



NORGES BANK

2|21

JUNI

**PENGEPOLITISK
RAPPORT**
MED VURDERING AV FINANSIELL STABILITET

Innhold

PENGEPOLITISKE VURDERINGER 5

DEL 1: PENGEPOLITIKKEN

Redusert smitte, flere vaksinerte og gradvis gjenåpning 11

1 INTERNASJONAL ØKONOMI 13

2 FINANSIELLE FORHOLD 17

2.1 Rentene 17

2.2 Kronekursen 19

3 NORSK ØKONOMI 21

3.1 Den økonomiske utviklingen 21

3.2 Kostnader og priser 31

Utsikter til markert oppgang i konsumet 36

Klimaomstillingen gir økte investeringer i fastlandsbedriftene 39

Sterkere effekt av renten på boligprisene 42

4 PENGEPOLITISK ANALYSE 45

4.1 Mål og tilbakeblikk 45

4.2 Ny informasjon og nye vurderinger 46

4.3 Faktorene bak endringer i rentebanen 48

Anslaget på nøytral realrente fremdeles nær null 50

DEL 2: FINANSIELL STABILITET

5 FINANSIELL STABILITET – BESLUTNINGSGRUNNLAG FOR MOTSYKLISK KAPITALBUFFER 52

5.1 Tilgang på kreditt 52

5.2 Finansielle ubalanser 52

5.3 Bankene 58

Økt etterspørsel etter større boliger i Oslo-området i 2020 62

VEDLEGG

Anslagstabeller 65

Pengepolitikken i Norge

MÅL

Pengepolitikken skal opprettholde en stabil pengeverdi gjennom lav og stabil inflasjon. Det operative målet for pengepolitikken skal være en årsvekst i konsumprisene som over tid er nær 2 prosent. Inflasjonsstyringen skal være fremoverskuende og fleksibel, slik at den kan bidra til høy og stabil produksjon og sysselsetting samt til å motvirke oppbygging av finansielle ubalanser. Mål og avveieringer i pengepolitikken er omtalt i en ramme på side 51.

GJENNOMFØRING

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

BESLUTNINGSPROSESS

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

RAPPORTERING

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

Motsyklisk kapitalbuffer

Formålet med den motsykliske kapitalbufferen er å gjøre bankene mer solide og motvirke at bankenes kredittpraksis forsterker et tilbakeslag i økonomien. Finansdepartementet fastsetter bufferkravet fire ganger i året. Norges Bank lager et beslutningsgrunnlag og gir departementet råd om nivået. Rådet sendes Finansdepartementet i forbindelse med publisering av Pengepolitisk rapport. Rådet offentliggjøres når departementet har fattet sin beslutning. Norges Bank vil tilrå at bufferkravet økes når finansielle ubalanser bygger seg opp eller har bygd seg opp. Ved tilbakeslag i økonomien og store tap i bankene kan bufferkravet settes ned for å motvirke at en strammere utlånspraksis forsterker nedgangen. Bufferkravet skal som hovedregel være mellom 0 og 2,5 prosent av bankenes beregningsgrunnlag for kapitalkrav, men kan i særlige tilfeller settes høyere.

Beslutningsprosessen for Pengepolitisk rapport 2/21

På møtene 28. mai og 8. juni 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 16. juni vedtak om styringsrenten og rådet til Finansdepartementet om nivået på bufferkravet.

Pengepolitiske vurderinger

Aktiviteten i norsk økonomi har tatt seg opp etter det kraftige fallet i fjor vår, men økt smitte og strengere smitteverntiltak bremset gjeninnhenting i starten av inneværende år. Siden forrige pengepolitiske rapport har smittespredningen avtatt, og tempoet i vaksineringen har økt. Myndighetene har startet en gradvis gjenåpning av samfunnet, og arbeidsledigheten har falt. Videre lettelsener i smitteverntiltakene vil bidra til at forholdene i økonomien blir mer normale. Det tilsier at det snart vil være riktig å heve styringsrenten fra dagens nivå.

Norges Banks komité for pengepolitikk og finansiell stabilitet vedtok å holde styringsrenten uendret på null prosent på rentemøtet 16. juni. Slik komiteen nå vurderer utsiktene og risikobildet, vil styringsrenten mest sannsynlig bli satt opp i september.

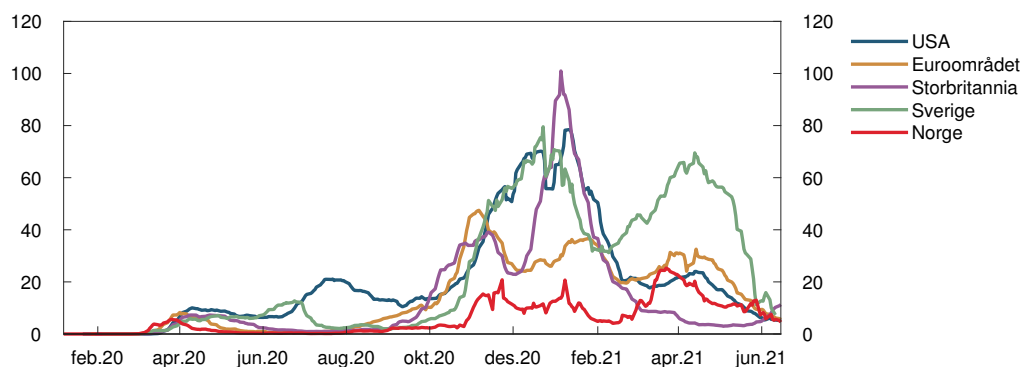
Gjenåpningen av samfunnet er i gang i mange land

Siden slutten av fjoråret har høy smittespredning og strenge smitteverntiltak bidratt til svak utvikling i den økonomiske aktiviteten hos Norges handelspartnere. Både i euroområdet og i Storbritannia falt aktiviteten i første kvartal, mens den i USA ble løftet blant annet av direkte utbetalinger fra staten til store deler av den amerikanske befolkningen. Samlet sett var aktiviteten hos handelspartnerne i første kvartal høyere enn anslått i forrige rapport. Vaksineringen er kommet langt i USA og i flere europeiske land, og siden slutten av april har det vært en nedgang i antall nye smittede. Det har gitt rom for en gradvis gjenåpning av samfunnet i mange land. Lettelsene i smitteverntiltakene vil bidra til å løfte den økonomiske veksten hos handelspartnerne de nærmeste kvartalene, og det er utsikter til at aktivitetsnivået vil være tilbake på nivået fra før pandemien i løpet av høsten. I flere fremvoksende økonomier, og særlig i India, har det vært høy smittespredning, men den siste tiden har smitten avtatt også der. Nye, mer smittsomme virusvarianter skaper fortsatt usikkerhet om de økonomiske utsiktene.

Smitteverntiltak og forsyningsproblemer under pandemien har bidratt til en oppgang i råvare-, frakt- og produsentpriser. Den underliggende prisveksten hos handelspartnerne

Figur A Færre smittetilfeller hos handelspartnerne

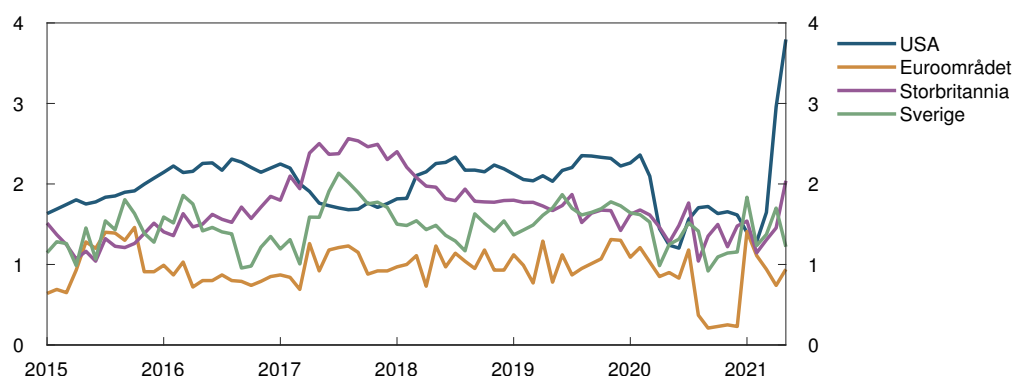
Syvdagers glidende gjennomsnitt av nye smittetilfeller per 100 000 innbyggere



Kilder: Refinitiv Datastream og Norges Bank

Figur B Høyere prisvekst hos handelspartnerne

Underliggende inflasjon. Tolvmånedersvekst. Prosent



Kilde: Refinitiv Datastream

har vært høyere enn anslått i forrige rapport, og inflasjonsforventningene har økt. Samlet konsumprisvekst har økt markert i flere land, men det er fortsatt utsikter til moderat underliggende prisvekst internasjonalt de neste årene.

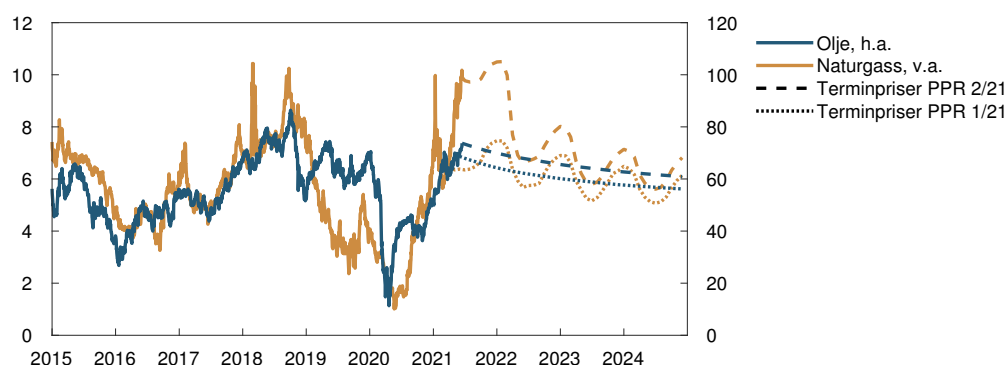
De store sentralbankene har ikke kommunisert vesentlige endringer i pengepolitikken siden mars. Styringsrenteforventningene hos Norges handelspartnere, slik de prises i markedet, har falt litt. Det er fortsatt forventninger om at rentene blir værende nær null en god stund fremover. I aksjemarkedene i industrilandene har det vært en videre oppgang siden mars. Langsiktige renter har falt litt i USA, men er lite endret i euroområdet.

Olje- og gassprisene har steget siden forrige rapport. Fremtidsprisene har også økt, men indikerer fortsatt noe nedgang i prisene på både olje og gass de neste årene. Kronekursen, målt ved den importveide kursindeksen I-44, er om lag uendret siden mars. Det er i tråd med anslagene fra forrige rapport.

Påslagene i det norske pengemarkedet har falt og er lavere enn tidligere anslått, men ventes å øke noe igjen utover høsten. Boliglånsrentene er om lag som ved forrige rapport. Markedsprisingen indikerer forventninger om at styringsrenten vil heves gradvis fra høsten av.

Figur C Olje- og gassprisene har steget siden mars

Olje. USD per fat. Naturgass. USD per MMBtu



Kilder: Refinitiv Datastream og Norges Bank

Lettelser i smitteverntiltak vil løfte veksten her hjemme

Den økonomiske aktiviteten i Norge tok seg opp gjennom fjoråret etter det kraftige fallet i fjor vår. Oppgangen bremsset utover høsten da smitten igjen økte. Etter årsskiftet har økt smittespredning og strengere smitteverntiltak dempet aktiviteten ytterligere, og BNP for Fastlands-Norge falt i første kvartal. Nedgangen var mest markert innen tjenester som er særlig påvirket av smitteverntiltak, som kultur, overnatting, servering og transport samt deler av varehandelen i flere kommuner. Strengte reiserestriksjoner har påvirket bedriftenes tilgang på utenlandsk arbeidskraft. Det har trolig dempet produksjonen i industrien og bygge- og anleggsnæringen. Den samlede aktiviteten økte litt igjen i april, men BNP-nivået var fortsatt 2,6 prosent lavere enn før pandemien brøt ut. Det var noe lavere enn anslått i forrige rapport.

