.

Listepriener for fastrentelån med tiårs løpetid har økt med rundt 0,4 prosentenheter siden forrige rapport, til 3,3 prosent.

De neste årene venter vi at boliglånsrenten vil øke, men noe mindre enn oppgangen i styringsrenten. Vi anslår at renten på boliglån vil stige til rundt 4,0 prosent mot slutten av prognoseperioden. Vi venter at renten på innskudd vil stige noe mindre enn renten på boliglån. Det vil innebære at marginen på innskuddsfinansierte utlån øker og gradvis nærmer seg nivået fra før pandemien.

Figur 2.1 Utsikter til høyere utlånsrenter

Prosent



Kilder: Refinitiv Datastream, Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Høyere renteforventninger

I første kvartal i år ventet rundt 80 prosent av husholdningene at innskudds- og lånerentene vil øke det neste året, ifølge Norges Banks forventningsundersøkelse. På samme tid i fjor ventet om lag en tredjedel av husholdningene økte renter.

Også markedsaktørene venter høyere rentenivå fremover, og styringsrenteforventningene har steget markert siden publiseringen av rapporten i desember. Markedsaktørene venter nå større oppgang i styringsrenten enn det rentebanen i forrige rapport indikerte, og forventningene indikerer en styringsrente på i underkant av 2,5 prosent i slutten av prognoseperioden.

Økte styringsrenteforventninger har også ført til at norske langsiktige renter har steget siden forrige rapport, se figur 2.2. Utviklingen i norske renter har i hovedsak fulgt utviklingen i internasjonale renter. Oppgangen i langsiktige renter gir høyere kostnader for foretak og husholdninger som ønsker fastrente på ny finansiering.

Økte pengemarkeds- og risikopåslag

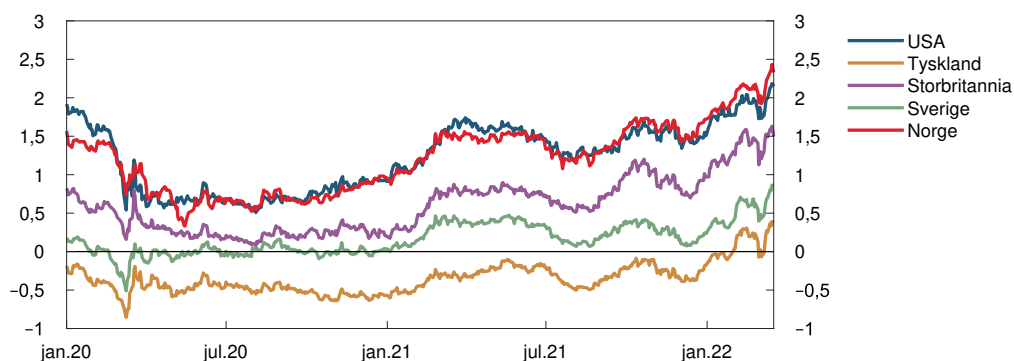
Tremåneders pengemarkedsrente, Nibor, uttrykker markedets forventning til styringsrenten de neste tre månedene og et risikopåslag, ofte omtalt som pengemarkedspåslaget. Siden forrige rapport har pengemarkedsrenten økt, som følge av økte styringsrenteforventninger og høyere pengemarkedspåslag.

Så langt i første kvartal har pengemarkedspåslaget i gjennomsnitt vært 0,5 prosentenheter, se figur 2.3. Påslaget er rundt 0,15 prosentenheter høyere enn i kvartalet før og ser ut til å bli liggende høyere enn vi anslo i forrige rapport. Oppgangen skyldes forventninger om lav strukturell likviditet, og at prisen på finansiering i dollar har økt som følge av krigen i Ukraina.¹ Fremover anslår vi at pengemarkedspåslaget gradvis vil avta og etter hvert nærme seg 0,35 prosentenheter.

Renten på obligasjonslån med flytende rente bestemmes av pengemarkedsrenten og et risikopåslag. Siden desember har risikopåslagene på nye obligasjonsutstedelser til foretak økt noe. Det må ses i sammenheng med økt usikkerhet som følge av krigen i Ukraina. I obligasjonsmarkedet gir høyere pengemarkedsrente mindre utslag på foretakenes samlede finansieringskostnad på kort sikt, da rundt halvparten av lånene i kroner

Figur 2.2 Langsiktige renter har økt

Renter på tiårs statsobligasjoner i utvalgte land. Prosent

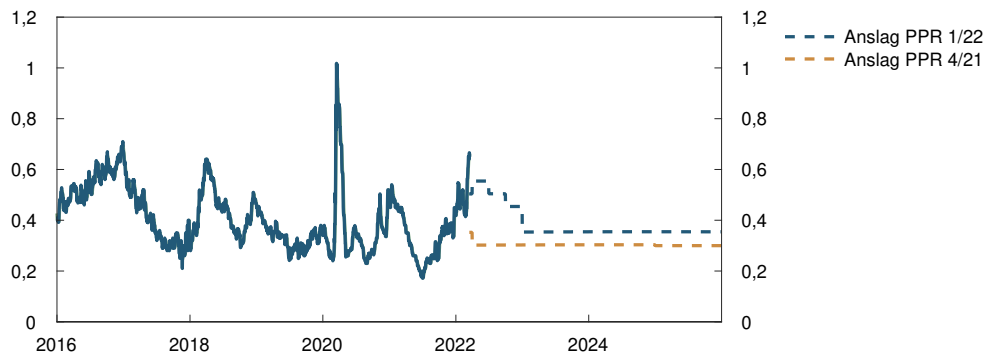


Kilde: Bloomberg

¹ Se «Strukturell likviditet», *Pengepolitisk rapport 2/21*, side 20.

Figur 2.3 Økt pengemarkedspåslag

Prosentenheter



Kilder: Refinitiv Datastream og Norges Bank

har fastrente. Renten på bankenes utlån til foretak er som regel knyttet til pengemarkedsrenten. Oppgangen i pengemarkedsrenten har derfor også ført til at renten på foretakenes banklån har steget.

Mens globale aksjeindekser har falt, har hovedindeksen på Oslo Børs steget noe siden forrige rapport. Det skyldes i hovedsak høyere olje- og gasspriser.

2.2 Kronekursen

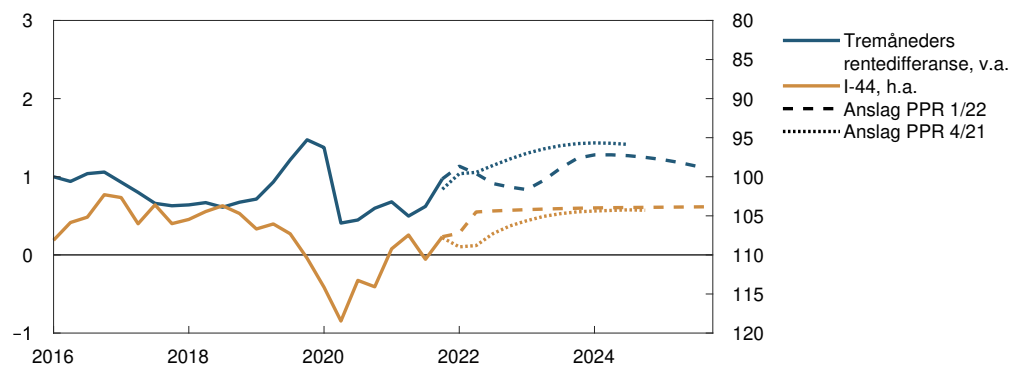
Sterkere kronkurs

Kronekursen, målt ved den importveide kursindeksen I-44, har svingt mye siden forrige rapport, men er nå sterkere enn før rentemøtet i desember. Det må ses i sammenheng med at oljeprisen har økt siden desember, særlig etter Russlands invasjon av Ukraina. Lavere risikovilje i finansmarkedene har trolig trukket kronkursen i motsatt retning.

Vi anslår at kronkursen skal endre seg lite gjennom prognoseperioden, se figur 2.4. Samtidig er det fortsatt stor usikkerhet om den videre utviklingen. Usikkerhet knyttet til krigen i Ukraina og den videre utviklingen i råvare- og finansmarkedene bidrar til det.

Figur 2.4 Små endringer i kronkursen fremover

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



Kilder: Refinitiv Datastream og Norges Bank

3 Norsk økonomi

Aktiviteten i norsk økonomi ser nå ut til å stige raskt. Arbeidsledigheten er lav, samtidig som mange bedrifter opplever knapphet på arbeidskraft. Kapasitetsutnyttningen synes å være over et normalt nivå. Den underliggende inflasjonen målt ved KPI-JAE har steget og var 2,1 prosent i februar. Også lønnsveksten og lønnsforventningene har økt.

Vi venter sterk vekst i fastlandsøkonomien i år, selv om krigen i Ukraina fører til at oppgangen dempes noe. I årene fremover ventes kapasitetsbegrensninger og høyere rente å bidra til at veksten avtar. Vi anslår at den underliggende prisveksten øker videre utover året, som følge av økt lønnsvekst og høyere priser internasjonalt. Utover i prognoseperioden venter vi at lavere kapasitetsutnyttning demper lønns- og prisveksten. Konsumprisveksten ventes å være litt over 2 prosent ved utgangen av prognoseperioden.

3.1 Produksjon og etterspørsel

Oppgangen har kommet raskere enn ventet

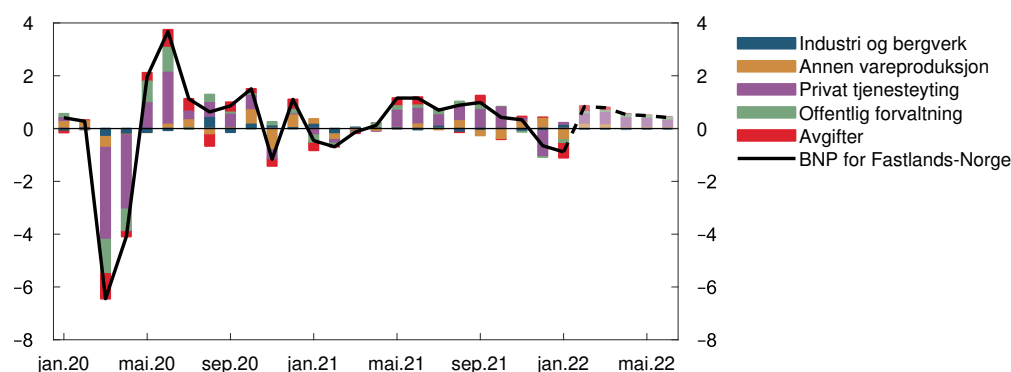
Siden koronapandemien brøt ut våren 2020 har aktiviteten i norsk økonomi og antallet arbeidsledige svingt i takt med endringer i smittesituasjonen og omfanget av smitteverntiltak. BNP for Fastlands-Norge økte med 4,2 prosent i 2021 etter å ha falt med 3,0 prosent i 2020. Økt smitte og strengere smitteverntiltak førte til at aktiviteten falt litt i desember og januar, se figur 3.1.

I midten av februar fjernet regjeringen alle innenlandske smitteverntiltak, og i vårt regionale nettverk melder de bedriftene som var sterkest berørt av tiltakene at aktiviteten økte raskt etter gjenåpningen. Også data for korttransaksjoner tyder på at aktiviteten i tjenesteytende næringer har tatt seg markert opp etter at restriksjonene ble avviklet. Fall i arbeidsledigheten tilsier at aktiviteten økte mye i februar.

Den økonomiske utviklingen i desember og januar var litt svakere enn vi anslo i forrige rapport, men oppgangen den siste tiden ser ut til å ha vært sterkere enn vi så for oss.

Figur 3.1 Økt smitte ga lavere aktivitet rundt årsskiftet

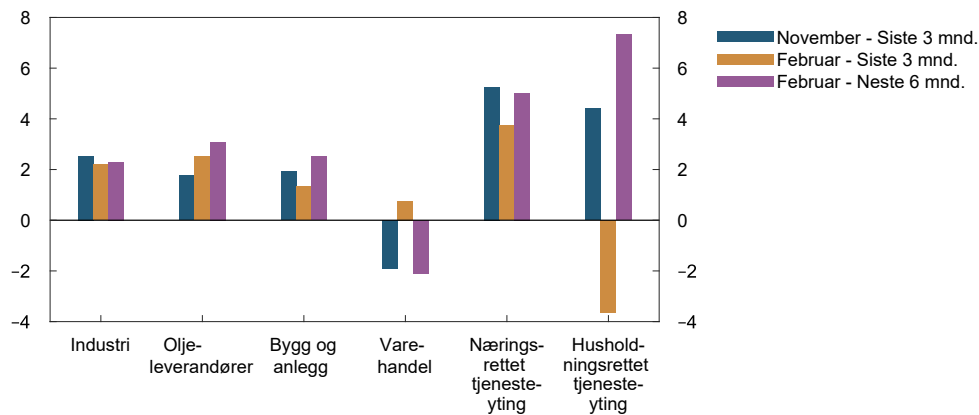
BNP for Fastlands-Norge. Månedsvkst. Bidrag til månedsvkst. Sesongjustert. Prosentenheter



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 3.2 Bedriftene venter tiltakende vekst

Rapportert og forventet vekst. Annualisert. Sesongjustert. Prosent



Kilde: Norges Bank

Prognosene i denne rapporten er basert på en antakelse om at pandemien ikke lenger vil legge vesentlige begrensninger på den økonomiske aktiviteten.

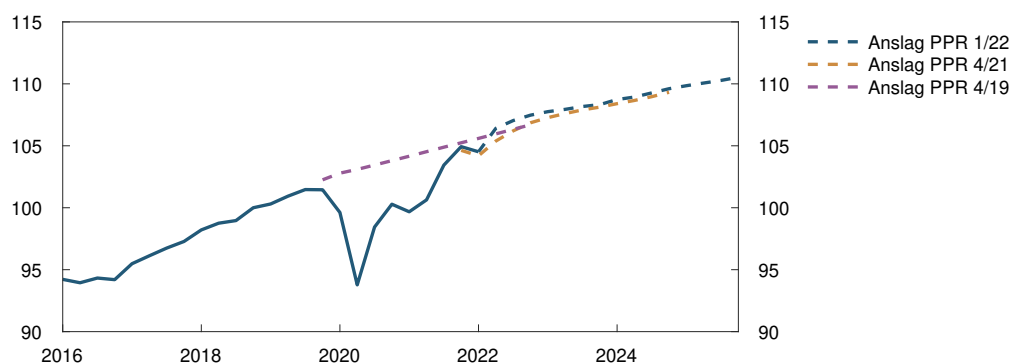
I februar rapporterte bedriftene i vårt regionale nettverk forventninger om at veksten ville tilta de nærmeste månedene. Særlig de tjenesteytende næringene så for seg en kraftig oppgang, se figur 3.2. Unntaket er bedriftene innenfor varehandel, som ventet en nedgang i aktiviteten. De så for seg at mer av husholdningenes forbruk vil vris tilbake til tjenester etter pandemien og større lekkasje til utlandet gjennom økt grensehandel og flere utenlandsferier. En høy andel av bedriftene meldte om kapasitetsproblemer og at mangel på arbeidskraft begrenset produksjonen. Kapasitetsutnyttingen er nærmere omtalt i en ramme på side 30.

Russlands invasjon av Ukraina vil trolig dempe den økonomiske oppgangen litt, men vi venter likevel at veksten fortsetter. Samlet anslår vi en årsvekst i BNP for Fastlands-Norge på 4,1 prosent i 2022. I løpet av året vil aktiviteten da være høyere enn det våre anslag fra før pandemien indikerte, se figur 3.3. Det er særlig konsumet og eksporten som løfter veksten i år, se figur 3.4.

Gjennom pandemien har ekspansiv finanspolitikk og pengepolitikk bidratt betydelig til å holde aktiviteten oppe. I år vil strømstøtte til husholdningene og tiltak knyttet til krigen

Figur 3.3 Markert oppgang i aktiviteten

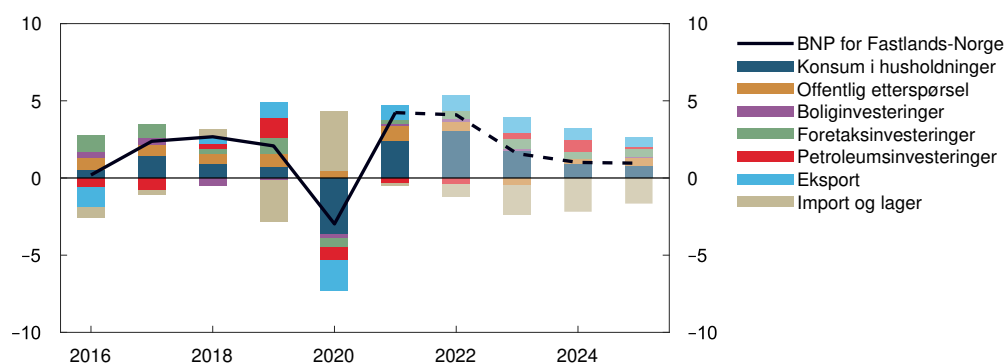
BNP for Fastlands-Norge. Sesongjustert. Indeks. 4. kv. 2018 = 100



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 3.4 Konsum og eksport løfter veksten i år

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



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

i Ukraina gi økte utgifter. Regjeringens samlede budsjettopplegg innebærer likevel at finanspolitikken blir strammere i år enn i fjor. Med utsikter til at alle pandemirelaterte støttetiltak fjernes i løpet av 2022, strømstøtten avvikles tidlig i 2023 og at økonomien er inne i en høykonjunktur, legger vi til grunn at finanspolitikken strammes ytterligere til neste år.