Utover våren har smittespredningen i Norge avtatt, og myndighetene har igjen lettet på smitteverntiltakene. Tempoet i vaksineringen har økt, og det er utsikter til at store deler av den voksne befolkningen vil være vaksinert i løpet av sommeren. Gjenåpningen av samfunnet er ventet å gi et løft i den økonomiske aktiviteten, særlig innen tjenesteytende næringer. Bedriftene i Norges Banks regionale nettverk venter god vekst i alle næringer det neste halvåret, og spesielt innen husholdningsrettet tjenesteyting.

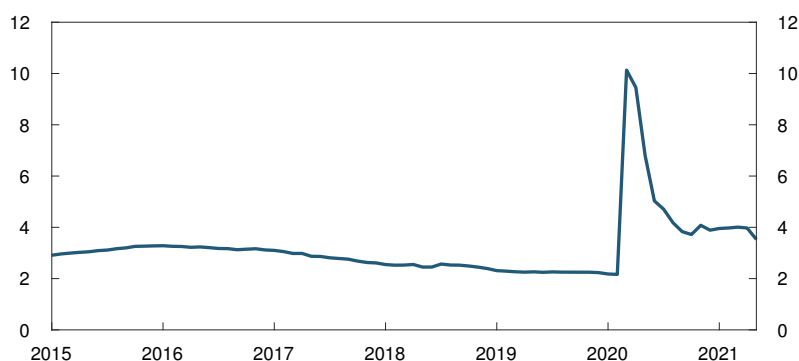
Husholdningene har spart mye gjennom en lang periode med begrensede forbruksmuligheter. Det gir rom for en sterk vekst i forbruket. Korttransaksjonsdata indikerer at husholdningenes konsum har tatt seg mye opp den siste tiden. Investeringsplanene til bedriftene i Regionalt nettverk indikerer at fastlandsinvesteringene det neste året blir høyere enn anslått. Også petroleumsinvesteringene ser ut til å bli noe høyere fremover enn tidligere ventet.

Strengere smitteverntiltak bidro til en økning i antall permitterte gjennom vinteren, men arbeidsledigheten har kommet ned utover våren og er nå litt lavere enn anslått i forrige rapport. Antallet langtidsledige har holdt seg høyt. Kapasitetsutnyttningen synes å være noe høyere enn anslått i mars. At ulike sektorer er så ulikt berørt av pandemien, gjør det krevende å vurdere presset i økonomien samlet.

Offentlige støttetiltak har så langt i 2021 vært mer omfattende enn regjeringen la til grunn i nasjonalbudsjettet i fjor høst. Det er foreslått ytterligere forlengelser av støtteordningene til husholdninger og foretak i revidert nasjonalbudsjett for 2021. Det reviderte

Figur D Lavere arbeidsledighet

Registrerte helt ledige som andel av arbeidsstyrken. Sesongjustert. Prosent



Kilde: NAV

budsjettet innebærer at den offentlige pengebruken i 2021 vil bli høyere enn lagt til grunn i forrige pengepolitiske rapport.

Det siste året har boligprisene steget mye, og omsetningen har vært høy. Siden forrige rapport har veksten i boligprisene avtatt og vært litt lavere enn anslått. Kredittveksten til husholdningene har også vært litt lavere enn ventet.

Lavere prisvekst

Den underliggende prisveksten, målt ved konsumprisindeksen (KPI) justert for avgifts- endringer og uten energivarer (KPI-JAE), tiltok gjennom våren og sommeren i fjor. Siden har veksten i KPI-JAE avtatt i takt med at prisveksten på importerte varer har falt. I mai var tolv månedersveksten i KPI-JAE 1,5 prosent. Det var lavere enn anslått i forrige rapport. Ifølge Norges Banks forventningsundersøkelse ligger inflasjonsforventningene på lengre sikt nær målet på 2,0 prosent.

Oppgang i energiprisene bidro til at tolv månedersveksten i KPI økte markert mot slutten av fjoråret og inn i 2021. De siste månedene har veksten i KPI igjen kommet litt ned. I mai var tolv månedersveksten 2,7 prosent, noe som var lavere enn ventet. Fremtidsprisene for elektrisitet og drivstoff indikerer at veksten i KPI vil avta videre gjennom sommeren.

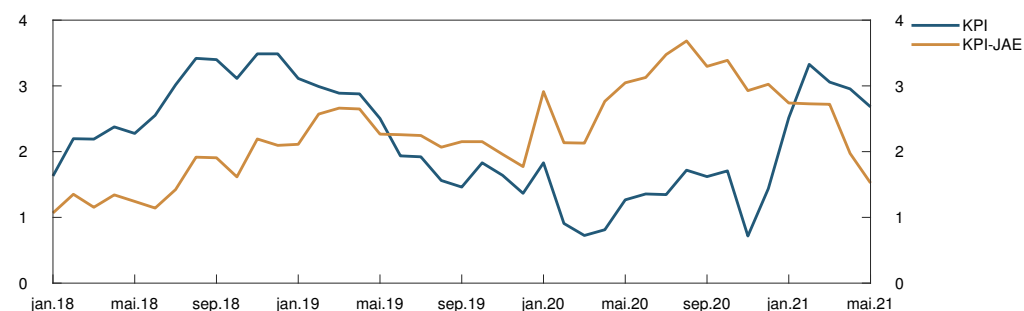
Gjennomsnittlig årslønn økte med 3,1 prosent i fjor. En markert nedgang i antall sysselsatte i næringer med lavt lønnsnivå bidro til å løfte det gjennomsnittlige lønnsnivået i 2020. Med gjenåpningen av samfunnet vil mange lavtlønte komme tilbake i arbeid. Det vil gi en reversering av sammensetningseffektene og bidra til at veksten i det gjennomsnittlige lønnsnivået trolig blir lavere i 2021 enn i fjor. Rammen for årets lønnsoppgjør mellom LO og NHO ble 2,7 prosent. I øvrige lønnsoppgjør som er ferdig forhandlet, er det blitt enighet om lønnsøkninger som ligger nær denne rammen. Løpende lønnsstatistikk og signaler fra forventningsundersøkelser tilsier at lønnsveksten i år blir litt høyere enn anslått i forrige rapport. Det er usikkerhet om lønns- og prisutviklingen fremover, blant annet om hvorvidt gjenåpningen av økonomien kan føre til flaskehalser og økt press på priser og lønninger.

Renteheving i september

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.

Figur E Prisveksten har avtatt

KPI og KPI-JAE. Tolv månedersvekst. Prosent



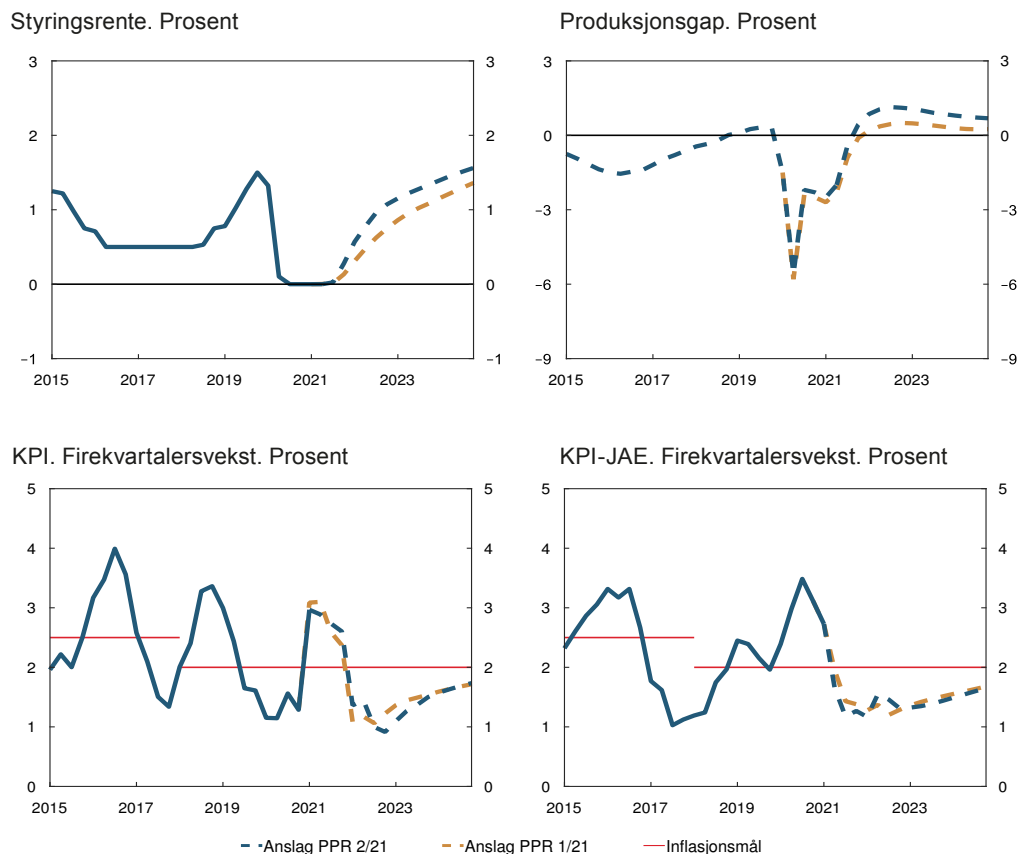
Kilde: Statistisk sentralbyrå

I starten av året bidro økt smitte og strenge smitteverntiltak til å bremse gjeninnhenting av norsk økonomi. Utover våren har tempoet i vaksineringen økt, og myndighetene har startet en gradvis gjenåpning av samfunnet. Arbeidsledigheten har falt, men er fremdeles høy. Det er fortsatt usikkerhet om det videre forløpet for pandemien, men aktiviteten i økonomien ser nå ut til å ta seg markert opp, og noe raskere enn tidligere anslått.

Den underliggende inflasjonen har avtatt og er nå under målet på 2 prosent. Økt prisvekst og høyere inflasjonsforventninger internasjonalt bidrar til usikkerhet om prisutviklingen fremover. Styrkingen av kronen siden i fjor og utsikter til moderat lønnsvekst tilsier imidlertid at inflasjonen her hjemme vil bli liggende under målet de neste årene. Så lenge kapasitetsutnyttningen øker, er det begrenset risiko for at inflasjonen blir for lav.

I de pengepolitiske avveiningene la komiteen vekt på at lave renter bidrar til å bringe produksjon og sysselsetting raskere tilbake mot mer normale nivåer. Det reduserer faren for at arbeidsledigheten fester seg på et høyt nivå og bidrar til å bringe inflasjonen tilbake mot målet. En lang periode med lave renter øker samtidig faren for at finansielle ubalanser bygger seg opp. Komiteen la vekt på at boligprisene har steget markert siden i fjor vår, men merket seg at veksten har avtatt noe den siste tiden.

Figur F Lav styringsrente bidrar til å nå målene for pengepolitikken



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Komiteens vurdering er at utsiktene og risikobildet samlet sett tilsier en fortsatt ekspansiv pengepolitikk. Videre lettelser i smitteverntiltakene vil bidra til at forholdene i økonomien blir mer normale. Det tilsier at det snart vil være riktig å heve styringsrenten fra dagens nivå.

Prognosen for styringsrenten innebærer at renten øker gradvis fra høsten av. Rentebanen er litt høyere enn i forrige rapport. Kapasitetsutnyttningen anslås å komme over et normalt nivå mot slutten av året. Arbeidsledigheten ventes å avta videre og komme tilbake til nivået fra før pandemien i løpet av 2022. Den underliggende prisveksten anslås å avta det neste halve året, før den stiger til 1,6 prosent mot slutten av 2024. Skulle de økonomiske utsiktene endre seg, vil også prognosen for styringsrenten justeres.

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

Øystein Olsen
Ida Wolden Bache
Ingvild Almås
Jeanette Fjære-Lindkjenn (ikke til stede)

16. juni 2021

REDUSERT SMITTE, FLERE VAKSINERTE OG GRADVIS GJENÅPNING

Globalt har smitten avtatt noe de siste ukene. Smittetallene her hjemme er nå klart lavere enn ved toppen i mars, og gjenåpningen av samfunnet er i gang. De økonomiske utsiktene for Norge og handelspartnerne den nærmeste tiden vil i stor grad avhenge av tempoet i den videre gjenåpningen. Vi gjør her nærmere rede for de viktigste antakelsene om smitte, vaksinerings og smitteverntiltak som ligger til grunn for de økonomiske anslagene i denne rapporten. Så langt det er mulig, støtter vi oss på prognoser fra helsemyndighetene og signaler fra øvrige myndigheter.