Vi venter at strammere finanspolitikk sammen med økte renter vil føre til at veksten i norsk økonomi avtar i årene fremover. Også kapasitetsbegrensninger ventes å dempe veksten. Vi anslår at årsveksten i BNP for Fastlands-Norge avtar til 1,6 prosent i 2023 og videre til omkring 1 prosent i 2024 og 2025. Lavere konsumvekst demper oppgangen, mens sterk vekst i investeringene holder aktiviteten oppe. Sammenliknet med forrige rapport er anslaget for vekst i BNP for Fastlands-Norge oppjustert for i år og nedjustert for 2023, mens anslaget for 2024 er uendret.

Høy prisvekst og høyere rente demper konsumveksten fremover

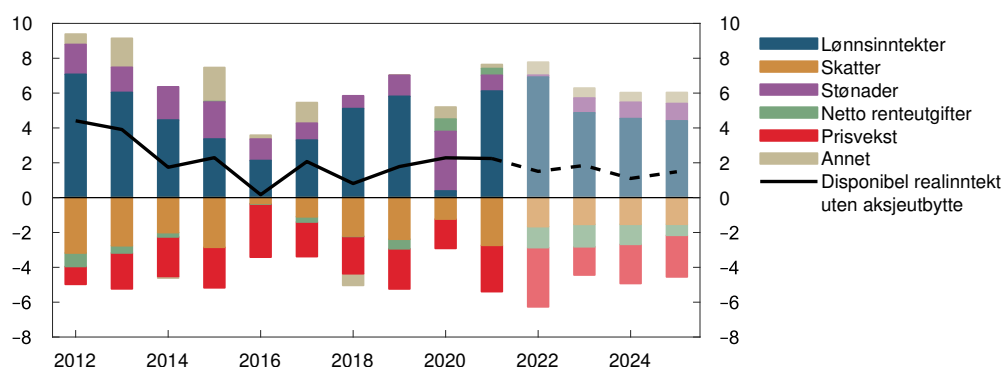
De to siste årene har pandemien lagt store begrensninger på husholdningenes forbruksmuligheter. Smitte og smitteverntiltak har særlig påvirket konsum av tjenester som restaurantbesøk og kulturopplevelser samt folks muligheter til å reise utenlands. Det har ført til at husholdningene har spart mer enn de pleier. Samtidig har de kjøpt mindre tjenester og mer varer enn de gjorde før pandemien. Gjenåpning gjennom 2021 førte til en oppgang i tjenestekonsumet mens varekonsumet etter hvert avtok. Husholdningenes konsum har utviklet seg om lag som vi anslo i desemberrapporten.

Vi venter at vridningen fra varer og over mot tjenester fortsetter frem mot sommeren. Vi ser for oss at tjenestekonsumet i løpet av første halvår i år vil være tilbake på trenden fra før pandemien. Reisetrafikken ut av landet er fortsatt vesentlig lavere enn i årene før 2020, og det vil trolig ta noe tid før den er tilbake til disse nivåene. Det tilsier at varekonsumet forblir forholdsvis høyt den nærmeste tiden. Vi har lagt til grunn at usikkerhet som følge av krig i Europa vil redusere nordmenns konsum i utlandet noe i tiden fremover.

Oppdaterte tall viser at sparingen gjennom pandemien har vært lavere enn vi har lagt til grunn, men fortsatt vesentlig høyere enn normalt. Den høye sparingen gir husholdningene rom for å øke konsumet mer enn inntekstveksten isolert sett ville tilsi. Høy prisvekst og renteoppgang bidrar til å redusere husholdningenes disponible realinntekt, se figur 3.5. Økt lønnsvekst og at flere anslås å komme i jobb trekker i motsatt retning. Samlet venter vi at husholdningenes disponible realinntekt øker med 1,5 prosent årlig i gjennomsnitt de neste årene.

Figur 3.5 Lavere vekst i husholdningenes disponible realinntekt

Disponibel realinntekt for husholdninger. Årsvekst. Bidrag til årsvekst. Prosentenheter



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Lavere vekst i husholdningenes disponible realinntekt ventes å dempe konsumveksten fremover. Vi anslår at husholdningenes konsum øker med 6 prosent i år og deretter avtar til omkring 1½ prosent mot slutten av prognoseperioden.

Anslagene for husholdningenes konsum er justert ned sammenliknet med forrige rapport. Det har sammenheng med at sparingen har vært lavere enn lagt til grunn, og at anslagene for renter og prisvekst er oppjustert.

God vekst i boliginvesteringene

Etter en moderat utvikling gjennom store deler av 2021 har boligprisveksten vært høyere de to første månedene i år. Oppgangen har trolig sammenheng med at regelverket ved salg av bolig ble endret fra nyttår. Høy etterspørsel og få usolgte boliger har trolig også bidratt til oppgangen. Vi anslår at boligprisveksten avtar gjennom året og inn i neste år som følge av høyere renter og at effekten på prisene av regelendringen trolig er midlertidig. Utviklingen i boligmarkedet er nærmere omtalt i kapittel 5.

Boliginvesteringene falt etter sommeren i fjor, men tok seg opp mot slutten av året. Utviklingen har vært sterkere enn ventet og kan tyde på at høye byggekostnader gjennom fjoråret har betydd mindre for boliginvesteringene enn vi la til grunn. Mange aktører i byggenæringen i Regionalt nettverk melder om knapphet på arbeidskraft, og vi legger til grunn at det vil dempe boligbyggingen noe. Vi venter likevel god vekst i boliginvesteringene i år. Lavere boligprisvekst og høyere renter ventes etter hvert å føre til lavere vekst i boliginvesteringene.

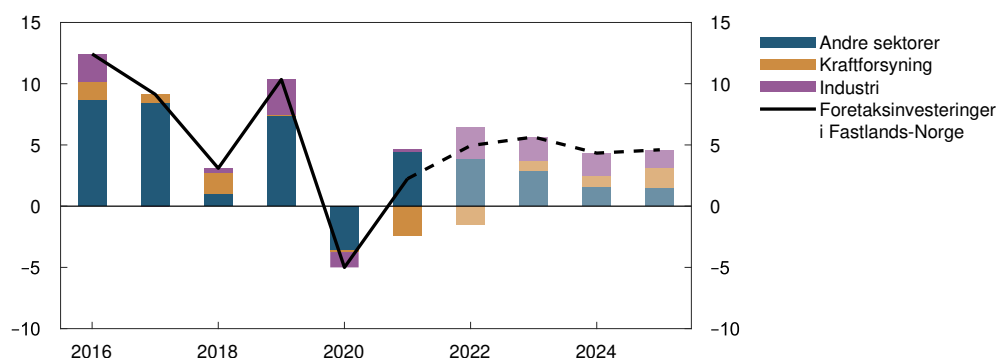
Høye foretaksinvesteringer

Investeringene i fastlandsbedriftene falt markert etter koronautbruddet i 2020, men har siden hentet seg inn igjen. Foretaksinvesteringene har vært høyere enn anslått i forrige rapport.

Statistisk sentralbyrås investeringstelling for første kvartal indikerer at kraftinvesteringene vil falle mye i år mens industriinvesteringene vil øke betydelig. Bedriftene i vårt regionale nettverk rapporterte i februar at de ventet god investeringsvekst de neste tolv månedene. Mange bedrifter får imidlertid svekket lønnsomhet som følge av oppgangen i energiprisene og andre kostnader den siste tiden. Det kan føre til at investeringene blir lavere i år enn bedriftene har sett for seg. Usikkerheten som krigen i Ukraina skaper, kan også dempe investeringsviljen. Samlet anslår vi at foretaksinvesteringene øker med nær 5 prosent i 2022.

Figur 3.6 Høyere investeringer i fastlandsbedriftene

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



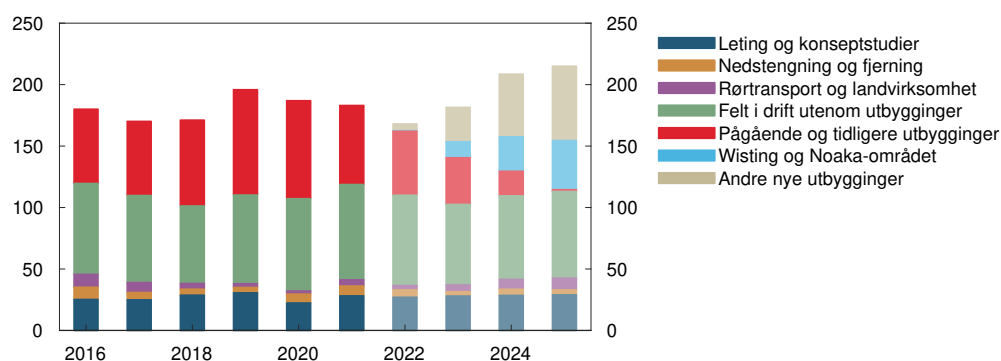
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Høy kapasitetsutnyttning i norsk økonomi taler for videre oppgang i foretaksinvesteringene, og vi anslår at investeringene vil øke i årene fremover, se figur 3.6. Vi venter oppgang i tjenesteinvesteringene, og at investeringene i industrien vil øke markert som følge av klima- og energiomstillingen ute og hjemme. Omstillingen vil etter hvert også føre til at investeringene i kraftsektoren tar seg kraftig opp. Økningen i kraftprisene (se tabell 1.A på side 17) og begrenset krafttilgang vil isolert sett dempe industriinvesteringene i Sør-Norge, men samtidig bidra til høyere investeringer i kraftproduksjon og -overføringskapasitet. Renteoppgangen vil isolert sett dempe veksten i investeringene fremover.

Virusutbruddet, lavere priser på olje og gass og økt usikkerhet bidro til at petroleumsinvesteringene falt i 2020 og 2021, se figur 3.7. Nedgangen ble dempet av de midlertidige skatteendringene for oljeselskapene som ble vedtatt i 2020. Skatteendringene og en betydelig oppgang i olje- og gassprisene trekker isolert sett i retning av høyere investeringer i år. Vi tror likevel petroleumsinvesteringene vil falle videre i år som følge av at flere store prosjekter slutføres. De midlertidige skatteendringene gir oljeselskapene sterke incentiver til å sette i gang utbyggingsprosjekter før utgangen av 2022. Oljeselskapene har i tråd med dette annonsert at de vil sette i gang en rekke utbygginger mot slutten av året. Vi venter derfor at petroleumsinvesteringene vil øke markert fra 2022 til 2025. Oppgangen forsterkes av at olje- og gassprisene forventes å være høye fremover og utsikter til at europeisk etterspørsel etter gass fra Norge vil være høyere i årene fremover som følge av invasjonen av Ukraina.

Figur 3.7 Høyere petroleumsinvesteringer i årene fremover

Petroleumsinvesteringer. Faste 2022-priser. Mrd. kroner



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Økt reiseaktivitet vil gi høyere eksport og import

Eksporten fra Fastlands-Norge tok seg godt opp i fjor etter det kraftige fallet i 2020. Vi venter at eksporten vil øke om lag like mye i år, særlig drevet av en gjeninnhenting i turisttrafikken til Norge og økte investeringer i den globale olje- og energiindustrien. Økt aktivitet hos våre handelspartnere ventes også å løfte eksporten, selv om krigen i Ukraina demper oppgangen. Styrkingen av kronekursen den siste tiden trekker isolert sett i retning av lavere eksport fremover.

Vi venter høy vekst i importen de neste årene. I år er det særlig fastlandsbedriftenes investeringer og nordmenns utenlandsreiser som bidrar til importvekst. Fremover vil også god vekst i petroleumsinvesteringene løfte importen.

Usikkerheten er stor

Russlands invasjon av Ukraina skaper usikkerhet om de økonomiske utsiktene. Norges handel med de to landene er liten, men krigen skaper forstyrrelser som påvirker også norsk økonomi. Usikkerheten rundt den videre utviklingen i energi og råvarepriser er stor. Blir prisveksten høyere enn vi legger til grunn, for eksempel på energi, kan det private forbruket utvikle seg svakere. Høye energipriser gir samtidig en betydelig inntekt til staten. Det kan gi høyere offentlige overføringer enn vi legger til grunn.

I anslagene har vi lagt til grunn at økt usikkerhet som følge av krigen vil dempe husholdningenes konsum noe og at noen foretaksinvesteringer kan bli utsatt, men vi er usikre på hvor store og langvarige effektene kan bli. Utenrikshandelen kan bli svakere enn ventet dersom krigen og sanksjonene demper aktiviteten hos våre handelspartnere mer enn vi ser for oss. På den annen side kan konsekvensene av usikkerheten bli mindre, og oppgangen ute bli sterkere enn lagt til grunn.

Pandemien skaper fortsatt usikkerhet om de økonomiske utsiktene. Den økonomiske aktiviteten begrenses nå i liten grad av høy smitte, men skulle smittenivået bli høyere enn helsetjenestene har kapasitet til å håndtere, kan det igjen bli innført tiltak som begrenser aktiviteten. Det er også risiko for at nye virusvarianter kan gjøre det nødvendig med smitteverntiltak.

Vi er også usikre på husholdningenes tilpasning når rentene øker. Etter en periode med svært lave renter og høy gjeldsbelastning i husholdningene, er det risiko for at effekten på konsumet av økte renter er sterkere enn lagt til grunn.

3.2 Arbeidsmarkedet

Bedring i arbeidsmarkedet

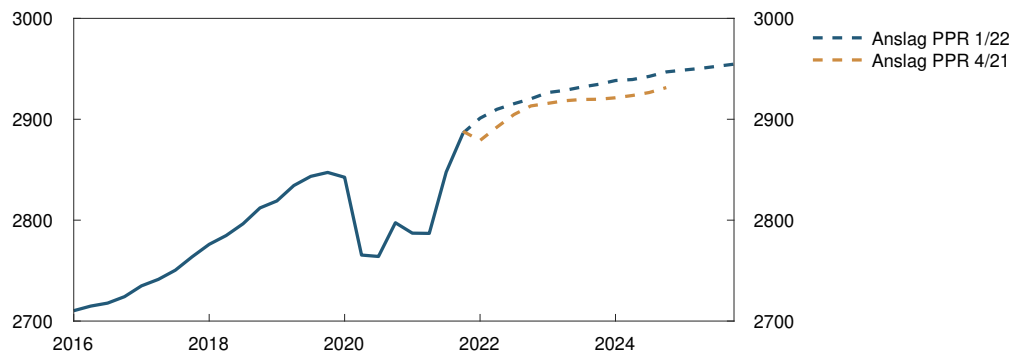
Forholdene i arbeidsmarkedet har bedret seg betydelig det siste året. Sysselsettingen økte raskt gjennom andre halvår i fjor, og flere er nå sysselsatt enn før pandemien, se figur 3.8. Ledigheten har avtatt og er lavere enn i februar 2020.

I andre halvår i fjor økte sysselsettingen særlig innen overnatting og servering, som følge av at flere smitteverntiltak ble avvirket utover høsten. I fjerde kvartal var det god vekst i sysselsettingen i de fleste næringer. Antall arbeidstakere på korttidsopphold i Norge har økt gradvis siden sommeren, men nivået er fortsatt lavere enn før pandemien. I januar økte den samlede sysselsettingen videre, til tross for fall i sysselsettingen i næringer som ble rammet av smitteverntiltak.

Gjennom store deler av fjoråret økte sysselsettingen mer enn ledigheten falt. Det gjenspeiler at flere som har stått utenfor arbeidsmarkedet, har kommet i jobb. I fjerde kvartal

Figur 3.8 Høyere sysselsetting enn før pandemien

Sysselsetting. Antall i tusen



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

økte andelen av befolkningen som er sysselsatt til det høyeste nivået på mer enn ti år, se figur 3.9.

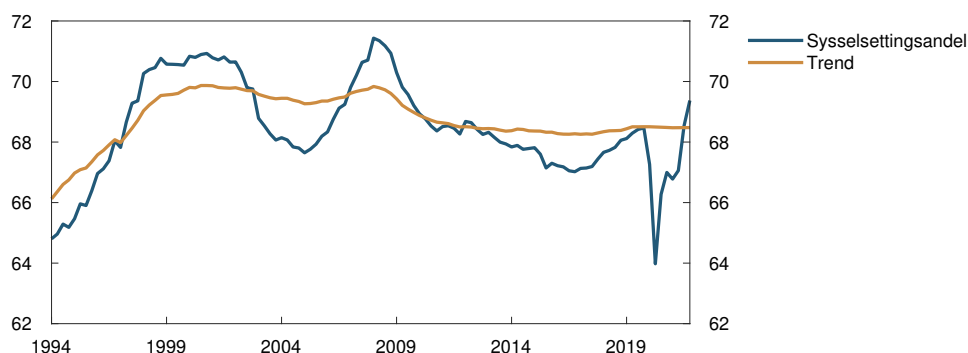
Mot slutten av fjoråret bidro spredningen av virusvarianten omikron til økt usikkerhet om den videre utviklingen i arbeidsmarkedet. Strengere smitteverntiltak og mange permitteringsvarsler førte til at vi anslo en betydelig oppgang i ledigheten på kort sikt. Uketall fra NAV viser at permitteringene økte noe i andre halvdel av desember, men allerede fra midten av januar begynte antall permitterte å falle igjen. I slutten av måneden var ledigheten kun litt høyere enn i desember.

Økningen i ledigheten ble vesentlig mindre enn vi anslo i forrige rapport. Det må ses i lys av at smitteverntiltakene ble mindre inngripende og mer kortvarige enn forventet. Den offentlige lønnsstøtteordningen, som ble vedtatt i desember, bidro trolig også til at smitteverntiltakene ga begrensete utslag i arbeidsmarkedet. Så langt indikerer Skatteetatens tall for desember at bruken av lønnsstøtte har vært moderat. Likevel kan ordningen ha påvirket permitteringsbeslutninger hos flere enn dem som benyttet den i desember.

I februar falt ledigheten videre, til rundt 2,1 prosent av arbeidsstyrken eller 58 200 ledige justert for normale sesongvariasjoner. Det er lavere enn i forkant av pandemien og det laveste nivået siden 2008. Mange permitterte kom tilbake i arbeid i februar, men det er fortsatt flere permitterte enn før pandemien.

Figur 3.9 En høy andel av befolkningen er sysselsatt

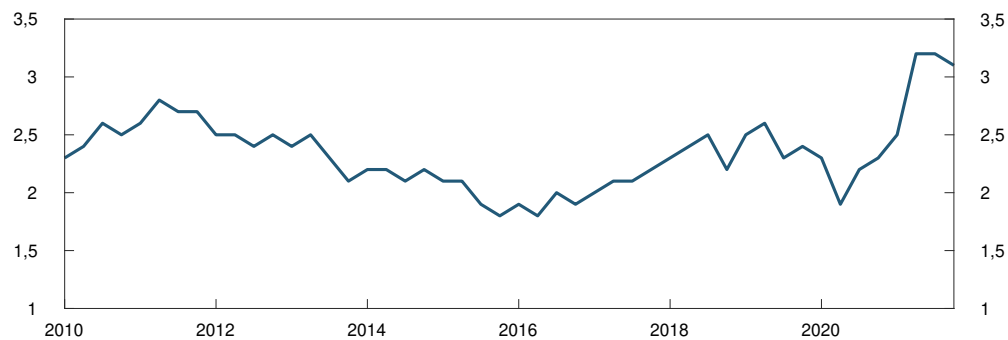
Sysselsatte som andel av befolkning (15–74 år). Sesongjustert. Prosent



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 3.10 Mange ledige stillinger

Ledige stillinger som andel av totalt antall stillinger. Prosent



Kilde: Statistisk sentralbyrå

Sterk etterspørsel etter arbeidskraft

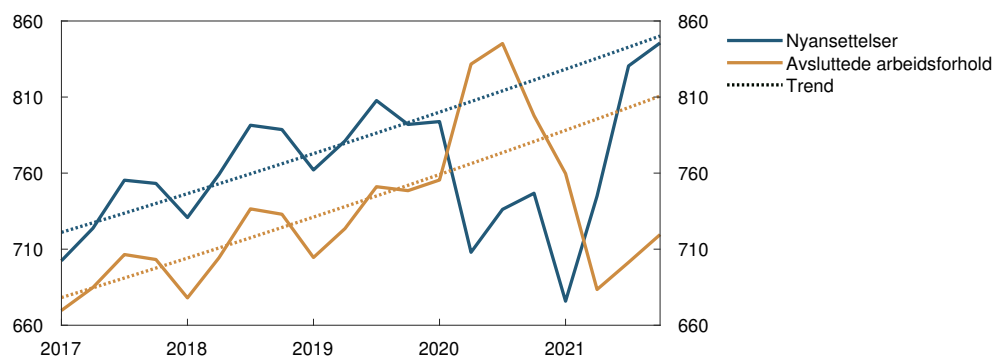
Etter gjenåpningen av samfunnet på høsten 2020 har etterspørselen etter arbeidskraft steget til et høyt nivå. Nå melder halvparten av kontaktene i vårt regionale nettverk at mangel på arbeidskraft begrenser produksjonen. Det er høyere enn i november og det høyeste nivået siden før finanskrisen. Antall ledige stillinger økte i løpet av fjoråret til det høyeste nivået som har vært målt i Statistisk sentralbyrås utvalgsundersøkelse, som går tilbake til 2010, se figur 3.10. I fjerde kvartal holdt nivået seg oppe. Ifølge NAVs statistikk økte antall nye ledige stillinger videre i januar og februar i år.

Mangelen på arbeidskraft skyldes trolig flere spesielle forhold knyttet til pandemien. Mye av oppgangen i antall nye ledige stillinger har kommet innenfor yrker i tjenestene næringsene som har blitt hardt rammet av smitteverntiltak. Det er fortsatt betydelig færre arbeidstakere på korttidsopphold i Norge enn i slutten av 2019. Det er særlig i næringer der det fortsatt er færre arbeidstakere på korttidsopphold at antall ledige stillinger har økt. Det gjelder spesielt i bygg- og anleggsnæringen, men også innen overnattings- og serveringsvirksomhet og helse- og sosialtjenester. Samtidig ser begrenset tilgang på arbeidskraft også ut til å gjelde øvrige næringer. Kontaktene i Regionalt nettverk rapporterte i februar om mangel på arbeidskraft innenfor flere ulike yrkesgrupper.

Gjennom den første delen av pandemien var det flere avsluttede arbeidsforhold og færre nyansettelser enn normalt, se figur 3.11. Det siste året er antallet nye arbeidsforhold

Figur 3.11 Færre arbeidsforhold avsluttes enn før pandemien

Nyansettelser og avsluttede arbeidsforhold. Antall i tusen



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

tilbake på et normalt nivå, mens antallet avsluttede arbeidsforhold er betydelig lavere enn tidligere. Det lave nivået i 2021 er delvis et resultat av at mange arbeidsforhold ble avsluttet i 2020, men nivået kan også være påvirket av pandemien, økonomiske støtte-tiltak og lempelige permitteringsregler. Om antallet avsluttede arbeidsforhold forblir på et lavt nivå, kan det føre til et mindre effektivt arbeidsmarked der det blir vanskelig for arbeidsgivere å få tak i den arbeidskraften de har behov for.

Videre bedring i arbeidsmarkedet

Vi venter at avviklingen av de siste smitteverntiltakene i februar og den sterke etterspørselen etter arbeidskraft vil bidra til at ledigheten fortsetter å avta de nærmeste månedene. Vi anslår at ledigheten går ned til 1,8 prosent i løpet av året, i takt med at aktiviteten i økonomien tar seg opp. Deretter ser vi for oss at ledigheten øker litt igjen mot slutten av prognoseperioden.

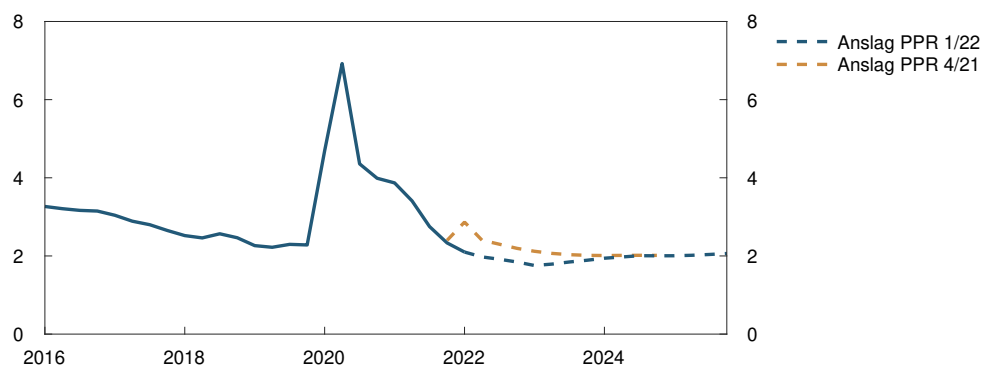
Sysselsettingen anslås å vokse videre på kort sikt. I februar meldte kontaktene i Regionalt nettverk om fortsatt god vekst i sysselsettingen de siste månedene og de ventet sterkere oppgang de neste månedene. Særlig innen tjenesteyting ventet kontaktene at veksten i sysselsettingen skal øke fremover, men også oljeleverandørene ser for seg god vekst den nærmeste tiden. Vi anslår at vi når en konjunkturtopp i andre halvår i år. Det tilsier at sysselsettingsveksten vil avta mot slutten av året og deretter vokse moderat utover i prognoseperioden. At arbeidsledigheten har avtatt til et lavt nivå, bidrar til å dempe den videre oppgangen i sysselsettingen. Krigen i Ukraina ventes å bidra til flere flyktninger i tiden fremover. Vi ser for oss at noen av disse etter hvert vil tre inn i det norske arbeidsmarkedet.

Vi anslår at antallet arbeidstakere på korttidsopphold vil fortsette å øke fremover. En innføring av innleieforbud for bygg- og anleggsektoren i Oslofjordområdet tilsier at antallet ikke kommer helt tilbake til nivået fra før pandemien i løpet av prognoseperioden.

Det knytter seg usikkerhet til anslagene for arbeidsmarkedet. Det er ikke sikkert at tilgangen på utenlandsk arbeidskraft vil ta seg opp like mye som vi anslår. Det er også usikkerhet om hvor mange flyktninger som kommer fra Ukraina, og hvor mange som kommer i jobb og hvor raskt det kan skje. Samtidig er det fortsatt usikkerhet rundt pandemien. Nye mutasjoner og smitteverntiltak kan føre til at ledigheten blir høyere enn vi anslår.

Figur 3.12 Ledigheten anslås å avta videre

Registrert ledighet som andel av arbeidsstyrken. Sesongjustert. Prosent



Kilder: NAV og Norges Bank

HØYERE KAPASITETSUTNYTTING

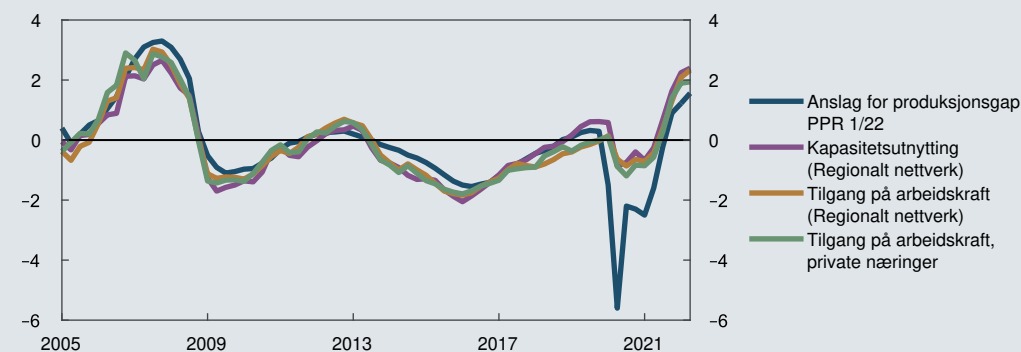
Slik vi vurderer det, var kapasitetsutnyttningen høyere enn et normalt nivå ved utgangen av fjoråret, etter å ha økt siden i fjor vår. Veksten i BNP for Fastlands-Norge har vært høy gjennom høsten, og ledigheten har falt mye. Kontaktene i Regionalt nettverk melder om økende kapasitetsproblemer, og andre indikatorer tyder også på at kapasitetsutnyttningen har økt så langt i 2022.

Vi anslår at produksjonsgapet nå er i overkant av 1 prosent (se figur F i Pengepolitiske vurderinger). Anslaget for kapasitetsutnyttningen i første kvartal i år er høyere enn i forrige rapport. Det må ses i lys av at virkningen på produksjon og sysselsetting av økt koronasmitte og smitteverntiltak ble mindre enn vi ventet og at det ellers er høy etterspørsel i norsk økonomi. Arbeidsledigheten er lavere enn vi anslo i desember og er nå under det vi anslår som et normalt nivå. BNP-veksten i første halvår i år ser også ut til å bli sterkere enn vi anslo i desember.

Etterspørselen etter arbeidskraft er høy. Andelen kontakter i regionalt nettverk som oppgir at mangel på arbeidskraft begrenser produksjonen er den høyeste siden oktober 2007. Da vurderte vi at produksjonsgapet var høyt. Dersom vi regner om nettverksindikatorerne til produksjonsgapsform, tyder de på at produksjonsgapet er rundt 2 prosent og høyere enn det vi nå anslår, se figur 3.A. I kommune- og sykehussektoren viste flere til at en del av utfordringene skyldtes mange sykmeldte på grunn av koronasmitte. De private næringene meldte i liten grad om dette, og der hadde mangelen på arbeidskraft økt noe mindre. Uketall fra NAV viser at koronarelaterte sykmeldinger har falt mye siden midten av mars. Det tyder på at utfordringene med høyt sykefravær har avtatt noe siden intervjurunden i februar.

Også det høye antallet ledige stillinger tilsier at det er stor knapphet på arbeidskraft. Tidligere i pandemien har det vært flere arbeidsledige per ledige stilling enn i årene i forkant, se figur 3.B.¹ Det kan indikere at det har vært dårligere samsvar mellom tilgjengelig og etterspurt arbeidskraft. De siste månedene har denne andelen gått ned, noe som indikerer at arbeidsmarkedet nå fungerer mer effektivt. Den raske nedgangen i ledigheten tyder på at forhold som har dempet effektiviteten i arbeidsmarkedet er i ferd med å bli mindre viktige. Det tilsier at ledighetsnivået som er forenlig med normal kapasitetsutnyttning, og hverken bidrar til høyere eller lavere lønnsvekst, er i ferd med å avta. Det er litt tidligere enn vi så for oss i desember. Vi anslår at dette nivået de siste par årene har ligget rundt 2½ prosent, og at det i løpet av det nærmeste året kommer ned til om lag 2¼ prosent, det samme nivået som før pandemien.

Figur 3.A Høy kapasitetsutnyttning blant bedriftene i Regionalt nettverk
Prosent

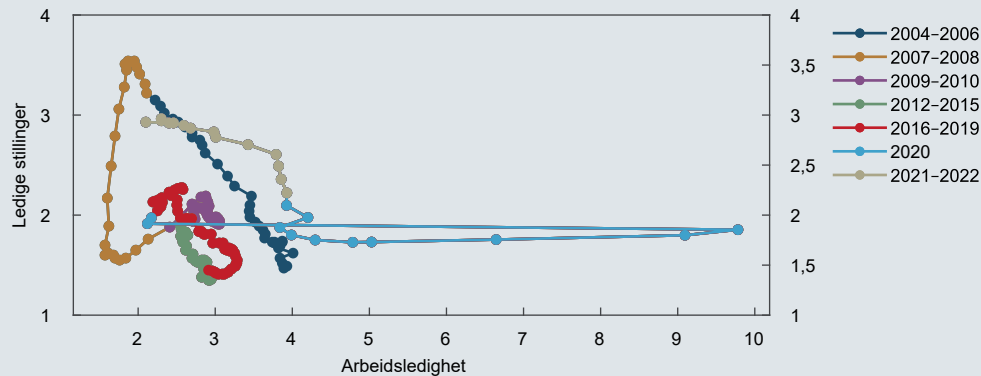


Kilde: Norges Bank

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

Figur 3.B Arbeidsmarkedet ser ut til å fungere mer effektivt

Andel av arbeidsstyrken. Prosent



Kilder: NAV, Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

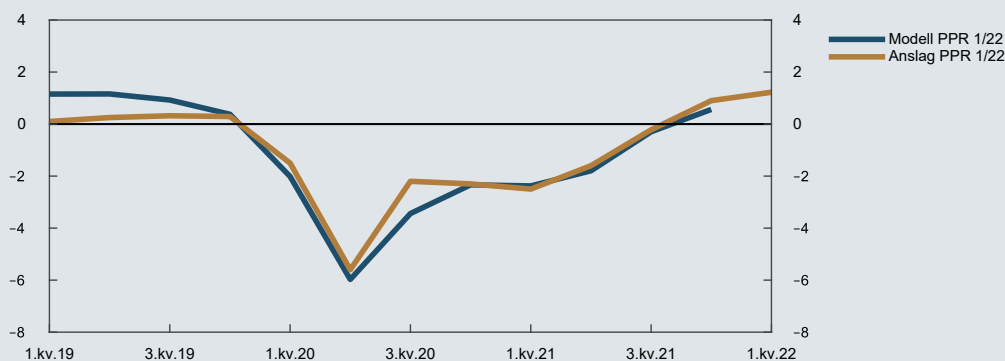
Vårt modellsystem for anslag på produksjonsgapet tar hensyn til utviklingen i BNP for Fastlands-Norge, arbeidsledigheten, lønnsveksten og innenlandsk prisstigning, se figur 3.C. Beregningene går frem til fjerde kvartal i fjor. Modellsystemet viser en betydelig oppgang i kapasitetsutnyttningen de siste kvartalene i tråd med vurderingene i forrige rapport, men indikerer en noe lavere kapasitetsutnyttning enn nettverksindikatorerne.