Ingen nye smittetopper i inneværende år

Smittetallene her hjemme har falt markert siden slutten av mars. Etter hvert som flere tiltak fases ut, vil vi kunne oppleve perioder med forbigående høyere smittetall. Vi legger likevel til grunn at det ikke oppstår smitteutbrudd som krever nye innstramminger i de nasjonale tiltakene, selv om lokale innstramminger vil kunne forekomme.

Antall innlagte personer på sykehus har lenge fulgt utviklingen i smittetallene relativt tett. Etter hvert som stadig yngre aldersgrupper vaksineres, vil vi trolig oppleve at antall innleggelser går ned uavhengig av smitteforløpet. Det betyr at den gradvise gjenåpningen av samfunnet vil kunne fortsette selv om smittetallene skulle øke noe.

Antall nye smittede har falt i USA, euroområdet og Sverige siden slutten av april. Smittestrykket i Storbritannia er fortsatt lavt, men utbredelse av deltavarianten har ført til økt smitte de siste ukene. Større utbrudd i andre deler av verden bidrar likevel til at de totale smittetallene har vært høyere enn ventet. Vi legger til grunn avtakende antall smittetilfeller fremover, om lag i tråd med det vi la til grunn i forrige rapport.

Vaksinasjonsdekningen øker

Hittil har om lag 35 prosent av den norske befolkningen fått første vaksinedose, og utsatte grupper er nå langt på vei ferdigvaksinert. Vi legger til grunn at alle over 18 år har fått tilbud om første dose innen midten av august. Dette er godt i tråd med vurderingene i forrige rapport. Samtidig ser det ut til at fullvaksineringen av den voksne befolkningen vil ta noe lengre tid enn tidligere anslått. Vurderingene av vaksinasjonsutsiktene fremover er basert på FHLs nøkterne scenario publisert 28. mai og ny informasjon om vaksineleveransene til og med 11. juni.

Anslagene i marsrapporten la til grunn bruk av vaksinedoser fra både AstraZeneca og Janssen. Disse er nå tatt ut av det nasjonale vaksinasjonsprogrammet. Til gjengjeld mottar Norge flere vaksinedoser fra Pfizer enn tidligere ventet. Flere studier antyder at mRNA-vaksinene (Pfizer og Moderna) gir en høyere beskyttelsesgrad etter én dose enn vaksinene fra AstraZeneca og Janssen gir ved fullvaksinering. Studier dokumenterer også god beskyttelse mot videresmitte. Vi legger derfor til grunn at det vaksinasjonsforløpet vi nå ser for oss, har om lag samme smittereduserende effekt som forløpet vi anslo i marsrapporten.

For Norges industrialiserte handelspartnere legger vi til grunn at store deler av den voksne befolkningen er vaksinert i løpet av høsten 2021. Det er det samme som vi la til grunn i forrige rapport. I fremvoksende økonomier er det derimot utsikter til at vaksineringsprosessen tar lengre tid enn tidligere anslått.

Gradvis gjenåpning

Smittevernregimet i Norge ble strammet til både lokalt og nasjonalt som en reaksjon på smitteoppblussingen i mars. I april lanserte regjeringen en trinnvis nasjonal plan for gjenåpningen av samfunnet, betinget av utviklingen i smitte, sykdomsbyrde og vaksiner. 27. mai iverksatte regjeringen trinn 2 i gjenåpningsplanen. Også lokale særtiltak er lettet på, og flere butikker og spisesteder har igjen kunnet åpne. Med unntak av noe strengere innreiserestriksjoner og forlenget anbefaling om hjemmekontor, har tiltaksnivået vært om lag som vi ventet i mars.

Vi legger til grunn en videre normalisering gjennom sommeren og at siste del av den nasjonale gjenåpningsplanen (trinn 4) kan starte innen utgangen av august. I tråd med signaler fra myndighetene venter vi at det fortsatt vil være enkelte begrensninger på internasjonale reiser og større kulturarrangementer ut året. Vurderingene av gjenåpningstakten for andre halvår er lite endret fra mars.

Hos våre industrialiserte handelspartnere har smitteverntiltakene samlet sett vært noe strengere enn lagt til grunn i forrige rapport, men de fleste land er nå i gang med gjenåpningen. Vi legger til grunn en gradvis normalisering gjennom sommeren og at letelsene følger om lag samme forløp som antatt i forrige rapport.

Fortsatt stor usikkerhet

Usikkerheten globalt knyttet til smitteutvikling og vaksiner – og dermed utfasingen av smitteverntiltak – er fortsatt stor. Et høyt smittetrykk mange steder, kombinert med lav vaksinasjonsgrad, innebærer vedvarende risiko for nye smitteutbrudd. Nye mutanter kan gi smitteoppblussing også i industrilandene og behov for nye innstramminger. Selv om eksisterende vaksiner så langt har vist god effekt mot nye varianter av viruset, kan vi ikke utelukke at det oppstår mutanter som i mindre grad lar seg bekjempe med dagens vaksiner.

I Norge og en del andre vestlige land synes likevel usikkerheten om utsiktene for siste halvdel av 2021 noe mindre enn i mars. Både smitteutviklingen og vaksineringsen har gått om lag som ventet, og utfallsrommet på kort sikt er redusert. I tillegg har vaksinene så langt vist seg å gi god beskyttelse mot videresmitte.

1 Internasjonal økonomi

Høy smitte og strenge smitteverntiltak i mange land førte til at den økonomiske aktiviteten stagnerte hos våre handelspartnere i vinter. Vi venter at vaksinerings- og lettelsers i smitteverntiltak bidrar til å løfte veksten hos Norges handelspartnere de nærmeste kvartalene. BNP vil trolig være tilbake på nivået fra før virusutbruddet i løpet av høsten. Samlet konsumprisvekst har økt markert i flere land, men det er fortsatt utsikter til moderat underliggende prisvekst de nærmeste årene. Markedsprisingen indikerer forventninger om svært lave renter hos handelspartnere en god stund fremover.

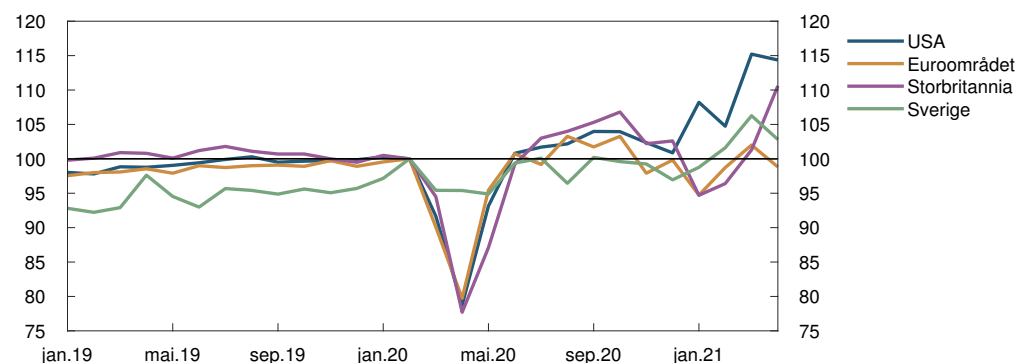
Vaksinering og lettelsers i smitteverntiltak løfter veksten

På slutten av fjoråret var BNP-veksten hos handelspartnere svak, og i vinter har aktivitetsnivået vært nær uendret. De strenge smitteverntiltakene fra i fjor høst ble i stor grad videreført i første kvartal. I de fleste europeiske land måtte bedrifter i blant annet serverings- og hotellnæringen fremdeles holde stengt, og mange steder var det portforbud og forbud mot arrangementer. I euroområdet og Storbritannia falt BNP fra fjerde til første kvartal, men mindre enn anslått i marsrapporten. I USA ble BNP-veksten løftet av direkte utbetalinger fra staten til store deler av den amerikanske befolkningen i mars. BNP hos handelspartnere i første kvartal utviklet seg samlet sett sterkere enn anslått i forrige rapport.

Siden marsrapporten har det vært en ny smittetopp i flere land. Antall nye smittede har falt i USA, euroområdet og Sverige siden slutten av april. Gjenåpningen har startet i mange land. I Storbritannia er det innført lettelsers i smitteverntiltak i flere trinn, men fra et svært strengt nivå. Åpning av butikker bidro til sterk vekst i husholdningenes varekjøp i april, se figur 1.1. I andre europeiske land har det vært en gradvis gjenåpning av butikker og serveringssteder i mai. Vi venter at disse lettelsene bidrar til sterk BNP-vekst hos våre industrialiserte handelspartnere de nærmeste kvartalene. I flere fremvoksende økonomier har det vært økt smitte og strenge smitteverntiltak i vår. Smitteøkningen var særlig høy i India, og helsevesenet var under sterkt press. De siste ukene har smitten i India falt.

Figur 1.1 Sterk vekst i varekonsumet

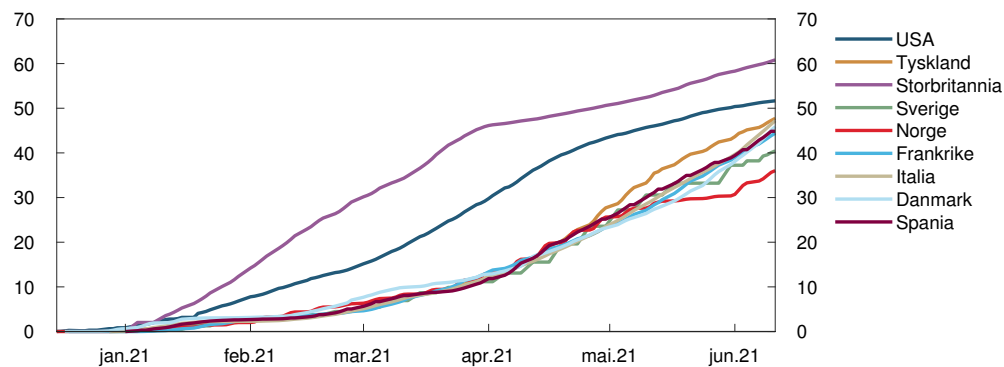
Detaljhandel. Indeks. Februar 2020 = 100



Kilde: Refinitiv Datastream

Figur 1.2 Økt vaksineringsstempo i Europa

Andel befolkning vaksinert med første dose. Prosent



Kilde: Refinitiv Datastream

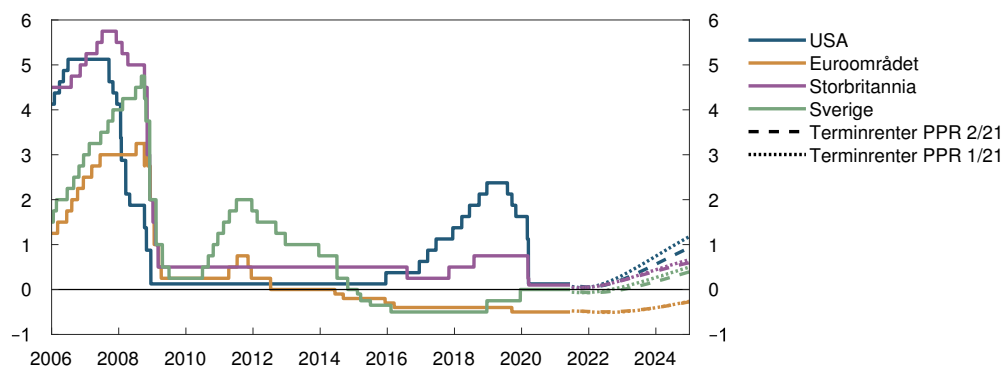
Våre industrialiserte handelspartnere er godt i gang med vaksinerings. I USA og Storbritannia har henholdsvis over 50 og 60 prosent av befolkningen fått første vaksinedose, se figur 1.2. Denne andelen er på nær 45 prosent i flere andre europeiske land. Vaksineringsstempoet har økt i euroområdet siden slutten av april, men avtatt i USA til tross for god tilgang på vaksiner.