Vi anslår at kapasitetsutnyttningen vil fortsette å øke videre frem mot utgangen av året. Det gjenspeiler at vi venter sterk oppgang i fastlandsøkonomien i år, sammen med videre nedgang i ledigheten og at det er utsikter til høyere lønnsvekst. Videre fremover venter vi at kapasitetsutnyttningen gradvis avtar, men holder seg over et normalt nivå ut prognoseperioden. Vi legger til grunn en årlig vekst i produksjonspotensialet på rundt 1¼ prosent fremover. Det gjenspeiler en vekst på ½ prosent i sysselsettingstrenden og en vekst på ¾ prosent i trendproduktiviteten.

Anslagene på produksjonsgapet er usikre. Kontaktene i nettverket melder om høyere kapasitetsutnyttning enn vi nå anslår. På den annen side er det mulig vi undervurderer potensialet i økonomien og sysselsettingen, og at presset er mindre enn vi anslår. At kontaktene i Regionalt nettverk venter god vekst i aktiviteten den nærmeste tiden, til tross for omfattende kapasitetsbegrensninger, kan være et tegn på det.

Figur 3.C Modellsystemet viser videre oppgang i kapasitetsutnyttningen

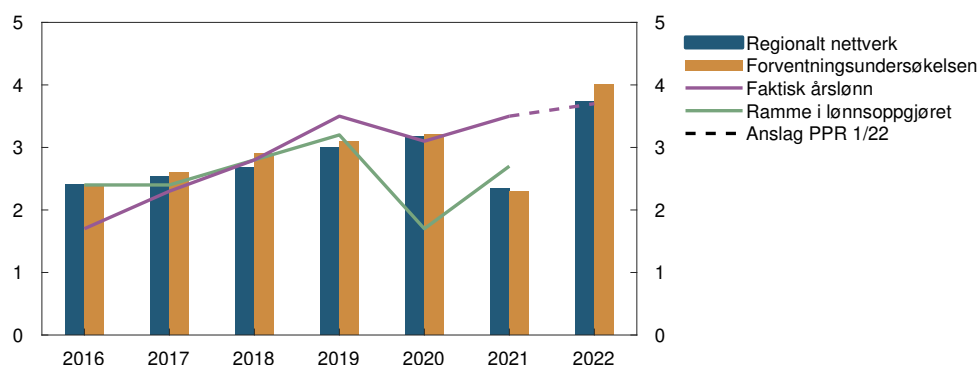
Prosent



Kilde: Norges Bank

Figur 3.13 Høyere lønnsvekst enn ventet

Årslønnsvekst. Prosent



Kilder: Epinion, Ipsos, NHO/LO, Opinion, Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

3.3 Kostnader og priser

Høyere lønnsvekst

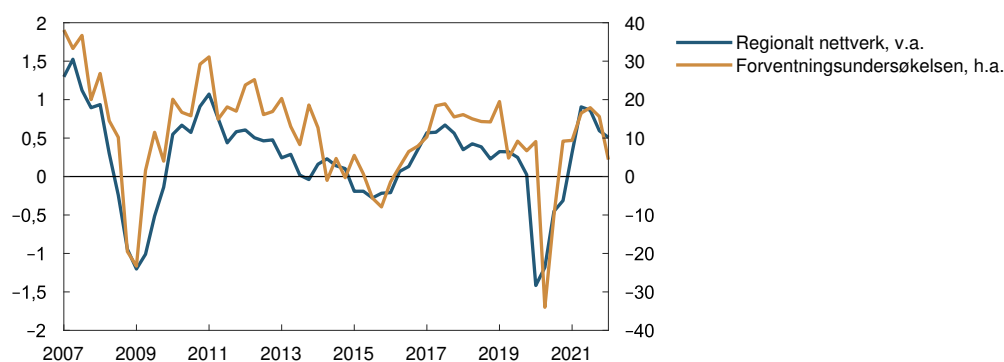
Tilstrømmingen i arbeidsmarkedet gjennom fjoråret bidro til at lønnsveksten tok seg opp. Årslønnsveksten i 2021 ble 3,5 prosent. Det var høyere enn vi anslo i desember-rapporten og klart høyere enn rammen for lønnsoppgjøret, se figur 3.13. En oppgang i bonuser og uregelmessige tillegg bidro til at lønnsveksten ble sterkere enn vi hadde ventet.

Lønnsforventningene for i år har økt med omkring ½ prosentenheter siden forrige rapport. Kontaktene i vårt regionale nettverk ventet i februar en lønnsvekst i 2022 på 3,7 prosent. Ifølge Norges Banks forventningsundersøkelse i februar venter partene i arbeidslivet samlet en lønnsvekst på 4,0 prosent i 2022. Høy etterspørsel etter arbeidskraft og lav arbeidsledighet vil trolig føre til at lønnsveksten tiltar.

Økte priser på elektrisitet og importerte varer trekker opp konsumprisveksten og tilsier at lønnsveksten vil øke. Samtidig kan de økte prisene på innsatsfaktorer redusere bedriftenes lønnsomhet, noe som isolert sett kan dempe lønnsveksten. Forventningsundersøkelsen indikerer fortsatt bedring av bedriftenes lønnsomhet fremover, men mindre enn ved forrige rapport, se figur 3.14. Vi legger til grunn at kompensasjons-

Figur 3.14 Fortsatt bedring i lønnsomhet

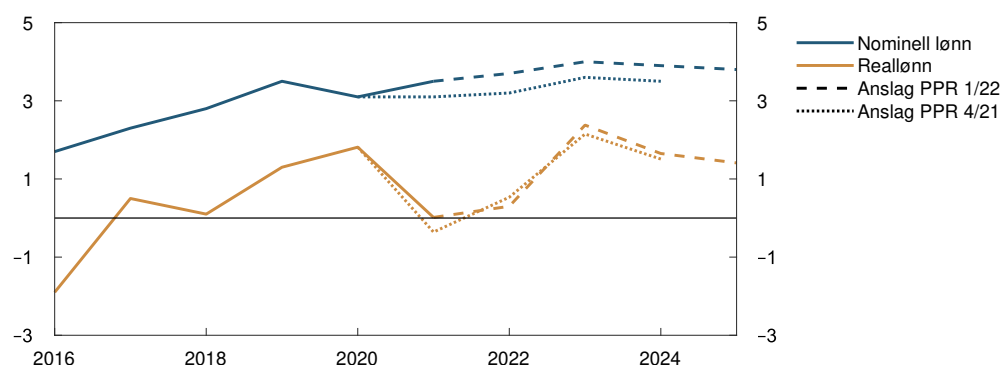
Endring i driftsmarginen ifølge bedrifter i Regionalt nettverk og Forventningsundersøkelsen



Kilder: Epinion, Ipsos, Opinion og Norges Bank

Figur 3.15 Utsikter til høy lønnsvekst

Årslønnsvekst. Prosent



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

ordningen for høye strømpriser videreføres til og med mars neste år. Det demper oppgangen i prisene husholdningene står overfor, og bidrar også til å dempe lønnsveksten.

Mange av dem som nå kommer i jobb, har lavere lønn enn snittet. Det vil isolert sett bidra til å trekke det gjennomsnittlige lønnsnivået noe ned i år. Se boks nedenfor om sammensetningseffekter i lønnsveksten. De målte lønnsforventningene tar trolig i liten grad hensyn til at sammensetningseffekter kan trekke lønnsveksten ned i år. Vi anslår en lønnsvekst på 3,7 prosent i 2022.

Høy kapasitetsutnyttning tilsier at lønnsveksten vil øke fremover. De høye prisene på olje og gass vil erfaringsmessig bidra til økt aktivitet og høyere lønnsomhet i fastlandsbedriftene som i neste omgang kan bidra til økt lønnsvekst. Vi anslår at lønnsveksten stiger til 4,0 prosent neste år, se figur 3.15. Deretter venter vi at lønnsveksten avtar litt som følge av lavere kapasitetsutnyttning.

Høyere prisvekst

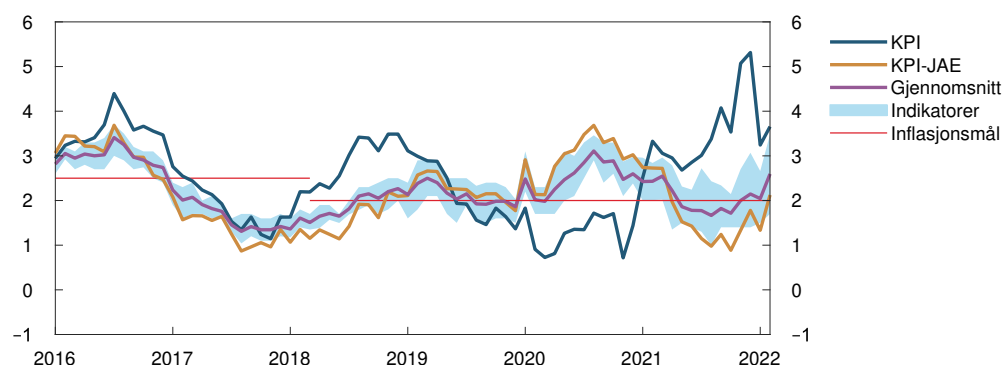
Store svingninger i energiprisene de siste årene har ført til at veksten i konsumprisindeksen (KPI) har variert mye. Årsveksten i KPI var 1,3 prosent i 2020 og 3,5 prosent i 2021. Konsumprisveksten tok seg kraftig opp mot slutten av fjoråret, men har kommet noe ned igjen i år. I februar var tolv månedersveksten i KPI 3,7 prosent. Det var litt høyere

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. I 2021 falt sysselsettingen i starten av året før den økte markert mot slutten. For fjoråret samlet ble sammensetningseffektene trolig små. At sysselsettingen blant lavtlønte økte sent i fjor og inn i 2022 vil trolig bidra til å redusere det gjennomsnittlige lønnsnivået i år sammenliknet med gjennomsnittet i fjor. Det er usikkerhet om hvor store sammensetningseffektene vil bli.

Figur 3.16 Prisveksten har økt

KPI og indikatorer for underliggende inflasjon. Tolvmånedersvekst. Prosent



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

enn vi anslo i desemberrapporten. Støtteordningen for høye strømpriser har trukket ned energiprisene i KPI fra og med desember i fjor, og omfanget av ordningen ble noe større enn vi la til grunn for anslagene i desember.

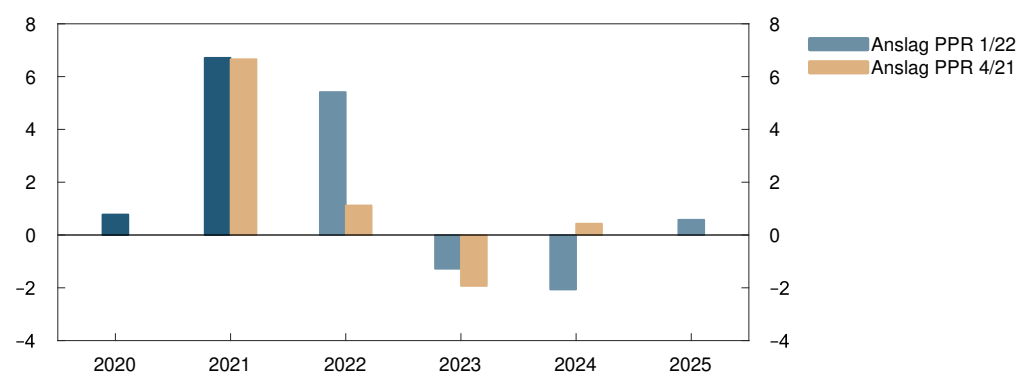
Den underliggende prisveksten har tatt seg opp de siste månedene. KPI justert for avgiftsendringer og uten energivarer (KPI-JAE) økte med 2,1 prosent fra februar i fjor til februar i år. Veksten var høyere enn vi hadde ventet. Andre indikatorer tyder på at den underliggende inflasjonen er høyere. Det tilsier at veksten i KPI-JAE vil ta seg opp fremover. Tolvmånedersveksten i gjennomsnittet av indikatorer for underliggende inflasjon var 2,5 prosent i februar, se ramme på side 37.

Prisveksten på importerte konsumvarer har tatt seg opp den siste tiden og er høyere enn anslått. Oppgangen skyldes blant annet høy prisvekst på internasjonal frakt og på konsumvarer vi importerer til Norge, se figur 3.17.

Deler av prisoppgangen internasjonalt har sammenheng med høy etterspørsel og forsinkelser i globale forsyningskjeder som følge av pandemien. Invasjonen i Ukraina i slutten av februar har ført til en videre økning i priser på energi, metaller og matvarer, se nærmere omtale i ramme på side 16. Det vil bidra til økt prisvekst også her hjemme, se figur 3.18. Siden forrige rapport har prisene på frakt til Europa falt som ventet. Krigen

Figur 3.17 Sterke prisimpulser fra utlandet

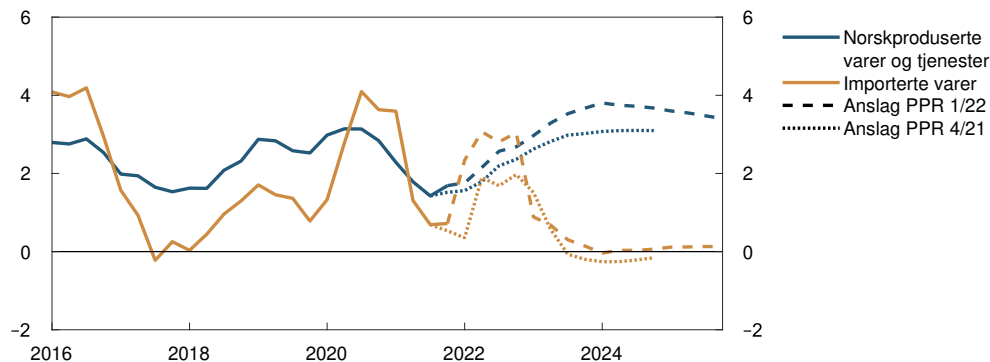
Produsentpriser på konsumvarer Norge importerer. Inkludert fraktkostnader. Årsvekst. Prosent



Kilder: Refinitiv Datastream og Norges Bank

Figur 3.18 Utsikter til høyere prisvekst

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



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

i Ukraina og nye nedstenginger i Kina vil trolig føre til at den videre normaliseringen av fraktprisene kan ta noe lengre tid enn vi anslo i desember. Prisene på konsumvarene vi importerer har vært høyere enn anslått, og vi har oppjustert anslagene for dem fremover. Etter hvert vil en normalisering av prisene på frakt og råvarer bidra til at den importerte prisveksten avtar. Styrkingen av kronen den siste tiden ventes isolert sett å dempe prisveksten.

Også prisveksten på innenlandsk produserte varer og tjenester har økt og vært høyere enn anslått. Det skyldes blant annet økte priser på råvarer og andre innsatsvarer, og vi venter at det vil løfte innenlandsk prisvekst litt videre den nærmeste tiden. Den innenlandske prisveksten ventes å tilta de neste par årene som følge av høy kapasitetsutnyttning og økt lønnsvekst. Samlet anslår vi at veksten i KPI-JAE vil være nær 3 prosent ved utgangen av året, og at den deretter avtar og holder seg i overkant av 2 prosent.