Siden forrige rapport har fremdrift i vaksinerings, lettelse i smitteverntiltak og tegn til at veksten tar seg opp gitt økt risikovilje i finansmarkedene. Sammen med utsikter til fortsatt ekspansiv penge- og finanspolitikk har dette bidratt til ytterligere oppgang i aksjemarkedene i industrilandene. Langsiktige renter har falt noe i USA, men er lite endret i euroområdet. Risikopåslagene for foretaksobligasjoner med lav kredittvurdering er noe lavere enn i mars.

Styringsrenteforventningene hos våre viktigste handelspartnere har falt litt siden forrige rapport, spesielt i USA. Markedsprisingen indikerer nå forventninger om økt styringsrente i 2023 i flere land, se figur 1.3. De store sentralbankene har ikke kommunisert vesentlige endringer i pengepolitikken og signaliserer fortsatt svært ekspansiv politikk en god stund fremover.

Figur 1.3 Uendrede styringsrenter en god stund fremover

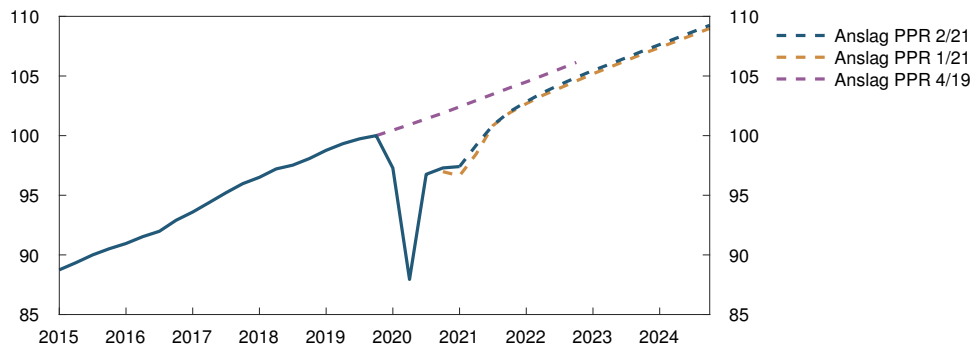
Styringsrenter og beregnede terminrenter i utvalgte land. Prosent



Kilder: Bloomberg, Refinitiv Datastream og Norges Bank

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

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



Kilder: Refinitiv Datastream og Norges Bank

Vi legger til grunn at en stor andel av den voksne delen av befolkningen hos våre industrialiserte handelspartnere er vaksinert i løpet av høsten, og at gjenåpningen hos handelspartnere fortsetter som planlagt, se ramme på side 11.

Ekspansiv penge- og finanspolitikk bidrar positivt til veksten i de fleste land. I USA bidrar store tiltakspakker til sterk finanspolitisk stimulans i år. Vi anslår at BNP-veksten hos handelspartnere blir over 5 prosent i 2021 og 4 prosent i 2022, se tabell 1 i vedlegget. Anslaget for BNP-veksten i 2021 er oppjustert fra forrige rapport. Med et slikt forløp vil BNP hos handelspartnere være tilbake på nivået fra før virusutbruddet i løpet av høsten 2021, se figur 1.4. Importen til handelspartnere anslås å øke med over 7 prosent i år.

Vi anslår at kapasitetsutnyttningen vil være lavere enn normalt i starten av anslagsperioden, før den blir litt høyere enn normalt i løpet av 2022 og ut prognoseperioden. Vi legger fortsatt til grunn at koronapandemien bidrar til å redusere potensialet noe gjennom lavere produktivitet og nedgang i sysselsettingspotensialet.

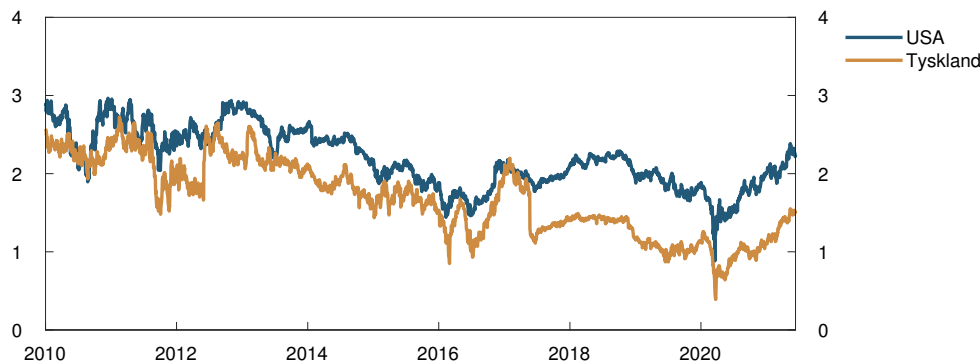
Høyere underliggende prisvekst

Pandemien har bidratt til uventede prisøkninger på enkelte varer og tjenester. Den underliggende prisveksten i euroområdet økte overraskende mye i januar, men har siden falt tilbake. I USA økte den underliggende prisveksten markert i april og mai. Høyere priser på blant annet bruktbiler og flyreiser bidro til den sterke prisveksten. Den underliggende prisveksten i USA, euroområdet og Storbritannia har de siste månedene vært høyere enn anslått. Den raske gjeninnhenting i varekonsum og foretaksinvesteringer internasjonalt i andre halvår i fjor førte til kraftig vekst i prisene på industrimetaller og innsatsvarer i industrisektoren i de fleste land. Økte produsent- og råvarepriser og høye fraktrater vil trolig fortsatt bidra til høyere prisvekst på enkelte varer den nærmeste tiden. Prisfall på både varer og tjenester i fjor bidrar også til høyere tolv månedersvekst i andre halvår.

Inflasjonsforventningene både på kort og lang sikt har økt videre siden forrige rapport. Markedsprisingen indikerer en viss sannsynlighet for vedvarende høy inflasjon de neste årene, men de langsiktige inflasjonsforventningene synes fortsatt å være godt forankret i både USA og euroområdet, se figur 1.5. De nærmeste årene venter vi at den underliggende prisveksten i USA vil være nær 2,5 prosent, mens den anslås å være noe under inflasjonsmålene i euroområdet og Sverige. Anslagene for handelspartnere samlet for i år og neste år er oppjustert fra marsrapporten.

Figur 1.5 Høyere inflasjonsforventninger

Langsiktige markedsbaserte inflasjonsforventninger. Fem år om fem år. Prosent



Kilder: Bloomberg og Norges Bank

Produsentprisene på konsumvarer som Norge importerer, målt i utenlandsk valuta, økte på senhøsten i fjor grunnet sterk vekst i flere råvarepriser. Siden forrige rapport har veksten i produsentprisene vært høyere enn anslått, særlig for matvarer og lyd- og bildeutstyr. Anslaget for i år er betydelig oppjustert, se tabell 1 i vedlegget.

Betydelig usikkerhet om de økonomiske konsekvensene av pandemien

Det er betydelig usikkerhet om de økonomiske utsiktene internasjonalt. Utviklingen vil blant annet avhenge av tempoet i vaksineringen, omfanget av smitte og smitteverntiltak fremover og utbredelsen av ulike virusmutasjoner, se rammen på side 11. I tillegg kan pandemien ha ført til at en større andel av befolkningen faller utenfor arbeidsstyrken slik at vekstpotensialet er lavere på lengre sikt enn det vi legger til grunn. Veksten kan bli høyere enn anslått dersom husholdningenes kraftige økning i sparingen under pandemien reverseres tidligere og mer enn vi nå ser for oss. Da kan også lønns- og prisveksten feste seg på et høyere nivå enn vi nå anslår.

Høyere olje- og gasspriser

Spotprisen for olje er nå vel 70 dollar per fat. Terminprisene ved utgangen av 2024 er rundt 60 dollar. Både spot- og terminprisene er noe høyere enn ved forrige rapport. Vi venter at globalt oljeforbruk tar seg opp når smitteverntiltak reduseres og den økonomiske aktiviteten normaliseres. Samtidig ser vi for oss at OPEC-pluss gradvis vil reversere produksjonskuttene som ble innført våren 2020, og at oljeproduksjonen i andre land øker igjen etter fall i produksjonen i fjor.

Spot- og terminpriser for europeisk gass har fortsatt å stige og er betydelig høyere enn ved forrige rapport. En kald start på 2021 førte til vesentlig lavere gasslagre i Europa. Gassprisene i Europa løftes også av oppgang i prisene for flytende gass (LNG) i Asia. Dessuten har det vært en markert oppgang i prisene for utslippskvoter i Europa (EU ETS), som favoriserer gass relativt til kull i kraftsektoren. Kullprisen har i tillegg økt mye.

Terminprisene for olje og gass de neste årene er nå markert høyere enn ved inngangen til 2020. Det indikerer at prisene for norsk petroleumseksport frem mot 2024 blir høyere enn det lå an til før pandemien.

2 Finansielle forhold

Utlånsrentene til husholdninger og foretak er historisk lave. Boliglånsrenten har endret seg lite de siste månedene, mens renten på foretakslån har falt som følge av lavere påslag i pengemarkedet. Fra andre halvår i år anslår vi at utlånsrentene vil stige i takt med at styringsrenten settes opp.

Kronekursen er om lag uendret siden marsrapporten. Vi anslår at kronen styrker seg i tiden fremover.

2.1 Rentene

Utsikter til høyere boliglånsrente

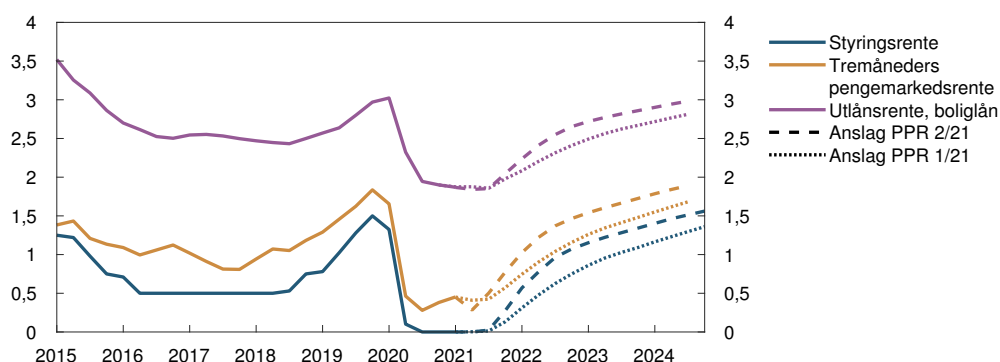
Boliglånsrentene er på et historisk lavt nivå etter rentenedgangen i fjor vår, se figur 2.1. Ved utgangen av april var gjennomsnittlig boliglånsrente 1,84 prosent. Det var litt lavere enn ved starten av året. Noen banker har den siste tiden justert renten på enkelte boliglån, men listepriser indikerer at boliglånsrentene samlet sett er lite endret siden mars.

Vi venter at boliglånsrenten begynner å øke i høst som følge av at styringsrenten blir hevet. Utover i prognoseperioden anslår vi en gradvis økning i boliglånsrenten etter hvert som styringsrenten settes opp. I 2024 anslår vi at boliglånsrenten vil være 3,0 prosent.

Vi legger til grunn at økningen i styringsrenten ikke slår fullt gjennom til bankenes boliglånsrenter. Det har sammenheng med at utlånsmarginen, det vil si forskjellen mellom boliglånsrenten og pengemarkedsrenten, har økt siden styringsrenten ble satt ned i mars i fjor. Etter hvert som styringsrenten heves, venter vi at utlånsmarginen vil nærme seg nivåene fra før styringsrenten ble satt ned i mars i fjor.