Energiprisene er ventet å holde seg på historisk høye nivåer den nærmeste tiden og deretter falle raskt gjennom våren. Effekten inn i KPI vil bli betydelig dempet av strømstøtteordningen. Veksten i KPI ventes å øke litt på kort sikt og deretter avta slik at årsveksten blir 3,4 prosent i 2022. Veksten i KPI anslås å bli lavere neste år og deretter komme opp til i overkant av 2 prosent.

Forventningene til prisveksten om ett og to år, slik de måles i Norges Banks forventningsundersøkelse, har økt den siste tiden. Forventningene til prisveksten på lengre sikt er lavere, men ligger noe over 2 prosent.

Utsikter til høyere reallønnsvekst fremover

Lønnsveksten ble lik KPI-veksten i 2021, slik at reallønningene holdt seg uendret. Reallønnsveksten samlet anslås å bli moderat i år, og deretter å ta seg opp til omkring 1¾ prosent årlig i gjennomsnitt for årene 2023–2025. De forholdsvis store svingningene vi ser for oss i reallønnsveksten må ses i sammenheng med sammensetningseffekter i lønnsveksten i år og store svingninger i energiprisene.

Stor usikkerhet om lønns- og prisveksten

Pandemien og invasjonen av Ukraina har gitt store endringer i energi- og råvarepriser. Det er stor usikkerhet om den videre utviklingen i disse prisene. Effekten på norsk pris- og lønnsvekst er også usikker.

Det er også usikkert hvordan økte priser vil påvirke lønnsveksten. Det er mulig at høyere prisvekst får større gjennomslag til lønnsveksten enn hva som har vært erfaringene de siste 20–30 årene, og som vi legger til grunn for våre anslag. Skulle lønnsveksten bli høyere, kan det igjen føre til at prisveksten blir høyere. Det er også en risiko for at knappheten på arbeidskraft kan få lønnsveksten til å skyte fart. På den annen side kan bedriftenes lønnsomhet bli svakere fremover enn vi legger til grunn. Det kan i så fall dempe lønnsveksten.

INDIKATORER FOR UNDERLIGGENDE INFLASJON I NORGE

Det overordnede målet for pengepolitikken er å opprettholde en stabil pengeverdi gjennom lav og stabil inflasjon. Målvariabelen for inflasjon er årsveksten i konsumprisindeksen (KPI). Prisveksten, slik den måles i KPI, kan svinge mye fra måned til måned og påvirkes ofte av store bevegelser i enkelte prisgrupper. En viktig årsak til svingningene er energiprisene, som har steget mye den siste tiden. Det har ført til at inflasjonen målt ved KPI nå er en del høyere enn prisveksten i de fleste øvrige prisgrupper. Siden renten påvirker prisvekst med et tidsetterslep, søker vi å se igjennom midlertidige svingninger i KPI og innrette pengepolitikken etter mer underliggende mål på prisveksten. Da er det verdifullt å se på prisindekser som forsøker å filtrere bort høyfrekvente svingninger i KPI.

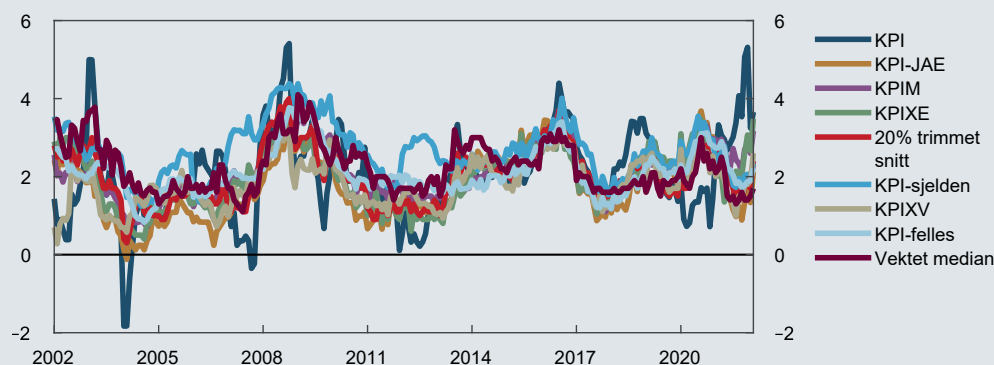
Det finnes ingen entydig definisjon på underliggende inflasjon, og i praksis kan det være krevende å skille mellom midlertidige og mer varige endringer i prisveksten. Det er imidlertid noen egenskaper som kjennetegner en god indikator på underliggende inflasjon. For det første bør en god indikator følge trenden i KPI over tid. Vedvarende avvik fra KPI kan tyde på at indikatoren ikke fanger opp den faktiske utviklingen i prisene slik de inngår i KPI. For det andre bør en god indikator se igjennom midlertidige variasjoner i prisveksten. Videre bør et avvik mellom KPI og en god indikator gi informasjon om hvor vi kan forvente at KPI skal bevege seg den nærmeste tiden. Det er fordi et avvik mellom indikatoren og KPI bør skyldes midlertidige forstyrrelser, som relativt raskt normaliseres.

Både internasjonalt og i Norge er det en rekke indekser som på ulike måter søker å måle underliggende prisvekst. Konsumprisindeksen justert for energipriser og uten avgifter (KPI-JAE) er den mest kjente og etablerte indeksen i Norge, og er sentral i vår tolkning av inflasjonsutsiktene og kommunikasjon av pengepolitikken. Vi publiserer også prognoser for KPI-JAE. En utfordring med KPI-JAE er at den ikke fanger opp varige endringer i energiprisene relativt til andre varer, siden energipriser er tatt helt ut av indeksen. Dersom energiprisene over tid øker mer enn øvrige konsumpriser, for eksempel som følge av klimaomstilling og ny energipolitikk, kan det føre til at KPI-JAE undervurderer trenden i prisveksten.

I perioder med stort avvik mellom KPI og KPI-JAE kan det være nyttig å se på andre mål for underliggende prisvekst i analysene av inflasjonen og inflasjonsutsiktene. I Norge har vi et bredt sett med indikatorer for underliggende inflasjon¹, se figur 3.D.

Figur 3.D Økt spredning blant indikatorer for underliggende inflasjon

Tolv månedersvekst. Prosent



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

¹ Se Husabø, E. (2017 «Indikatorer for underliggende inflasjon i Norge». *Staff Memo 13/2017*. «Norges Banks håndbok i pengepolitikk». *Norges Bank Memo 1/2022*.

Som KPI-JAE er det flere av indikatorene som utelukker faste undergrupper fra målingen. *KPI-sjelden* ekskluderer undergruppene der prisene endres oftest, mens *KPIXV* fjerner de åtte mest volatile prisgruppene. I indikatoren *KPIXE* er de løpende energiprisene erstattet med en estimert energipristrend. *KPIXE* har økt mye den siste tiden og tolv månedersveksten er nå 3,5 prosent. Fordelen med *KPIXE* er at den kan fange opp underliggende trender i energiprisene. I praksis har det vist seg krevende å finne gode metoder for å beregne energipristrenden i nåtid. Det gjorde at vi gikk bort fra *KPIXE* som hovedindikator på underliggende inflasjon for nesten 10 år siden. Likevel mener vi *KPIXE* kan fange opp nyttig informasjon og følger den som en del av indikatorsettet for underliggende inflasjon.

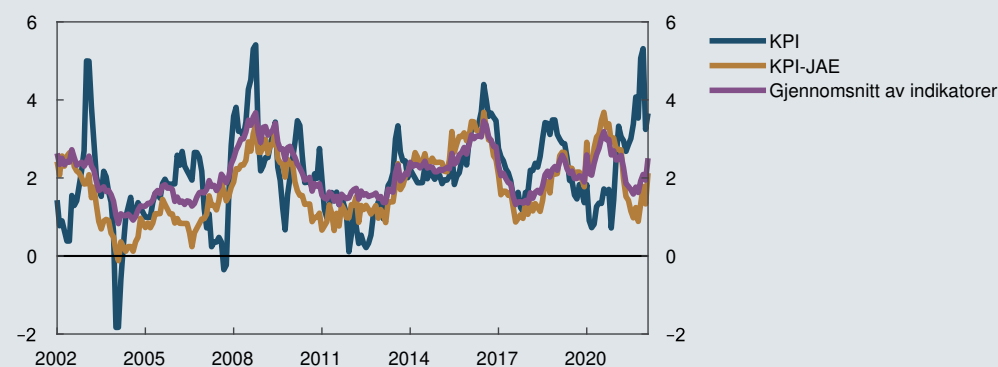
For andre indikatorer er det den løpende utviklingen som bestemmer hvilke undergrupper som ekskluderes fra måned til måned. Indikatoren *Trimmet snitt* fjerner for eksempel undergrupper som stiger mest og minst i den aktuelle måneden, mens *vektet median* kun viser veksten i undergruppen som til enhver tid har medianprisveksten. For en tredje gruppe av indikatorer beregnes prisveksten gjennom modellbaserte metoder. I indeksen *KPI-felles* brukes en faktormodell til å trekke ut felles trend for alle undergrupper, mens i *KPIM* gir en modellbasert metode ny vekt til alle undergruppene basert på undergruppenes evne til å anslå KPI en måned frem.

De siste månedene har spredningen mellom de ulike indikatorene økt, og KPI-JAE er blant indikatorene med lavest vekst. I økonometriske tester av egenskapene nevnt ovenfor viser det seg at ingen av enkeltindikatorene er vesentlig bedre enn de andre. Den samlede informasjonen i indikatorsettet, for eksempel målt ved et gjennomsnitt, kan imidlertid gi et litt klarere bilde av underliggende inflasjonen. Gjennomsnittet av alle enkeltindikatorene har jevnt over hatt gode egenskaper over tid. *Gjennomsnittetsindikatoren* følger trenden i KPI tettere over tid, er mindre volatil og har bedre anslagsegenskaper enn enkeltindikatorene hver for seg. Denne indikatoren ligger vesentlig lavere enn KPI, men indikerer at den underliggende prisveksten er litt høyere enn det KPI-JAE viser, og noe over målet på 2 prosent, se figur 3.E.

I pengepolitikken praktiserer vi fleksibel inflasjonsstyring og søker å innrette pengepolitikken slik at inflasjonen målt ved KPI stabiliserer seg nær målet på noe sikt. Dette gjør vi blant annet ved hjelp av prognoser på KPI-JAE og energiprisene. En god forståelse av underliggende inflasjon gir nyttig innsikt i arbeidet med anslag for prisveksten. Utviklingen i andre indikatorer på underliggende inflasjon er noe av bakgrunnen for at vi nå anslår at veksten i KPI-JAE skal tilta i år. Veksten i KPI preges av høye energipriser og ventes å holde seg høyere enn den underliggende prisveksten den nærmeste tiden.

Figur 3.E Gjennomsnittet av indikatorer ligger nær KPI-JAE

Tolv månedersvekst. Prosent



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

4 Pengepolitisk analyse

Styringsrenten ble hevet fra 0,5 til 0,75 prosent på komitémøtet 23. mars. Slik komiteen nå vurderer utsiktene og risikobildet, vil styringsrenten mest sannsynlig bli satt videre opp i juni. Prognosen for styringsrenten indikerer at renten skal heves gradvis til rundt 2,5 prosent ved utgangen av 2023.

Prognosen innebærer en strammere innretning av pengepolitikken enn i forrige rapport. Utsikter til høyere kapasitetsutnyttning og høyere lønns- og prisvekst fremover enn tidligere lagt til grunn tilsier en raskere renteoppgang.

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 over tid ligget nær 2 prosent siden 2001, se figur 4.1.

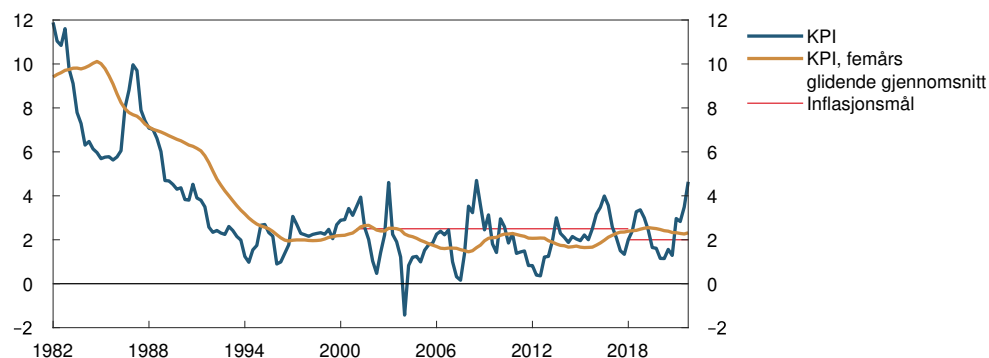
Inflasjonsstyringen skal være fremoverskuende og fleksibel, slik at den kan bidra til høy og stabil produksjon og sysselsetting samt å motvirke oppbygging av finansielle ubalanser. Den pengepolitiske strategien er nærmere beskrevet i ramme på side 46.

Noe mindre ekspansiv pengepolitikk

I løpet av andre halvår i fjor ble styringsrenten satt opp i to omganger til 0,5 prosent, etter å ha vært null prosent siden våren 2020. Den lave styringsrenten 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

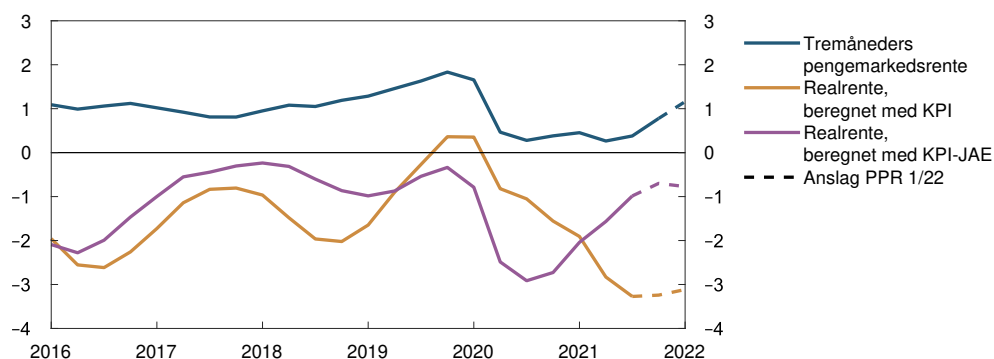
Konsumprisindeksen (KPI). Firekvartalersvekst. Prosent



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 4.2 Høyere realrente

Tremåneders pengemarkedsrente og realrenter. Prosent



Kilder: Refinitiv Datastream, 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 omkring 1,7 prosent, se ramme i *Pengepolitisk rapport 2/21*. Den nøytrale reelle pengemarkedsrenten, det vil si pengemarkedsrenten justert for inflasjon, ligger nær null prosent.

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

4.2 Ny informasjon og nye vurderinger

Modellteknisk tolkning av ny informasjon

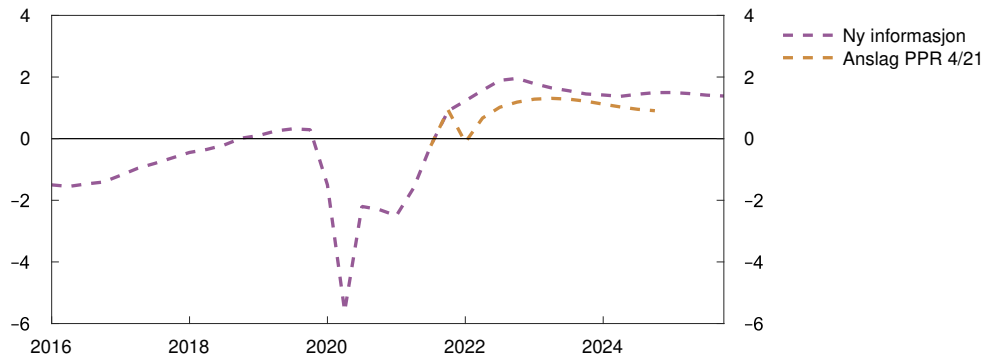
For å vise virkningen av ny informasjon på de økonomiske utsiktene legger vi inn ny informasjon og nye vurderinger av den økonomiske situasjonen i modellapparatet, men beholder anslaget for styringsrenten fra forrige rapport. I denne øvelsen ser vi spesielt på utsiktene for kapasitetsutnyttningen og prisveksten, som er to viktige hensyn komiteen legger vekt på i pengepolitikken.

Vi vurderer kapasitetsutnyttningen i norsk økonomi til å være høyere enn lagt til grunn i forrige rapport. Det har blant annet sammenheng med at de økonomiske virkningene av den siste smittebølgen har vært mindre enn ventet. Fremover venter vi en ytterligere økning i kapasitetsutnyttningen, drevet blant annet av en sterk vekst i husholdningenes konsum og foretaksinvesteringene. Veksten dempes av at veksten hos våre handelspartnere er litt nedjustert. Vi anslår at produksjonsgapet betinget på uendret rentebane blir høyere enn vi anslo i forrige rapport gjennom hele prognoseperioden, se figur 4.3.