Figur 2.1 Utsikter til høyere utlånsrenter

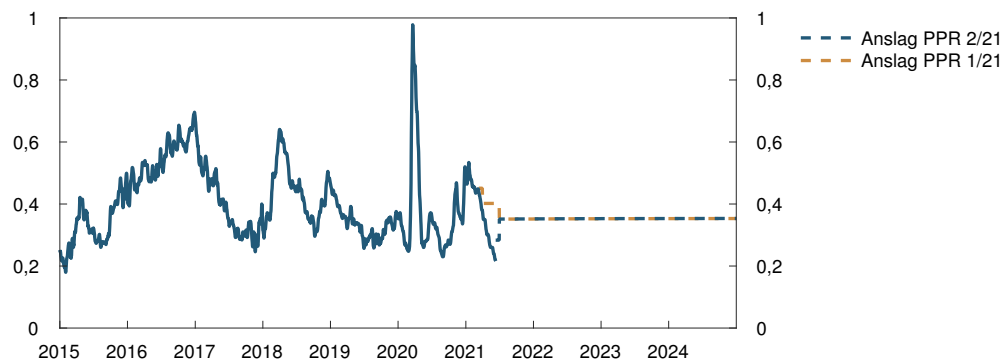
Prosent



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 2.2 Lavere pengemarkedspåslag

Prosentenheter



Kilder: Refinitiv Datastream og Norges Bank

Lavere pengemarkedspåslag

Pengemarkedsrenten tremåneders Nibor, som uttrykker markedets forventninger til styringsrenten de neste tre månedene og et risikopåslag, har falt siden forrige rapport. Nedgangen skyldes at risikopåslaget har avtatt, i hovedsak som følge av utsikter til høyere strukturell likviditet, se boks på side 20. Påslaget har falt mer enn anslått i mars. Utover høsten venter vi at den strukturelle likviditeten vil falle og at påslaget igjen vil stige. Vi anslår at påslaget i gjennomsnitt vil være nær 0,35 prosentenheter i tredje kvartal, og at det holder seg rundt dette nivået ut prognoseperioden, se figur 2.2.

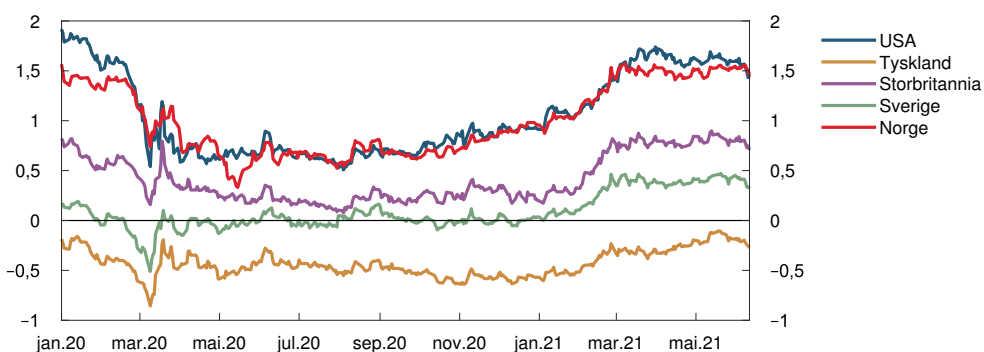
Bankene betaler et risikopåslag over Nibor når de henter markedsfinansiering. Påslagene på senior bankobligasjoner og obligasjoner med fortrinnsrett (OMF) er om lag på samme nivå som ved forrige rapport.

Markedets forventninger til styringsrenten er lite endret siden mars. Markedsprisingen indikerer forventninger om at styringsrenten vil heves fra dagens nivå i løpet av høsten.

Langsiktige renter med fem- og tiårs løpetid gjenspeiler forventet gjennomsnittlig pengemarkedsrente og har betydning for husholdninger og foretak som ønsker å binde renten på sine lån. I tråd med utviklingen i amerikanske statsrenter har langsiktige norske renter falt litt siden forrige rapport, se figur 2.3.

Figur 2.3 Langsiktige renter har falt litt

Renter på tiårs statsobligasjoner i utvalgte land. Prosent



Kilde: Bloomberg

Bankenes utlånsrenter til foretak er som regel knyttet til tremåneders Nibor. Ettersom pengemarkedsrenten har avtatt, har også rentene på lån til foretak, både fra banker og i obligasjonsmarkedet, falt siden forrige rapport. Risikopåslagene på nye utstedelser fra foretak i obligasjonsmarkedet er om lag uendret siden marsrapporten.

Foretak kan også skaffe finansiering ved å utstede ny egenkapital i aksjemarkedet. I likhet med aksjeindeksene i flere andre land falt hovedindeksen på Oslo Børs markert i fjor vår, for så å stige til historisk høye nivåer gjennom høsten i fjor og vinteren i år. Siden forrige rapport har hovedindeksen på Oslo Børs økt videre.

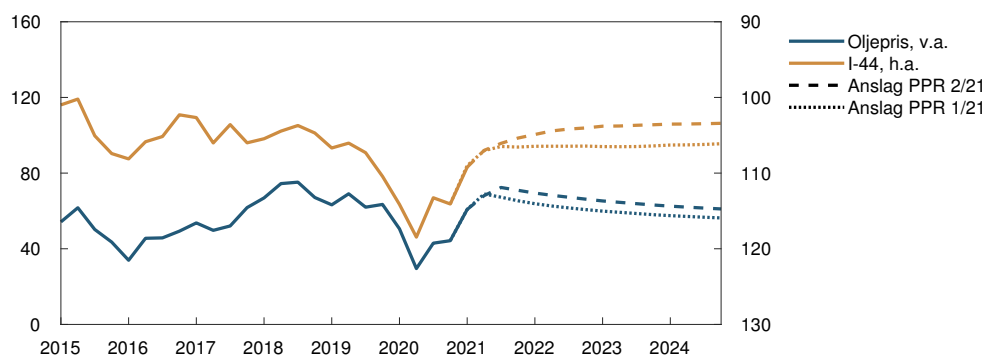
2.2 Kronekursen

Uendret krone

Kronekursen, målt ved den importveide kursindeksen I-44, er lite endret siden mars. Utviklingen har vært som anslått i forrige rapport. Etter å ha falt til rekordsvake nivåer under markedsuroen i fjor er kronen nå litt sterkere enn før virusutbruddet. Styrkingen av kronen det siste året har kommet samtidig med en oppgang i oljeprisen, høyere rentedifferanse mot handelspartnerne og redusert usikkerhet i internasjonale finansmarkeder. Fremover anslår vi en videre styrking av kronen, se figur 2.4. Det må ses i sammenheng med at vi venter en gradvis økende rentedifferanse mot handelspartnerne.

Det er stor usikkerhet rundt utviklingen i kronekursen fremover. Positive vaksinenyheter har trolig bidratt til å bedre risikosentimentet i internasjonale finansmarkeder og til en sterkere kronekurs. Fortsetter usikkerheten å avta internasjonalt, vil det kunne bidra til en ytterligere styrking av kronen. Øker derimot usikkerheten, for eksempel som følge av vaksineproblemer eller nye virusmutasjoner, kan det svekke kronen.

Figur 2.4 Sterkere kronekurs fremover
Importveid valutakursindeks (I-44) og oljepris



Kilder: Refinitiv Datastream og Norges Bank

STRUKTURELL LIKVIDITET

Strukturell likviditet er nivået på reservene i banksystemet før Norges Bank gjennomfører markedsoperasjoner for å tilføre eller trekke inn reserver. Strukturell likviditet bestemmes i første rekke av transaksjoner til og fra statens konto i Norges Bank. Når private aktører betaler skatter og avgifter til staten, eller når staten legger ut statspapirer, overføres reserver fra bankenes konto i sentralbanken til statens konto i sentralbanken. Dermed reduseres mengden reserver i banksystemet. Motsatt, når staten overfører penger til publikum, som lønninger, trygder og andre overføringer, og når statspapirer forfaller til utbetaling, overføres reserver fra statens konto i sentralbanken til bankenes konto i sentralbanken. Dermed øker reservene i banksystemet.

Norges Bank gjennomfører markedsoperasjoner, såkalte F-lån og F-innskudd, for å motvirke de daglige variasjonene i strukturell likviditet, slik at reservene i banksystemet holdes på om lag 35 milliarder kroner hver dag.¹ I forkant av perioder med lavere strukturell likviditet kan bankene likevel ønske å sikre seg kroner på lengre løpetider. Dermed vil etterspørselen etter kroner i markedet for valutabytteavtaler stige. Slik Nibor er konstruert, vil økt pris på kroner i valutabyttemarkedet slå ut i et høyere pengemarkedspåslag. Ved utsikter til høyere strukturell likviditet vil prisen på norske kroner i valutabyttemarkedet derimot falle, noe som slår ut i et lavere pengemarkedspåslag, slik vi har sett den siste tiden.

¹ Les mer om prinsippene og utformingen av Norges Banks likviditetspolitikk i Norges Bank (2021) «Norges Banks likviditetspolitikk: Prinsipper og utforming». Norges Bank Memo 3/21.

3 Norsk økonomi

Innstramminger i smitteverntiltakene førte til at BNP for Fastlands-Norge falt i første kvartal i år, og flere ble arbeidsledige. Siden har smitten avtatt, og myndighetene har startet en gradvis gjenåpning av samfunnet. Den siste tiden har arbeidsledigheten gått betydelig ned.

Det er fremdeles usikkerhet om den videre gjeninnhenting, men slik pandemien nå ser ut til å utvikle seg, venter vi et klart løft i den økonomiske aktiviteten de neste månedene. Husholdningenes konsum vil trolig øke kraftig fremover, og vi anslår at kapasitetsutnyttningen vil være tilbake på et normalt nivå i løpet av høsten. Det er utsikter til at ledigheten faller videre frem til høsten neste år og holder seg lav ut prognoseperioden.

Den underliggende prisveksten har avtatt de siste månedene og er nå under inflasjonsmålet. Gjenåpningen skaper usikkerhet om pris- og lønnsveksten fremover, men trolig avtar prisveksten videre inn i neste år. Vi venter at prisveksten etter hvert tar seg opp igjen, og anslår at den vil være 1,6 prosent i slutten av 2024.

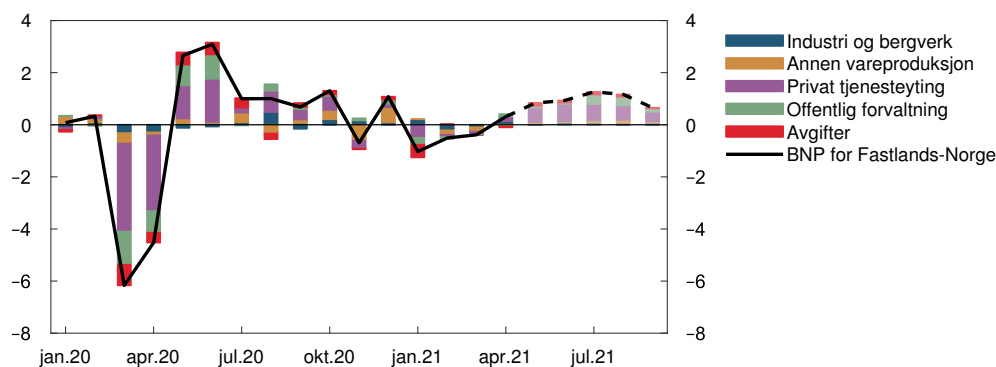
3.1 Den økonomiske utviklingen

Da pandemien brøt ut i fjor vår, falt aktiviteten i norsk økonomi kraftig, se figur 3.1, og ledigheten økte markert. Etter hvert som smittespredningen kom under kontroll og smitteverntiltakene ble trappet ned frem mot sommeren i fjor, begynte også aktiviteten å ta seg opp igjen, og ledigheten avtok. Den økonomiske oppgangen bremses utover høsten da smitten igjen økte. I første kvartal i år bidro økt smittespredning og strengere smitteverntiltak til at aktiviteten igjen falt, og flere ble permittert.