Veksten i KPI-JAE har tiltatt noe den siste tiden etter å ha ligget under 2 prosent gjennom siste halvår i fjor. Den importerte prisveksten har tatt seg opp, og vært høyere enn ventet,

Figur 4.3 Utsikter til høyere kapasitetsutnyttning

Anslag på produksjonsgapet. Betinget på ny informasjon om den økonomiske utviklingen og prognosen for styringsrenten fra PPR 4/21. Prosent



Kilde: Norges Bank

drevet av økt prisvekst internasjonalt og høye fraktpriser. Lønnsveksten ble høyere enn ventet i fjor, og anslagene på lønnsveksten i år er justert opp som følge av økt knapphet på arbeidskraft og økte lønnsforventninger. Når vi betinger på uendret rentebane, er anslagene for prisveksten vesentlig oppjustert sammenlignet med anslagene i desember-rapporten, se figur 4.4.

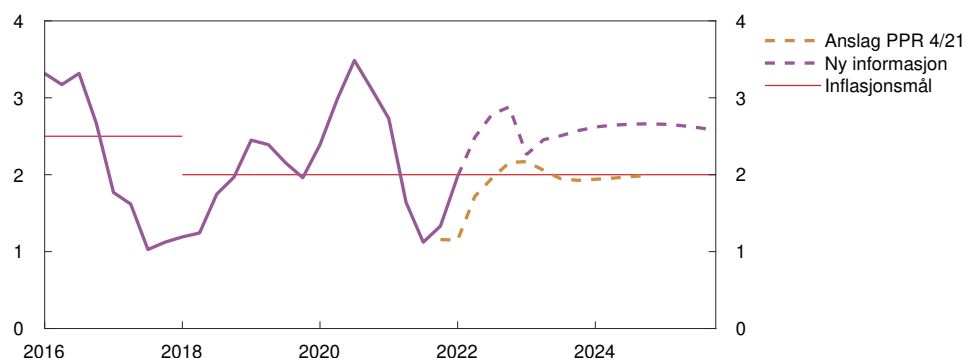
Den modelltekniske øvelsen indikerer at det er behov for strammere pengepolitikk for å dempe prisveksten slik at den etter hvert avtar og kan komme ned mot inflasjonsmålet.

En enkel regel tilsier høyere rente

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 tilsvarende nyheter, se boks i *Pengepolitisk rapport 4/21*.

Figur 4.4 Utsikter til høyere inflasjon

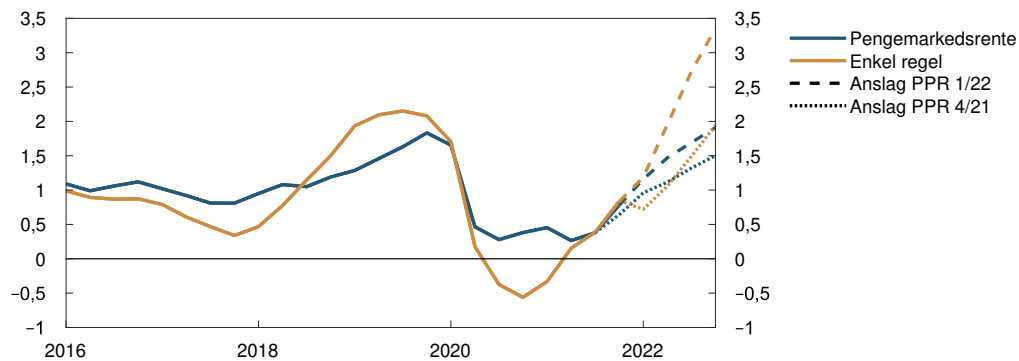
KPI-JAE. Anslag betinget på ny informasjon om den økonomiske utviklingen og prognosen for styringsrenten fra PPR 4/21. Firekvartalersvekst. Prosent



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 4.5 Enkel regel indikerer høyere rente

Prosent



Kilder: Refinitiv Datastream og Norges Bank

Oppjusteringen av anslagene for inflasjonen og produksjonsgapet gjør at den enkle regelen nå tilsier en vesentlig høyere rente den nærmeste tiden enn hva regelen gjorde med anslagene fra forrige rapport, se figur 4.5.

Markedet priser inn en høyere 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 svinge mye, så kan terminrentene fungere som en kryssjekk på om pengepolitikken er i tråd med Norges Banks tidligere kommunikasjon og handlingsmønster.

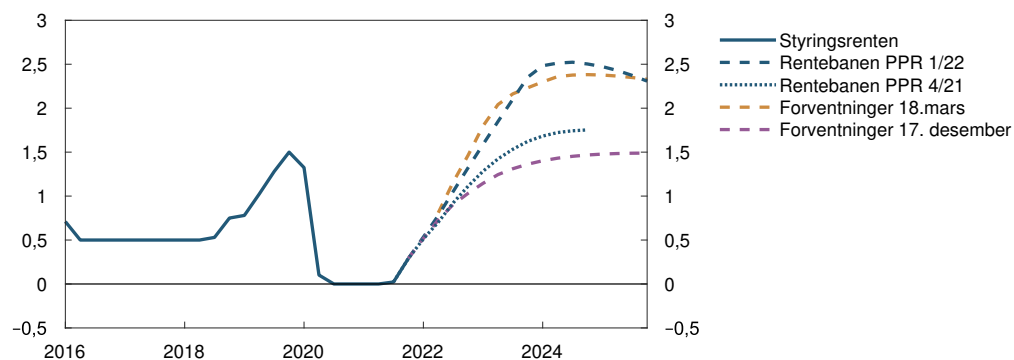
De beregnede terminrentene er høyere enn i desember for hele anslagsperioden, se figur 4.6. Utviklingen i terminrentene siden forrige rapport tyder på at markedsaktørene tolker summen av ny informasjon slik at det trekker i retning av høyere renter fremover.

Styringsrenten skal videre opp

På komitémøtet 23. mars ble styringsrenten hevet fra 0,5 til 0,75 prosent. Videre ser komiteen for seg at styringsrenten mest sannsynlig skal settes videre opp i juni. I tråd med komiteens vurdering tilsier prognosen for styringsrenten at renten skal stige videre

Figur 4.6 Markedets forventninger til styringsrenten har økt

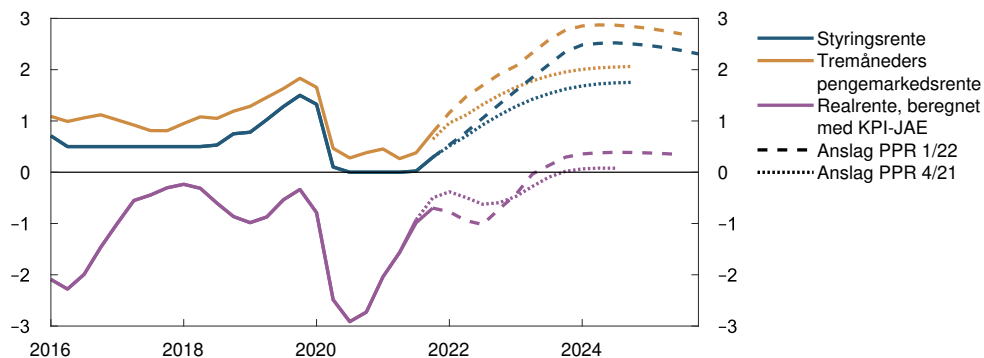
Prosent



Kilder: Bloomberg og Norges Bank

Figur 4.7 Mot en kontraktiv pengepolitikk

Prosent



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

fremover. Ved utgangen av 2023 anslås renten å være rundt 2,5 prosent, se figur 4.7. Det er over det som anslås som et nøytralt nivå på styringsrenten. Ved utgangen av prognoseperioden anslås styringsrenten til 2,3 prosent. Rentebanen er oppjustert siden forrige rapport.

Vi venter at økt kapasitetsutnyttning, høyere lønnsvekst og økte prisimpulser fra utlandet vil løfte prisveksten fremover. Det tilsier at det nå er riktig å heve styringsrenten for å bremse oppgangen i inflasjonen og bidra til at den etter hvert avtar mot inflasjonsmålet. En heving av renten er også i tråd med den enkle regelen (figur 4.5) og markedsforventningene (figur 4.6). Markedsforventningene til styringsrenten ligger nå nær vår prognose for styringsrenten gjennom hele prognoseperioden. Med høyere renter de neste par årene vil kapasitetsutnyttningen avta mot et normalt nivå.

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

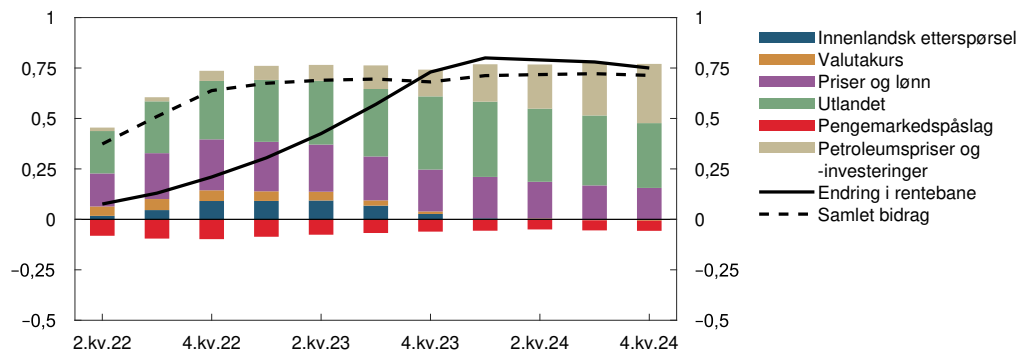
Både den nominelle renten og realrenten har betydning for hvordan pengepolitikken virker inn i norsk økonomi. Prognosen for styringsrenten og den nominelle pengemarkedsrenten tilsier at pengepolitikken blir mindre ekspansiv, og at den etter hvert blir kontraktiv. Anslagene for både den nominelle renten og realrenten innebærer at pengepolitikken blir kontraktiv fra neste år og ut prognoseperioden.

Den reelle pengemarkedsrenten ventes å bli noe lavere på kort sikt enn anslått i forrige rapport, som følge av at anslagene for prisveksten den nærmeste tiden er oppjustert mer enn prognosen for styringsrenten. Etter hvert er rentebanen oppjustert mer enn inflasjonsanslagene, og vi anslår dermed en høyere realrente enn i forrige rapport gjennom det meste av prognoseperioden.

4.3 Faktorene bak endringer i rentebanen

Renteregnskapet vist i figur 4.8 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.

Figur 4.8 Flere faktorer trekker rentebanen opp
Akkumulerte bidrag. Prosentenheter



Kilde: Norges Bank

Hos våre handelspartnere har høyere inflasjonsutsikter bidratt til en oppgang i forventede styringsrenter. Dette trekker isolert sett i retning av en svakere krone, og gir en høyere rentebane. Økt inflasjon hos våre handelspartnere har blant annet sammenheng med økte energipriser og flaskehalser. Det løfter prisene på varer vi importerer, og bidrar til høyere inflasjon her hjemme. Det trekker også rentebanen opp. På den annen side er vekstanslagene for våre handelspartnere litt nedjustert. I sum bidrar faktorer knyttet til *utlandet* til en høyere rentebane, se grønne søyler.

Den underliggende prisveksten har vært høyere enn anslått i forrige rapport. Lønnsveksten i fjor ble høyere enn anslått i desember, og anslaget for lønnsveksten i år er oppjustert. Dette vil bidra til høyere prisvekst fremover. *Priser og lønn* trekker derfor rentebanen opp over hele anslagsperioden, se lilla søyler.

Spot- og terminprisene for olje og gass er betydelig høyere enn i forrige rapport. Dette bidrar til en høyere rentebane, men i den nåværende situasjonen venter vi at økningen i petroleumsprisene har en mindre effekt på norsk økonomi enn det vi har sett i tidligere perioder. Det skyldes særlig at investeringsplaner for de kommende årene allerede er oppskalert som følge av en midlertidig petroleumskatteordning. De nærmeste årene er anslagene for petroleumsinvesteringene nedjustert, mens de senere i prognoseperioden er om lag som i forrige rapport. Samlet sett trekker likevel *petroleumspriser og -investeringer* rentebanen opp, se beige søyler.

Høyere petroleumspriser har bidratt til at kronekursen er sterkere enn vi anslo i forrige rapport. I følge modellapparatet har imidlertid kursen styrket seg mindre enn hva utviklingen i petroleumspriser og rentedifferansen mot utlandet skulle tilsi. Utviklingen i *kronekursen* trekker derfor rentebanen litt opp, se oransje søyler.

Anslaget på kapasitetsutnyttningen er høyere enn i forrige rapport. Det skyldes både at aktiviteten i norsk økonomi nå ser ut til å være høyere enn lagt til grunn i forrige rapport, og at investeringsetterspørselen ventes å tilta mer enn tidligere ventet. Faktorene knyttet til *innenlandsk etterspørsel* bidrar til å trekke rentebanen opp, se mørkeblå søyler.

Utlånsmarginer til husholdninger og foretak har utviklet seg om lag som ventet, men pengemarkedspåslaget har økt og ventes å bli liggende høyere enn lagt til grunn i forrige rapport. Et langvarig høyere *pengemarkedspåslag* ventes på sikt å få et fullt gjennomslag til andre markedsrenter og trekker styringsrenten tilsvarende ned, se røde søyler.

Faktorene knyttet til innenlandsk etterspørsel, lønns- og prisvekst, kronkursen, utenlandske renter og olje- og gasspriser trekker rentebanen opp. Det høyere pengemarkeds-påslaget demper denne oppjusteringen litt. Modellanalysen tilsier samlet sett en høyere rentebane gjennom hele prognoseperioden.

Prognosen for styringsrenten uttrykker komiteens avveining mellom målene i pengepolitikken, og rentebanen er de nærmeste årene oppjustert 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. Usikkerhet om den økonomiske utviklingen og hvordan husholdningene vil tilpasse seg et høyere rentenivå, tilsier at renten økes gradvis.

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 23. mars vedtok Norges Banks komité for pengepolitikk og finansiell stabilitet å øke kravet til motsyklisk kapitalbuffer til 2,5 prosent med virkning fra 31. mars 2023.

Før reduksjonen i mars 2020 var kravet til motsyklisk kapitalbuffer 2,5 prosent. Finansielle ubalanser hadde da bygget seg opp over lengre tid. I løpet av koronapandemien har boligprisene og prisene på næringseiendom økt betydelig, og kredittveksten til husholdningene har tiltatt. Siden midten av 2021 har veksten i eiendomsprisene vært mer moderat. I år har boligprisveksten vært høyere enn forventet, men vi venter at den vil avta fremover. Finansielle ubalanser tilsier at bufferkravet skal tilbake til 2,5 prosent.

Kredittverdige foretak og husholdninger synes å ha god tilgang på kreditt. Norske banker er lønnsomme og har lave utlånstap. Bankenes direkte tapsrisiko som følge av krigen i Ukraina synes å være beskjeden. De er godt rustet til å oppfylle økt krav til motsyklisk kapitalbuffer og samtidig opprettholde kreditttilbudet.

5.1 Tilgang på kreditt

Kredittverdige foretak synes å ha god tilgang på kreditt. Bankene har god kapasitet til å imøtekomme kredittterspørsel. Siden desember har risikopåslagene på nye obligasjonsutstedelser til foretak steget noe. Det må ses i sammenheng med økt usikkerhet som følge av krigen i Ukraina. Høyere risikopåslag har trolig ført til at enkelte foretak har utsatt nye utstedelser den siste tiden. Det er imidlertid ikke tegn til at kredittverdige foretak er stengt ute fra obligasjonsmarkedet.

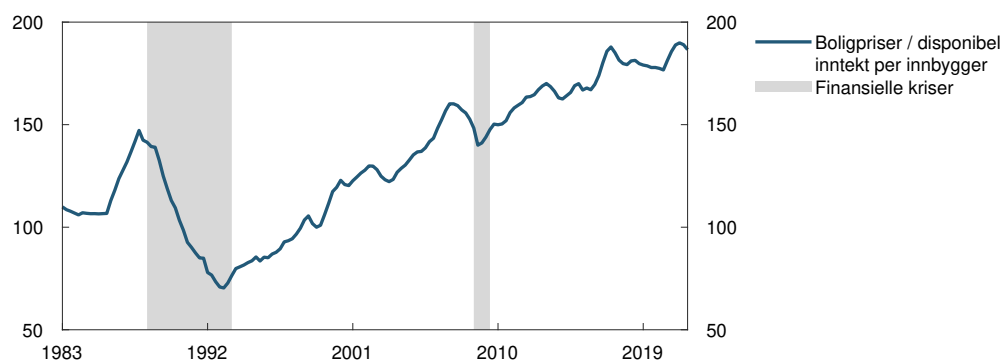
Husholdninger synes også å ha god tilgang på kreditt. I Norges Banks utlånsundersøkelse meldte bankene om uendret kredittpraksis overfor husholdninger og foretak i fjerde kvartal, og de venter ingen endringer fremover.