BNP for Fastlands-Norge falt med 1,0 prosent fra fjerde kvartal i fjor til første kvartal i år. Nedgangen var sterkest innen tjenestenæring som er særlig påvirket av smitte-

Figur 3.1 Smitteverntiltak har bremsset veksten

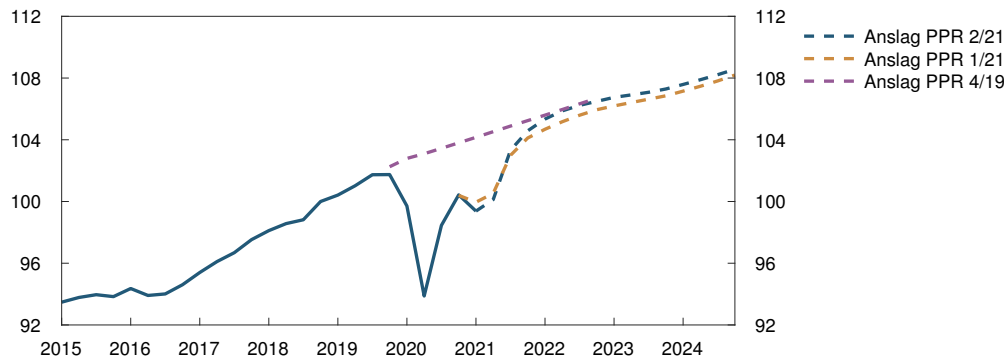
BNP for Fastlands-Norge. Bidrag til månedsvekst. Sesongjustert. Prosentenheter



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 3.2 Utsikter til at veksten tiltar

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



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

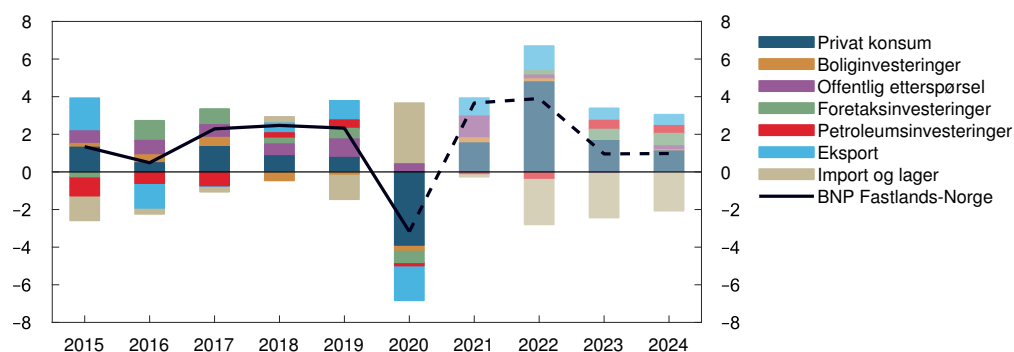
verntiltak, som kultur, underholdning, overnatting, servering og transport. Stengte butikker og kjøpesentre i deler av landet bidro til lavere aktivitet i varehandelen. Stengte grenser påvirket bedriftenes tilgang på utenlandsk arbeidskraft og har trolig bidratt til å dempe produksjonen i bygge- og anleggsnæringen samt industrien. I april hentet aktiviteten seg litt inn igjen, men BNP-nivået var fortsatt 2,6 prosent lavere enn i februar i fjor.

Den siste tiden har smittespredningen avtatt, og myndighetene har gjennomført lettelse i smitteverntiltakene. Omtrent 35 prosent av befolkningen er blitt vaksinert med første dose, og det er utsikter til at alle over 18 år vil ha fått tilbud om første dose innen midten av august. Vi venter at gjenåpningen av samfunnet vil gi et løft til den økonomiske aktiviteten i tiden fremover. Lav rente og fortsatt ekspansiv finanspolitikk støtter opp under veksten. Vi anslår at oppgangen vil være særlig stor i tjenestenæringene som har vært hardt rammet av tiltakene gjennom pandemien. Det er i tråd med informasjonen fra bedriftene i Norges Banks regionale nettverk. Kontaktene i nettverket venter god vekst i alle næringer det neste halvåret.

Vi ser for oss at veksten tar seg markert opp gjennom sommeren og venter at BNP for Fastlands-Norge øker med 0,8 prosent i andre kvartal og 3,2 prosent i tredje kvartal. Aktiviteten i fastlandsøkonomien vil da være tilbake på nivået fra før pandemien i løpet

Figur 3.3 Husholdningenes konsum løfter veksten de neste årene

BNP for Fastlands-Norge. Bidrag til årsvekst. Prosentenheter



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

av tredje kvartal i år, se figur 3.2. På årsbasis venter vi at BNP for Fastlands-Norge øker med 3,8 prosent i 2021.

Vi anslår sterk vekst i fastlandsøkonomien også neste år, før veksten avtar i 2023 og 2024, se figur 3.3. Etter en lang periode med begrensede forbruksmuligheter er det særlig økt konsum i husholdningene som bidrar til å løfte veksten i norsk økonomi. Videre gjeninnhenting i økonomien hos våre handelspartnere vil gi økt eksport i tiden fremover. Mot slutten av prognoseperioden venter vi at veksten også holdes oppe av god vekst i investeringene som følge av klimaomstilling.

Det er fortsatt usikkerhet om den økonomiske utviklingen. Dersom det oppstår problemer med vaksineringen eller det oppstår nye mutanter som vaksinene er mindre effektive mot, kan veksten bli lavere enn anslått. På den annen side kan veksten øke mer enn vi ser for oss hvis husholdningenes forbruk øker raskere enn ventet.

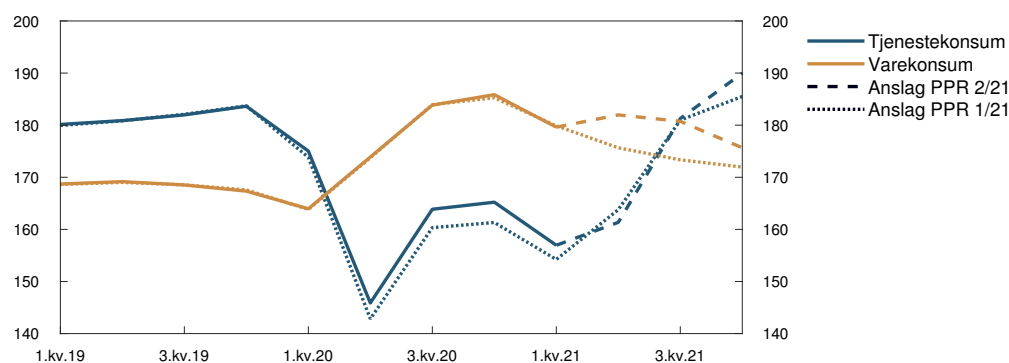
Husholdningenes etterspørsel på vei opp igjen

Husholdningenes konsum falt med 4,1 prosent i første kvartal i år, etter svak vekst i fjerde kvartal i fjor. Utviklingen i første kvartal må ses i sammenheng med innstrammingerne i smitteverntiltak etter årsskiftet. Smitteverntiltakene i fjor rammet særlig bedrifter innen tjenestenæringen, som hoteller og restauranter, mens de i mindre grad la begrensninger på varehandelen. Det førte til at husholdningene vred etterspørselen fra kjøp av tjenester til kjøp av varer. I januar ble imidlertid også varehandelen rammet av smitteverntiltak da de fleste butikker og varehus i flere kommuner ble stengt. Dermed falt både vare- og tjenestekonsumet i første kvartal i år, se figur 3.4.

Korttransaksjonsdata for debet- og kredittkort for en stor andel av befolkningen indikerer at tjeneste- og varekonsumet tok seg opp i mai. Vi venter at videre gjenåpning vil gi et kraftig løft til tjenestekonsumet gjennom sommeren og utover høsten. Det er i tråd med informasjon fra bedriftene i Norges Banks regionale nettverk, der de husholdningsrettede bedriftene venter at etterspørselen vil ta seg markert opp de neste seks månedene. Nordmenns kjøp i utlandet vil trolig forbli på et lavt nivå den nærmeste tiden, før oppmyking av reiserestriksjoner utover høsten kan gi økt utenlandskonsum mot slutten av året. Vi venter at veksten i varekonsumet avtar utover høsten, i takt med at samfunnet åpner mer opp. Se ramme på side 36 for en nærmere utdyping av hvordan gjenåpningen kan påvirke utviklingen i husholdningenes konsum.

Figur 3.4 Gjenåpning bidrar til høyere tjenestekonsum fremover

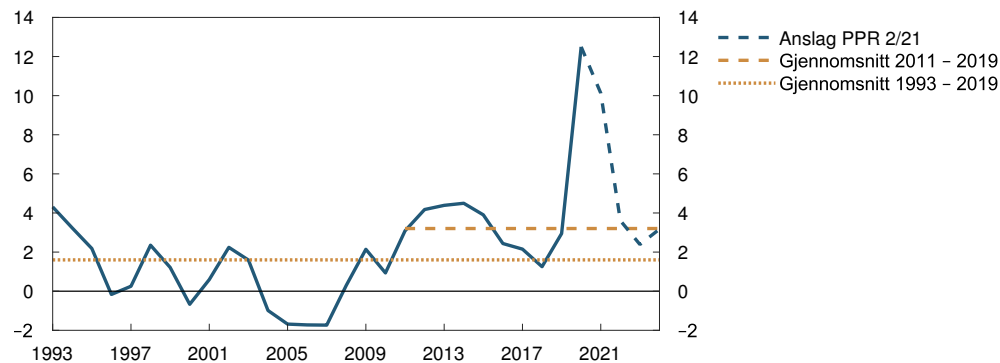
Vare- og tjenestekonsum. Faste priser. Sesongjustert. Mrd. kroner



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 3.5 Høy sparing gir rom for konsumvekst

Husholdningenes sparerate uten aksjeutbytte. Prosentenheter



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

En lang periode med begrensede forbruksmuligheter, kombinert med lave renteutgifter og utvidede støtteordninger, har bidratt til at husholdningene har spart mye, se figur 3.5. Den høye sparingen gir husholdningene rom til å øke forbruket betydelig de nærmeste årene. Utsikter til økt disponibel realinntekt trekker også i retning av høyere konsumvekst fremover. Vi venter markert vekst i husholdningenes konsum neste år, før veksten gradvis avtar utover i prognoseperioden.

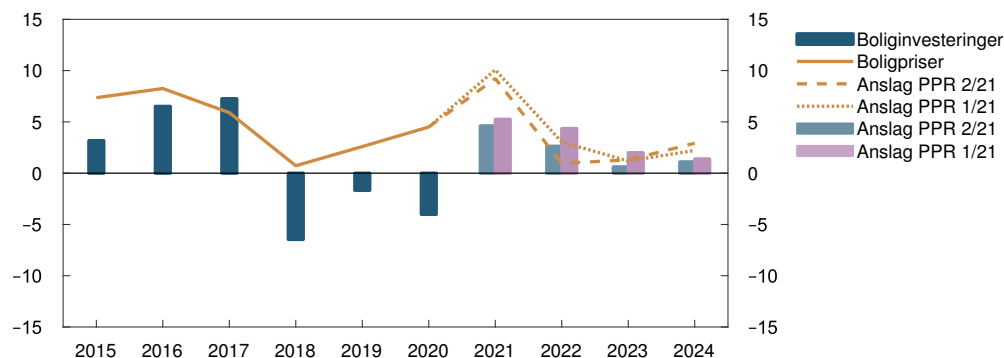
Økte boliginvesteringer fremover

Det siste året har det vært høy aktivitet i boligmarkedet med stigende boligpriser, økt nyboligsalg og høy omsetning av bruktboliger. Lave renter stimulerer boligmarkedet, og økt bruk av hjemmekontor og begrensede forbruksmuligheter har trolig også økt etterspørselen og betalingsviljen for boliger. Analyser indikerer at renteeffekten på boligprisene kan være sterkere enn vi tidligere har lagt til grunn, se ramme på side 42.

De siste månedene har boligprisveksten avtatt og samlet sett vært litt lavere enn anslått i forrige rapport. Vi venter at høyere rente, en normalisering av husholdningenes forbruksmønster og økt boligbygging fører til at veksten fortsetter å avta i tiden fremover, se figur 3.6. Se kapittel 5 for en nærmere omtale av utviklingen i boligmarkedet.

Figur 3.6 Lavere boligprisvekst fremover

Boliginvesteringer og nominelle boligpriser. Årsvekst. Prosent



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

Boliginvesteringene falt i første kvartal etter sterk vekst mot slutten av fjoråret. Nyboligsalget økte gjennom høsten i fjor og har holdt seg på et høyt nivå så langt i år. Det høye nyboligsalget ventes å bidra til økt boligbygging og høyere boliginvesteringer fremover.

Utsikter til høyere investeringer i bedriftene

Koronapandemien har rammet store deler av næringslivet hardt og ført til at investeringsviljen og -evnen til flere foretak har avtatt. I fjor falt investeringene i fastlandsbedriftene med over 6 prosent, og i første kvartal i år avtok investeringene litt videre. Tilgang på offentlig støtte- og låneordninger har dempet usikkerheten og kompensert bedriftene for inntektsfall under nedstengingene det siste året. Det kan ha bidratt til å dempe nedgangen i investeringene. Med mer normale forhold i økonomien legger vi til grunn at de offentlige støtteordningene fases ut i løpet av høsten.

Bedriftene i Norges Banks regionale nettverk rapporterer om bedret lønnsomhet og planlegger høyere investeringer de neste tolv månedene, se figur 3.7. Resultatene fra nettverksundersøkelsen kan tyde på at investeringene blir høyere fremover enn vi tidligere har sett for oss. Samlet venter vi nær nullvekst i foretaksinvesteringene i år. For innværende år er det særlig investeringene i tjenesteytende næringer som bidrar til å holde investeringsveksten oppe, mens lavere kraftinvesteringer trekker i motsatt retning.

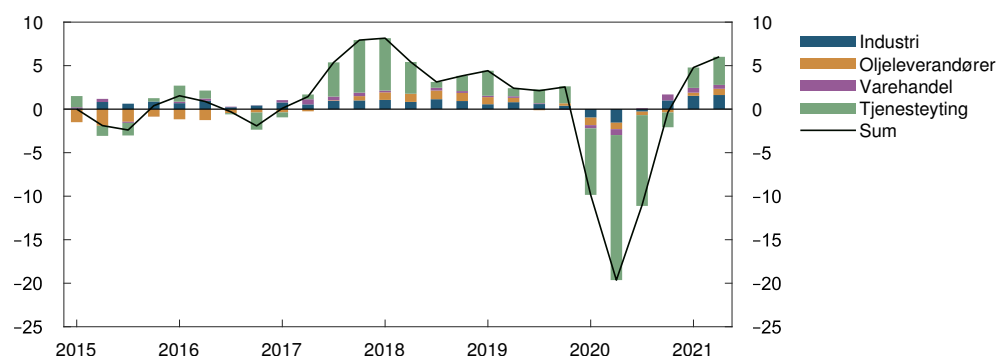
I årene fremover venter vi at investeringsveksten tiltar, som følge av høyere kapasitetsutnyttning og bedre lønnsomhet i bedriftene. I tillegg venter vi at økte investeringer innen batterier, hydrogen og karbonfangst og -lagring bidrar til å løfte investeringene, se nærmere omtale i ramme på side 39.

Investeringene i petroleumssektoren falt markert i 2020, i hovedsak som følge av virusutbruddet, lavere oljepris og økt usikkerhet. Det er utsikter til at petroleumsinvesteringene avtar i år og videre inn i neste år.

De midlertidige skattelettelsene for oljenæringen gir oljeselskapene sterke insentiver til å sette i gang utbyggingsprosjekter før utgangen av 2022. I tråd med dette og at prisene på olje- og gass har tatt seg opp, har oljeselskapene signalisert at de vil sette i gang flere utbygginger mot slutten av neste år. Vi venter derfor at petroleumsinvesteringene vil øke markert i 2023 og 2024, se figur 3.8. Investeringene trekkes ytterligere opp av at oljeselskapene vil investere betydelig i elektrifiseringsprosjekter fremover. Disse investeringene er drevet av oljeskattepakken, oljeselskapenes ambisjoner om å kutte klimagassutslipp og regjeringens plan for å øke CO₂-avgiften frem mot 2030.

Figur 3.7 Bedriftene planlegger å øke investeringene

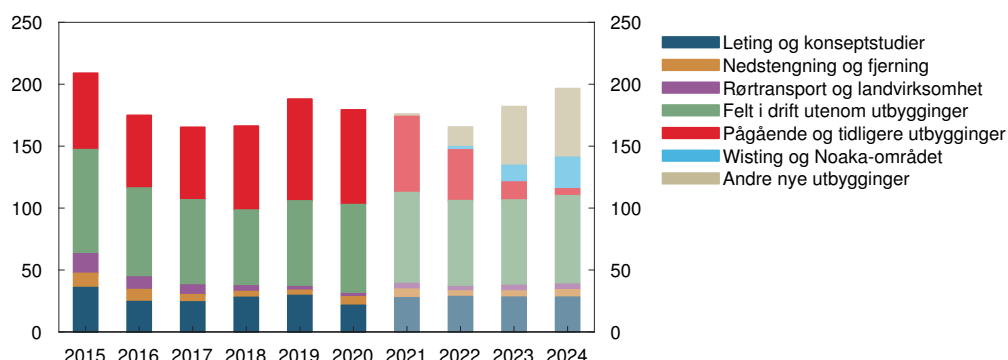
Forventede endringer i investeringer neste 12 måneder. Prosent



Kilde: Norges Bank

Figur 3.8 Petroleumsinvesteringene tar seg opp etter 2022

Petroleumsinvesteringer. Faste 2021-priser. Mrd. kroner



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Eksporten fortsetter å øke

Eksporten fra Fastlands-Norge har fortsatt å hente seg inn etter fallet i fjor vår, og økte svakt i første kvartal i år. Videre fremover venter vi at eksporten fortsetter å øke, blant annet som følge av høyere aktivitet hos våre handelspartnere, se figur 3.9. Vi anslår at reiseaktiviteten tar seg litt opp over sommeren, før lettelser i tiltakene trolig vil gi god vekst i reisetrafikken utover høsten og gjennom neste år. Eksporten fra oljeleverandørene vil trolig avta noe i år, og deretter ta seg godt opp, i takt med at investeringene i global petroleumsvirksomhet øker.

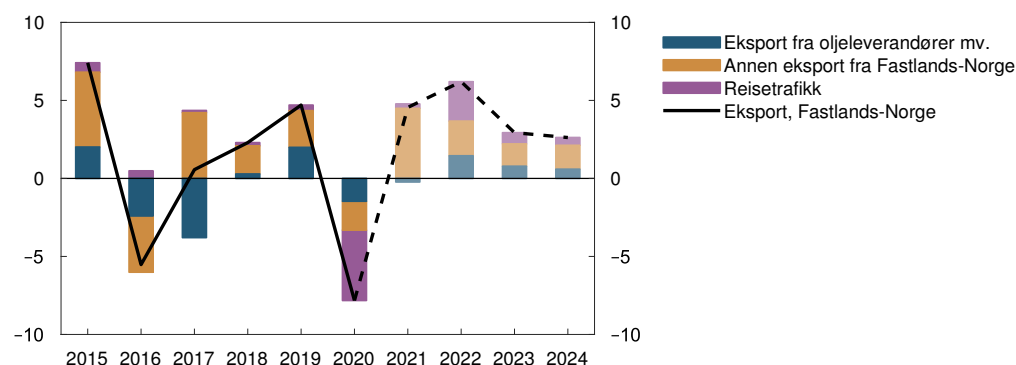
Etter å ha økt markert i fjor høst falt importen med over 6 prosent i første kvartal i år. Det var særlig importen av biler, maskiner og informasjonstjenester som bidro til fallet. Siden virusutbruddet har importen, i likhet med eksporten, vært påvirket av fallet i internasjonal reisevirksomhet. Etter hvert som reiserestriksjoner oppheves, og innenlandsk etterspørsel tar seg opp, venter vi at importen øker markert.

Høy offentlig pengebruk understøtter veksten i økonomien

Regjeringen har iverksatt omfattende finanspolitiske tiltak for å dempe de økonomiske konsekvensene av virusutbruddet og strenge smitteverntiltak. Støttetiltakene har i stor grad vært i form av direkte kontantoverføringer til bedrifter og økt inntektssikring for husholdninger. I tillegg har det blitt bevilget midler til sykehus, kommuner og andre deler

Figur 3.9 Eksporten tar seg opp fremover

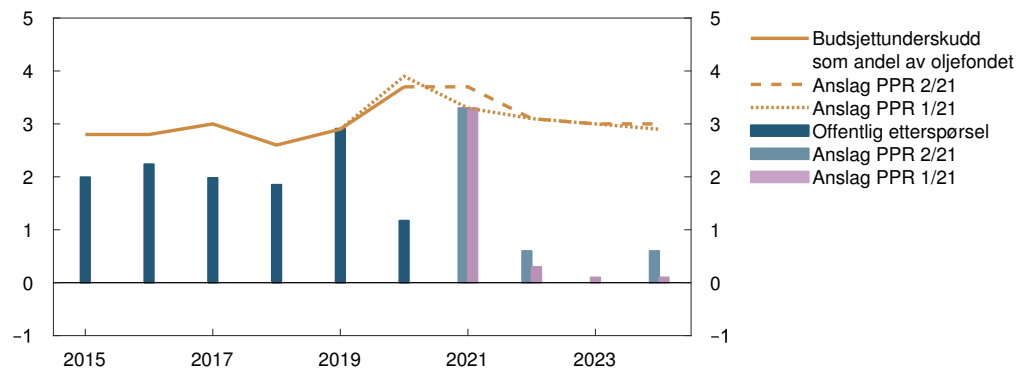
Eksport fra Fastlands-Norge. Bidrag til årsvekst. Prosentenheter



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 3.10 Lavere vekst i offentlig etterspørsel de neste årene

Strukturelt oljekorrigert budsjettunderskudd og offentlig etterspørsel. Andel og årsvekst. Prosent



Kilder: Finansdepartementet, Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

at det offentlige som har fått ekstra oppgaver som følge av virusutbruddet. Offentlige kjøp av varer og tjenester har likevel utgjort en mindre del av støttetiltakene enn under finanskrisen i 2008–2009. Flere offentlige tjenester, som helse- og omsorgstjenester samt kultur og undervisningstjenester, har også måttet redusere sitt tilbud som følge av nedstengingene det siste året. Til tross for økt offentlig pengebruk ble veksten i offentlig etterspørsel dermed nokså lav i 2020.

Med økt smitte og innstramming av smitteverntiltak mot slutten av fjoråret og inn i 2021 har omfanget av støttetiltak vært større enn regjeringen la til grunn i nasjonalbudsjettet for 2021. I forbindelse med fremleggelsen av revidert nasjonalbudsjett for 2021 foreslår regjeringen ytterligere forlengelser av eksisterende støtteordninger. Vi anslår at det strukturelle, oljekorrigerte underskuddet i år vil utgjøre 3,7 prosent av Statens pensjonsfond utland (SPU). I forrige rapport la vi til grunn at underskuddet i 2021 ville utgjøre 3,3 prosent av fondsverdien.

Den økte pengebruken det legges opp til i revidert budsjett, er i stor grad knyttet til forlengelser av støtteordningene overfor bedriftene og husholdningene. Mer støtte til husholdningene bidrar til at konsumet kan ta seg raskt opp når smitteverntiltakene letter, mens økte overføringer til bedriftene kan bidra til å bedre lønnsomheten i næringslivet.

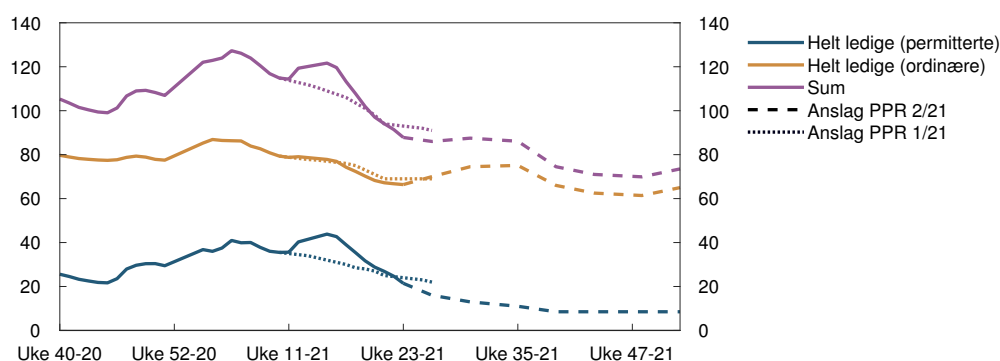
Vi legger til grunn at de ekstraordinære støtteordninger fases ut i løpet av høsten i takt med gjenåpningen av samfunnet. Vi venter at det vil gi en nedgang i det strukturelle oljekorrigerte underskuddet til 3,1 prosent av fondsverdien i 2022, se figur 3.10. Utover i prognoseperioden legger vi til grunn at underskuddet holder seg nær 3 prosent.