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 *Norges Bank Memo 4/2019*. 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

5.2 Finansielle ubalanser

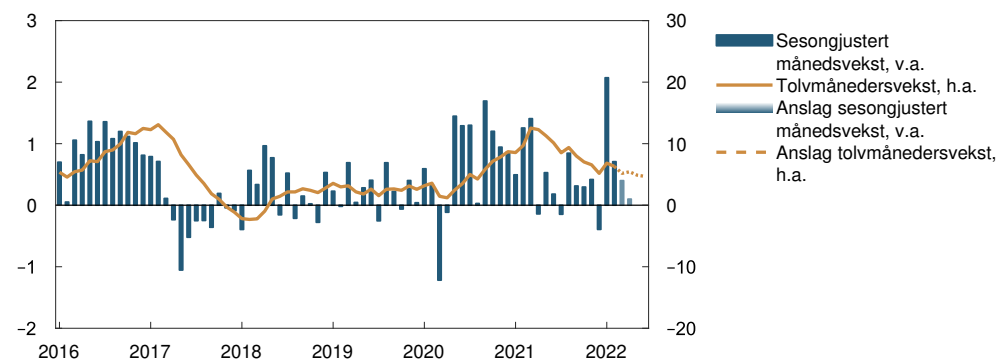
Midlertidig økt boligprisvekst

Boligprisene har økt mer enn inntektene gjennom pandemien, se figur 5.1. Det har økt sårbarheten i boligmarkedet. Fra april i fjor har boligprisveksten vært mer moderat, se figur 5.2. Fallet i boligprisveksten skyldes trolig økte utlånsrenter og en normalisering av husholdningenes forbruksmønster i takt med gjenåpningen av samfunnet.

I bruktboligmarkedet er det fortsatt høy etterspørsel, og det var få usolgte boliger ved inngangen til året, se figur 5.3. Siden forrige rapport har boligprisveksten vært sterkere enn anslått. Utviklingen bør ses i sammenheng med endringene i avhendingsloven, som trolig har skapt midlertidige flaskehalser i boligmarkedet.¹ Endringene innebærer blant annet strengere krav til innholdet i tilstandsrapporter. Rapportene tar nå lenger tid å lage, og det må også lages nye rapporter for boliger som har ligget ute for salg siden i fjor. Det har ført til at færre boliger har blitt lagt ut for salg så langt i år enn hva som er normalt (figur 5.3). Et lavere tilbud av boliger øker isolert sett boligprisveksten, men vi venter at denne effekten er midlertidig. Det er også rimelig å anta at tilstandsrapportene tar lenger tid å lage desto større boligene er. I januar ble det lagt ut og omsatt betydelig færre eneboliger og småhus enn leiligheter, se figur 5.4. Det har trolig ført til midlertidige

Figur 5.2 Midlertidig økt boligprisvekst på nyåret

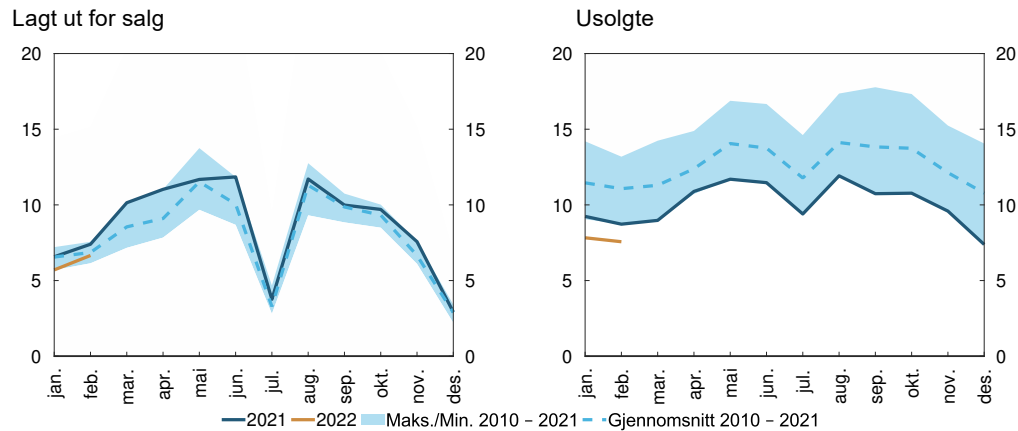
Prosent



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

¹ Endringer i avhendingsloven, som regulerer kjøp og salg av bolig for forbrukere, trådte i kraft 1. januar 2022. Sammen med endringene ble det vedtatt en egen forskrift som fastsetter minstekrav til hva tilstandsrapporter skal inneholde.

Figur 5.3 Få usolgte boliger i bruktboligmarkedet
Antall bruktboliger i tusen



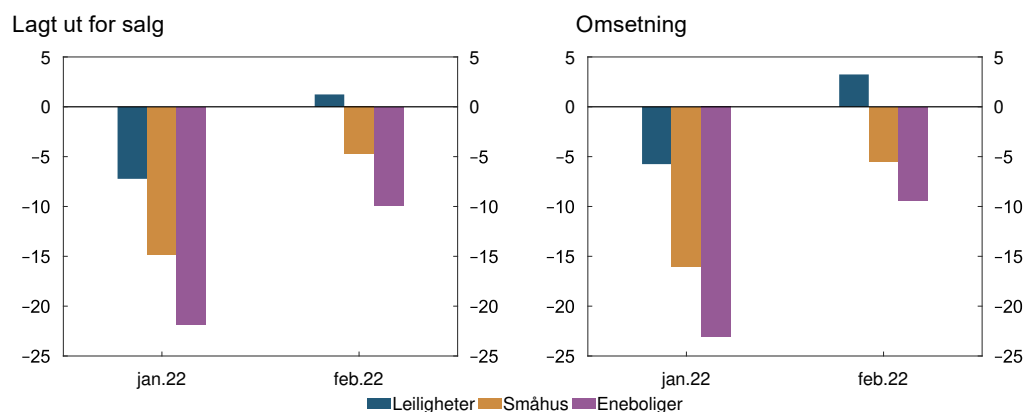
Kilder: Eiendom Norge, Eiendomsverdi, Finn.no og Norges Bank

sammensetningseffekter i prisindeksen som gir økt målt boligprisvekst på kort sikt, fordi leiligheter ofte har høyere standard.

I nyboligmarkedet falt salget av eneboliger og småhus til et historisk lavt nivå i andre halvdel av 2021, mens salget av leiligheter holdt seg oppe, se figur 5.5. Denne utviklingen har fortsatt på nyåret, men salget av leiligheter har økt til et enda høyere nivå. Samlet har omsetningen i nyboligmarkedet steget siden forrige rapport. Det lave salget av nye eneboliger og småhus bør ses i sammenheng med at prisene på trelast, som er en viktig innsatsfaktor for bygging av slike hus, økte betydelig gjennom 2021. Boliginvesteringene og igangsettingene av nye boliger har imidlertid blitt mindre påvirket av den høye veksten i byggekostnader enn ventet i forrige rapport. Vi venter økt boligbygging fremover, se omtale i kapittel 3.

Vi anslår at boligprisveksten vil falle gjennom året og inn i neste år som følge av høyere utlånsrenter, og at flere boliger vil bli lagt ut for salg etter hvert som effektene av regelverksendringene avtar, se figur 5.2 og 5.6. På noe lengre sikt venter vi at boligprisveksten også vil avta som følge av økt boligbygging. Sterk utvikling i arbeidsmarkedet og real-lønnsvekst trekker i den andre retningen.

Figur 5.4 Størst nedgang i aktiviteten for eneboliger og småhus
Avvik fra gjennomsnitt 2010–2021 etter boligtype. Prosent



Kilder: Eiendomsverdi og Norges Bank

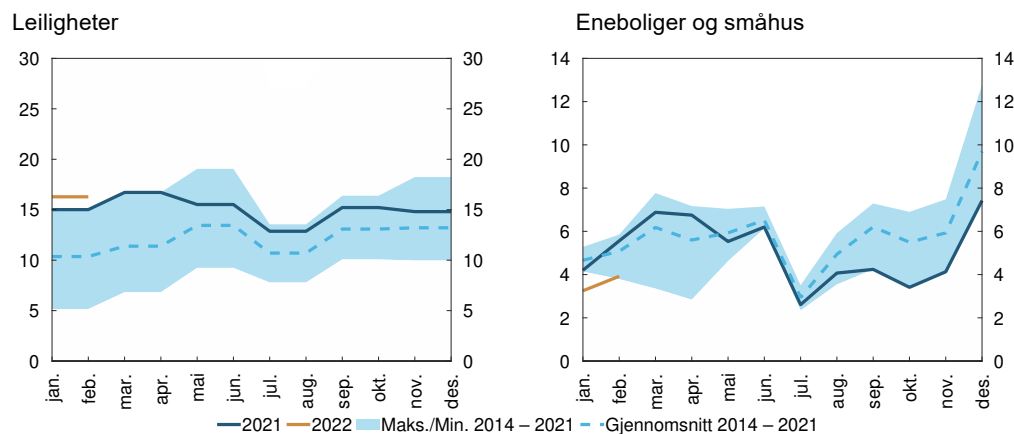
Sårbarheter i husholdningssektoren

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 redusere egenkapitalen i bolig for mange husholdninger.

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

Figur 5.5 Høyt nyboligsalg

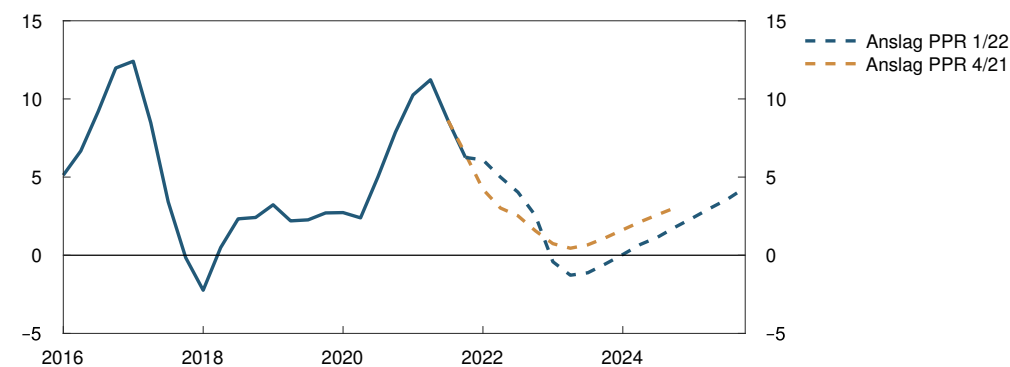
Omsetning. Antall nye boliger i hundre



Kilder: Boligprodusentenes Forening og ECON Nye boliger, Samfunnsøkonomisk Analyse

Figur 5.6 Lavere vekst i boligprisene fremover

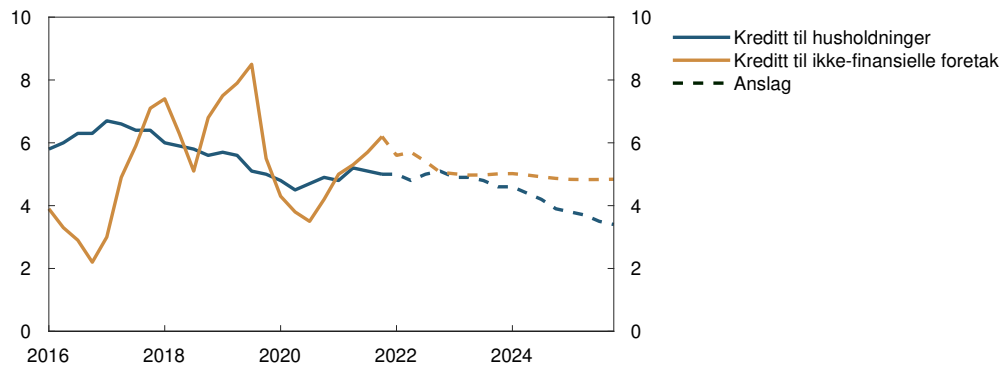
Boligpriser. Firekvartalersvekst. Prosent



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

Figur 5.7 Lavere kredittvekst fremover

Kreditt. Firekvartalersvekst. Prosent



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Husholdningenes rentebelastning øker fremover

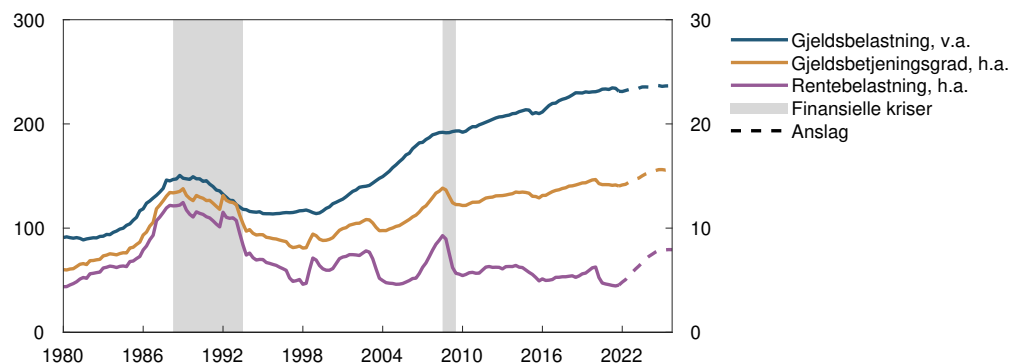
Kredittveksten til husholdningene har kommet litt ned det siste halvåret, i tråd med en mer moderat utvikling i boligmarkedet. Veksten har likevel vært litt høyere enn anslått i forrige rapport. Vi venter at kredittveksten til husholdninger vil avta gradvis fremover, som følge av høyere utlånsrenter og avtakende boligprisvekst, se figur 5.7 og tabell 3 i vedlegget.

Husholdningenes gjeldsbelastning, som er gjeld som andel av inntekt, har økt mye over lang tid og er på et høyt nivå, se figur 5.8. Sett under ett har gjeldsbelastningen vært relativt stabil i 2021. Våre anslag for kreditt- og inntektsvekst tilsier en gradvis økning i gjeldsbelastningen de nærmeste årene før den flater ut mot slutten av prognoseperioden.

Økte utlånsrenter medfører at husholdningenes renteutgifter vil øke mer enn inntektene fremover. Rentebelastningen, som er renteutgifter som andel av inntekt, øker gradvis fra 4,5 prosent i fjerde kvartal i fjor til nær 8 prosent mot slutten av prognoseperioden (figur 5.8). Samtidig har sparingen under pandemien vært vesentlig høyere enn normalt. Det har økt husholdningssektorens samlede finansielle buffere, noe som gjør den bedre rustet i møte med økte renteutgifter.

Figur 5.8 Husholdningenes rentebelastning ventes å øke

Prosent



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Veksten i foretakenes innenlandske kreditt falt gjennom store deler av 2020, men tok seg opp igjen gjennom 2021 (figur 5.7). Utviklingen har vært i tråd med investeringsveksten. Kredittveksten de siste månedene har vært om lag som anslått i forrige rapport. Lave risikopåslag i obligasjonsmarkedet bidro til høy emisjonsaktivitet i fjor, og utstedelser av obligasjoner var en viktig bidragsyter til økningen i kredittveksten. Risikopåslagene på nye utstedelser har økt noe for de fleste næringer siden desember. Vi venter at det vil dempe kredittveksten litt på kort sikt. På lengre sikt venter vi at kredittveksten holdes oppe av vekst i foretaksinvesteringer.

Utsikter til at prisene på næringseiendom flater ut

Salgsprisene på næringseiendom beregnes som leiepriser delt på et avkastningskrav. Salgsprisene steg markert i andre halvår av 2020, se figur 5.9, som følge av et betydelig fall i avkastningskravet. I fjor steg prisene som følge av høyere leiepriser.

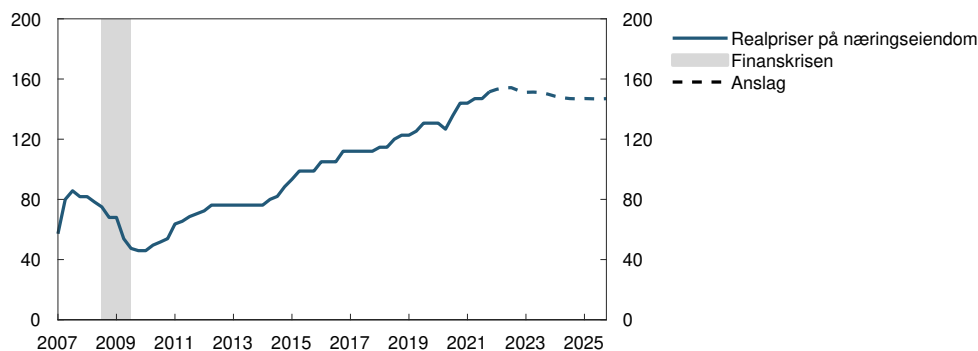
Avkastningskravet, som avhenger av utviklingen i langsiktige renter og en risikopremie, har vært stabilt på et rekordlavt nivå siden fjerde kvartal 2020. De langsiktige rentene har steget siden forrige rapport, se omtale i kapittel 2. Vi venter derfor en gradvis økning i avkastningskravet fremover. Som følge av lav tilførsel av nye kontorbygg, høy sysselsettingsvekst og sterk vekst i økonomien venter vi høy leieprisvekst den nærmeste tiden. På lengre sikt venter vi moderat leieprisvekst i tråd med økt byggeaktivitet og en avdemping av veksten i norsk økonomi. Samlet tilsier anslagene for leieprisvekst og avkastningskrav at salgsprisene på næringseiendom flater ut på sikt (figur 5.9).

Et lavt avkastningskrav gjør næringseiendomsprisene særlig sårbare for renteøkninger eller økt risikopremie. Krigen i Ukraina skaper usikkerhet om den videre økonomiske utviklingen. Det kan gi økt risikopremie og et høyere avkastningskrav enn det vi har lagt til grunn. Den sterke prisveksten på næringseiendom de siste årene har imidlertid ikke vært motsvart av en tilsvarende opplåning i næringseiendomsforetakene. Det har økt foretakenes egenkapitalandel, og de står dermed bedre rustet ved prisfall. Vi venter at bankene får lave tap på næringseiendom fremover.

Koronapandemien har ført til utstrakt bruk av hjemmekontor. Foreløpig ser vi ikke tegn til at denne strukturelle endringen har ført til en reduksjon i etterspørselen etter kontorareal. Markedsaktører peker blant annet på at enkelte virksomheter med deler av medarbeiderne på hjemmekontor, snarere har økt etterspørselen etter areal som følge av et større behov for videokonferanser.

Figur 5.9 Prisene på næringseiendom flater ut

Beregnete salgspriser på næringseiendom. Tusen kroner per kvadratmeter



Kilder: JLL og Norges Bank

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.

5.3 Bankene

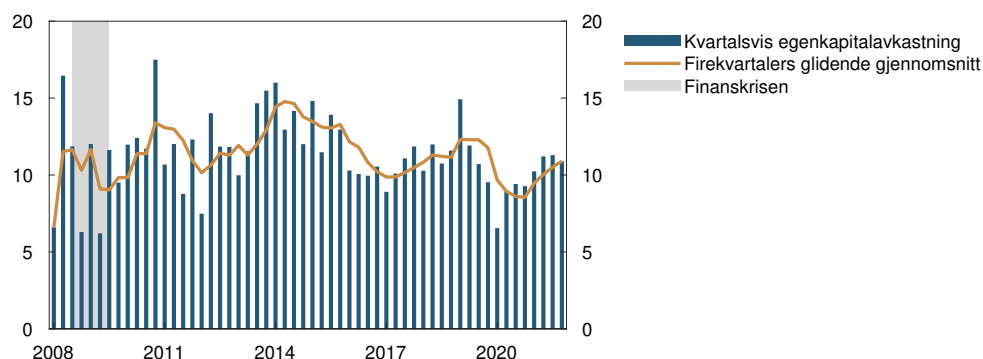
De store norske bankene har hatt god lønnsomhet det siste året. Egenkapitalavkastningen falt svakt i fjerde kvartal, se figur 5.10. Dette skyldtes primært noe høyere personalkostnader og at utlånstapsandelen økte marginalt. Høyere innskuddsmarginer bidro til økte netto renteinntekter og trakk lønnsomheten opp. Vi venter fortsatt økte netto renteinntekter som følge av høyere renter fremover.

Bankenes utlånstap i 2021 var lave. Det skyldtes i hovedsak at bankene har tilbakeført tidligere nedskrivninger, noe som gjenspeiler at den økonomiske utviklingen har vært bedre enn ventet. Utlånstapene for alle norske banker samlet var om lag 0,1 prosent av brutto utlån i fjor, se figur 5.11.

De norske bankenes direkte tapsrisiko som følge av krigen i Ukraina synes å være liten. Bankenes eksponeringer mot Russland og Ukraina er beskjedne. Handelen mellom Norge og de to landene er også liten. Det indikerer at få norske foretak rammes direkte. Videre demper høye olje- og gasspriser bankenes tapsrisiko på utlån til oljerelaterte næringer. Fremover venter vi utlånstap på 0,2 prosent, som er gjennomsnittet for de siste 20 årene.

Risikopåslagene de norske bankene betaler for seniorobligasjoner og obligasjoner med fortrinnsrett (OMF), har økt noe siden forrige rapport. Utviklingen må ses i sammenheng med uro som følge av krigen i Ukraina. Bankene har imidlertid fortsatt god tilgang på markedsfinansiering. De oppfyller krav til likviditetsreserver med god margin og er godt rustet til å møte uro i finansieringsmarkedene.

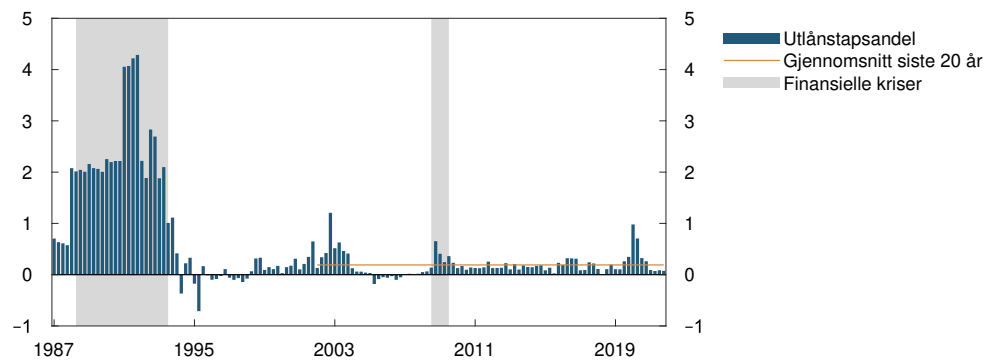
Figur 5.10 Bankene er lønnsomme
Egenkapitalavkastning. Annualisert. Prosent



Kilder: S&P Capital IQ og Norges Bank

Figur 5.11 Lave utlånstap i bankene

Utlånstap som andel av utlån. Annualisert. Prosent

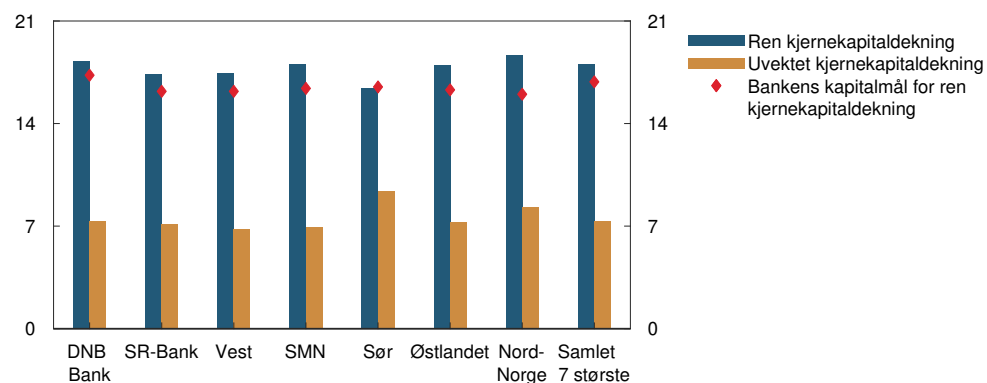


Kilde: Norges Bank

De største bankenes rene kjernekapitaldekning lå ved utgangen av 2021 godt over gjeldende kapitalkrav. Flertallet av bankene har også god margin til kapitalkravene som vil gjelde ved utgangen av året, se figur 5.12. Ren kjernekapitaldekning økte med 0,1 prosentenheter fra tredje til fjerde kvartal og 0,4 prosentenheter i løpet av hele 2021. Oppgangen kan i hovedsak forklares av god inntjening og lave utlånstap. De store bankenes foreslåtte utbytter utgjør mellom 50 og 70 prosent av årsresultatet for 2021. Det er i tråd med tidligere anslag. Bankenes kapitaldekning er god, også gitt foreslåtte utbytter. Bankene er godt rustet til å oppfylle et økt krav til motsyklisk kapitalbuffer og samtidig opprettholde kredittilbudet.

Figur 5.12 Bankene er godt rustet til å oppfylle økt bufferkrav

Største norskeide bankkonsern. Prosent



Kilder: Bankkonsernenes kvartalsrapporter og Norges Bank

Vedlegg

Tabeller med detaljerte anslag

Tabell 1 Internasjonale anslag

Endring i anslag fra Pengepolitisk rapport 4/21 i parentes	Vekter ¹ Prosent	Prosentvis endring fra foregående år				
		2021	2022	2023	2024	2025
BNP						
USA	9	5,7 (0,1)	3,2 (-0,1)	2,3 (0)	1,6 (0,1)	1,3
Euroområdet	35	5,3 (0,1)	3,2 (-0,7)	2,7 (0,5)	1,6 (0,1)	1,4
Storbritannia	11	7,5 (0,7)	4,3 (-0,4)	1,8 (-0,7)	1,3 (0,1)	1,2
Sverige	13	4,6 (0)	3,2 (0,4)	2 (-0,1)	1,8 (0,1)	1,6
Kina	7	8,1 (0,3)	4,6 (-0,2)	5,3 (0)	5 (-0,2)	4,9
13 handelspartnere ¹	100	5,7 (0,2)	3,4 (-0,3)	2,8 (0,1)	2,1 (0,1)	2
5 handelspartnere ²		5,9 (0,2)	3,5 (-0,4)	2,7 (0,1)	2 (0,1)	1,8
Priser						
Underliggende prisvekst ³		2 (0)	3,4 (0,9)	2,2 (0,3)	2,1 (0,2)	2
Lønnsvekst ⁴		3,9 (0,7)	3,9 (0,8)	3,3 (0,4)	2,9 (0,2)	2,8
Priser på konsumvarer Norge importerer ⁵		2 (0)	4 (1,7)	1,4 (0,5)	0,8 (0)	0,8

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

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

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

4 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			
	des	jan	feb	mar	apr	mai	jun
KPI							
Faktisk	5,3	3,2	3,7				
Anslag PPR 4/21	5,0	3,6	3,5	3,7			
Anslag PPR 1/22				4,9	4,5	4,3	4,0
KPI-JAE							
Faktisk	1,8	1,3	2,1				
Anslag PPR 4/21	1,3	1,0	1,2	1,2			
Anslag PPR 1/22				2,5	2,3	2,6	2,5
Importerte varer i KPI-JAE							
Faktisk	1,1	1,2	2,4				
Anslag PPR 4/21	0,5	0,2	0,3	0,6			
Anslag PPR 1/22				3,4	2,7	3,6	2,9
Norskproduserte varer og tjenester i KPI-JAE							
Faktisk	2,1	1,4	1,9				
Anslag PPR 4/21	1,6	1,5	1,6	1,6			
Anslag PPR 1/22				2,0	2,1	2,1	2,3

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

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

	2021		2022	
	3.kv	4.kv	1.kv	2. kv
Faktisk	2,8	1,4		
Anslag PPR 4/21		1,3	-0,4	
Anslag PPR 1/22			-0,4	1,8

Kilder: Kvartalsvis nasjonalregnskap fra Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

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

	2021			2022			
	des	jan	feb	mar	apr	mai	jun
Faktisk	-0,7	-0,9					
Anslag PPR 4/21	0,0	-1,0	0,1	0,7			
Anslag PPR 1/22			0,8	0,8	0,5	0,5	0,4

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

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

	2021			2022			
	des	jan	feb	mar	apr	mai	jun
Faktisk	2,3	2,4	2,1				
Anslag PPR 4/21	2,5	3,0	2,9	2,7			
Anslag PPR 1/22				2,0	2,0	2,0	2,0

Kilder: NAV og Norges Bank

Tabell 3 Anslag på makroøkonomiske hovedstørrelser

Endring i anslag fra Pengepolitisk rapport 4/21 i parentes	Mrd.kr. 2021	Prosentvis endring fra foregående år (der annet ikke fremgår)				
		2021	2022	2023	2024	2025
Priser og lønninger						
KPI		3,5	3,4 (0,7)	1,6 (0,1)	2,2 (0,2)	2,4
KPI-JAE		1,7	2,5 (0,8)	2,4 (0,4)	2,5 (0,5)	2,4
Årslønn		3,5	3,7 (0,5)	4,0 (0,4)	3,9 (0,4)	3,8
Realøkonomi¹						
Bruttonasjonalprodukt (BNP)	4133	4,1	4,6 (0,3)	2,0 (-0,5)	1,3 (0,0)	0,3
BNP for Fastlands-Norge	3256	4,2	4,1 (0,6)	1,6 (-0,4)	1,0 (0,0)	1,0
Produksjonsgap for Fastlands-Norge (nivå)		-0,9	1,6 (0,9)	1,4 (0,1)	1,0 (0,0)	0,8
Sysselsetting, personer, KNR		1,2	3,0 (0,5)	0,6 (-0,1)	0,4 (0,1)	0,3
Registrert ledighet (rate, nivå)		3,1	2,0 (-0,4)	1,8 (-0,3)	2,0 (0,0)	2,0
Etterspørsel¹						
Etterspørsel fra Fastlands-Norge	3367	3,6	4,2 (0,6)	2,1 (-1,9)	1,6 (1,0)	1,8
- Husholdningenes konsum	1616	4,8	6,0 (0,0)	3,4 (-2,6)	1,7 (-0,3)	1,4
- Foretaksinvesteringer	353	2,2	4,9 (2,7)	5,6 (-0,7)	4,3 (-1,6)	4,6
- Boliginvesteringer	211	2,6	3,3 (-0,2)	2,9 (0,5)	0,5 (-0,2)	0,5
- Offentlig etterspørsel	1187	2,5	1,7 (0,9)	-1,1 (-1,6)	1,0 (0,7)	1,6
Petroleumsinvesteringer	178	-2,8	-8,0 (-2,0)	8,0 (-2,0)	15,0 (6,0)	3,0
Eksport fra Fastlands-Norge	719	4,7	4,7 (-0,1)	5,0 (1,0)	3,3 (0,7)	2,6
Import	1203	1,6	6,7 (0,9)	5,3 (-3,3)	4,6 (0,0)	1,0
Boligpriser og gjeld						
Boligpriser		9,1	4,4 (1,6)	-0,8 (-1,5)	0,9 (-1,5)	3,3
Kreditt til husholdningene (K2)		5,0	5,1 (0,2)	4,6 (0,0)	3,9 (-0,2)	3,4
Renter, valutakurs og oljepris						
Styringsrente (nivå)		0,1	0,9 (0,1)	2,0 (0,5)	2,5 (0,8)	2,4
Importveid valutakurs (I-44) (nivå)		108,7	105,1 (-2,7)	104,1 (-0,9)	103,9 (-0,4)	103,9
Pengemarkedsrente hos handelspartnere (nivå)		-0,2	0,6 (0,5)	1,4 (1,0)	1,6 (1,0)	1,6
Oljepris Brent Blend. USD per fat		75,0	100,2 (27,1)	88,9 (18,9)	82,3 (14,2)	78,2
Husholdningenes inntekt og sparing¹						
Disponibel realinntekt utenom aksjeutbytte		2,2	1,5 (-0,7)	1,8 (-0,4)	1,1 (-0,7)	1,5
Sparerate utenom aksjeutbytte (rate, nivå)		7,9	3,9 (-1,7)	2,6 (0,2)	2,2 (-0,3)	2,3
Finanspolitikken						
Strukturelt, oljekorrigert underskudd som andel av SPU ²		3,5	3,0(0,2)	2,7(0,1)	2,7(0,1)	2,7
Strukturelt, oljekorrigert underskudd som andel av trend-BNP		11,6	11,0(0,7)	9,0(-0,6)	9,1(-0,5)	9,2

1 Alle tall er virkedagskorrigeret.

2 Statens pensjonsfond utland ved inngangen til året.

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

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

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

Pengepolitisk rapport 1|22 – mars