Bedring i arbeidsmarkedet

De første ukene etter publiseringen av marsrapporten økte ledigheten noe og var høyere enn vi hadde ventet. Siden har arbeidsledigheten avtatt betydelig, etter nedgang i smitten og lettelse i flere smitteverntiltak. Både antallet helt ledige og antallet delvis ledige er lavere enn i mars. Ved utgangen av mai var det til sammen nær 184 000 helt ledige, delvis ledige og arbeidssøkere på tiltak hos NAV. De helt ledige utgjorde 3,5 prosent av arbeidsstyrken, sesongjustert. Utover i juni har ledigheten kommet ytterligere ned, se figur 3.11. Nedgangen siden forrige rapport skyldes både færre permitterte og færre ordinære ledige. Ledigheten er litt lavere enn vi anslo i marsrapporten.

Figur 3.11 Færre arbeidsledige den siste tiden

Registrerte arbeidsledige. Antall i tusen



Kilder: NAV og Norges Bank

Redusert smittetrykk og gradvise lettelsers i smitteverntiltakene tilsier at arbeidsledigheten vil falle videre utover sommeren og høsten. Antall ledige stillinger har tatt seg betydelig opp i det siste, og kontaktene i vårt regionale nettverk ser for seg flere ansettelser de nærmeste månedene. Vi venter at arbeidsledigheten faller videre frem til høsten neste år og deretter holder seg nær nivået fra før pandemien, se figur 3.12.

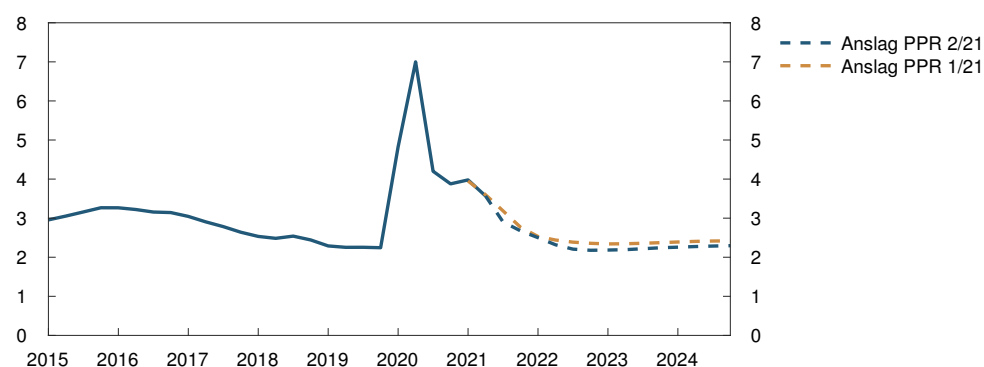
Sysselsettingen økte gjennom andre halvår i fjor, og revisjoner i statistikken viser at oppgangen var litt sterkere enn vi la til grunn i forrige rapport. Sysselsettingen falt som ventet litt i første kvartal i år.

Reiserestriksjoner og lavere etterspørsel etter arbeidskraft under pandemien har ført til at færre lønnstakere har kommet til Norge på korttidsopphold. Vi tror reiserestriksjonene vil mykes opp i andre halvår, og at antall lønnstakere på korttidsopphold da vil ta seg gradvis opp til nivåer fra før pandemien. De neste årene venter vi at videre vekst i aktiviteten vil føre til økt etterspørsel etter arbeidskraft og høyere sysselsetting. Sysselsettingen anslås å være tilbake på nivået fra før pandemien mot slutten av 2021, se figur 3.13.

Pandemien og det kraftige tilbakeslaget i økonomien kan få langvarige konsekvenser i arbeidsmarkedet. Langtidsledigheten økte markert frem til høsten 2020, og antallet som

Figur 3.12 Lavere arbeidsledighet fremover

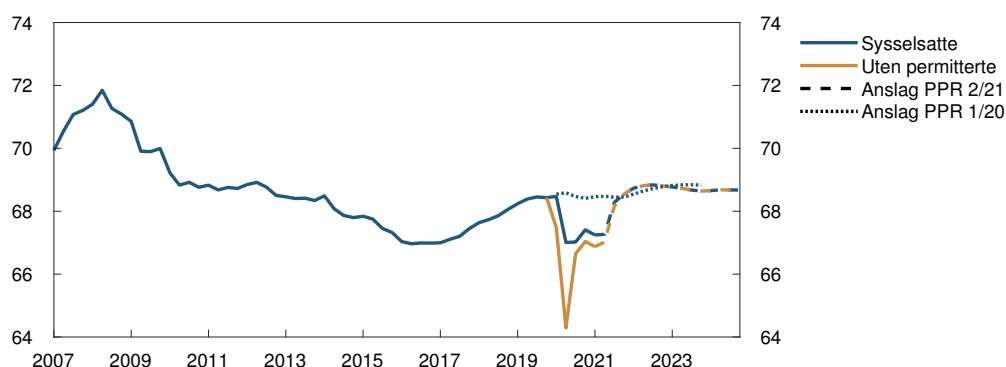
Registrerte helt ledige som andel av arbeidsstyrken. Sesongjustert. Prosent



Kilder: NAV og Norges Bank

Figur 3.13 Videre oppgang i sysselsettingen

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



Kilder: NAV, Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

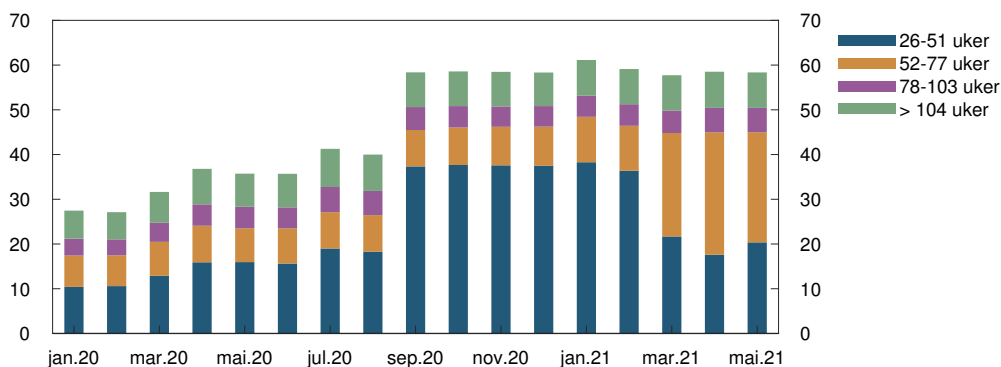
har vært arbeidssøkere i mer enn et halvt år har siden holdt seg høyt, se figur 3.14. Mange har vært arbeidssøkere helt siden nedstengingen i fjor vår. I mars i år, da det var gått et år siden pandemiutbruddet, var det en kraftig oppgang i antallet som hadde vært arbeidssøkere i mer enn tolv måneder. Antallet har holdt seg høyt i april og mai. Blant dem som var helt ledige i mai, hadde fire av ti vært arbeidssøkere i over et år.

Langvarig ledighet kan redusere muligheten til å komme tilbake i arbeid. Tap av ferdigheter, lavere motivasjon til å søke jobb og skepsis blant arbeidsgivere til å ansette langtidsledige kan bidra til utstøting fra arbeidsmarkedet. Kraftige tilbakeslag har tidligere blitt etterfulgt av langvarig lavere yrkesdeltakelse, senest etter fallet i oljeprisen i 2014. Under denne krisen er det en høyere andel permitterte, og sannsynligheten for å falle ut av arbeidsmarkedet er trolig lavere for dem enn for de ordinært ledige. Blant dem som har vært lenge ledige, er det imidlertid en forholdsvis lav andel permitterte.

Vi legger til grunn at det langsiktige nivået på yrkesdeltakelsen vil være litt lavere og det langsiktige nivået på ledigheten noe høyere enn før pandemien. Det gjenspeiler at vi tror effektene av koronautbruddet vil vare ved også etter at smitten er slått tilbake og smitteverntiltakene som begrenser den økonomiske aktiviteten, er opphevet.

Figur 3.14 Mange har vært ledige i over et år

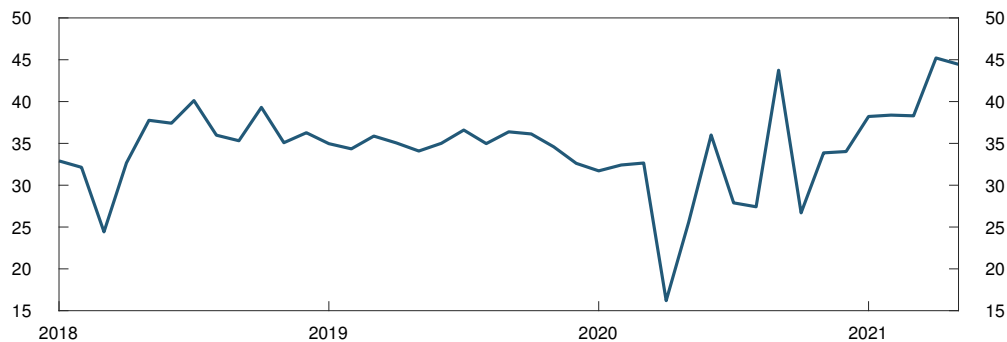
Arbeidssøkere i 26 uker eller mer. Antall i tusen



Kilde: NAV

Figur 3.15 Mange ledige stillinger

Antall i tusen. Sesongjustert



Kilde: NAV

Vi er usikre på hvor sterke slike langsiktige effekter vil være. Antall ledige stillinger har økt kraftig i det siste, se figur 3.15. Vi har lagt til grunn at det vil gi en markert oppgang i sysselsettingen og nedgang i arbeidsledigheten den nærmeste tiden. Dersom situasjonen med høy arbeidsledighet og mange ledige stillinger vedvarer over tid, kan det imidlertid være et tegn på manglende samsvar mellom kompetansen til de ledige og kompetansen som arbeidsgivere etterspør. I så fall kan ledigheten feste seg på et høyere nivå enn vi ser for oss. Den betydelige nedgangen i ledigheten den siste tiden kan på den annen side være et tegn på at arbeidsmarkedet normaliseres raskere og med mindre varige virkninger enn vi legger til grunn.

Utsikter til mindre ledig kapasitet i økonomien

Vår vurdering er at det fortsatt er mye ledige ressurser i norsk økonomi. Mange er fortsatt arbeidsledige. Samtidig er det krevende å tallfeste hvor mye ledig kapasitet det er og har vært i norsk økonomi siden pandemien brøt ut. Smitteverntiltak og frykt for smitte har påvirket både tilbudet og etterspørselen i økonomien, slik at både produksjonen og produksjonspotensialet er blitt redusert. Vårt regionale nettverk viser at det er store forskjeller i hvordan pandemien og smitteverntiltakene rammer ulike næringer. Mens for eksempel bygge- og anleggsnæringen rapporterer om knapphet på arbeidskraft på grunn av reiserestriksjoner, er det lav etterspørsel og mye ledig kapasitet i deler av tjenestenæringene. At ulike sektorer er så ulikt berørt av pandemien, gjør det vanskelig å vurdere kapasitetsutnyttningen for økonomien samlet.

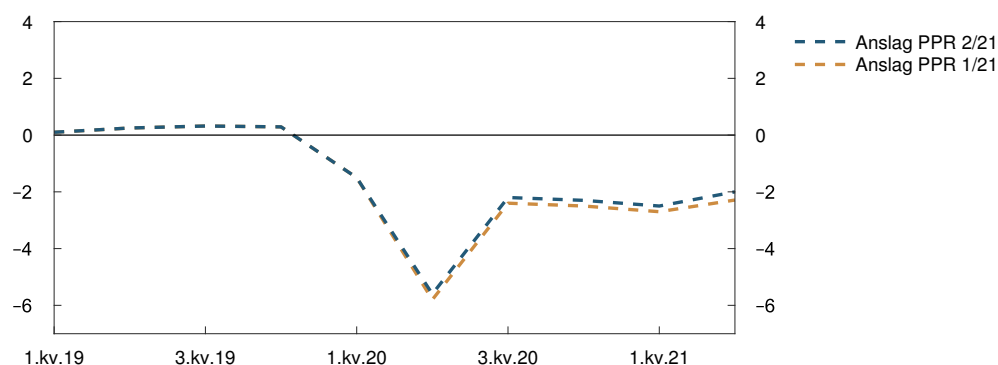
Empiriske modellberegninger indikerer at det var litt mindre ledig kapasitet i økonomien i fjor enn vi tidligere har lagt til grunn. At lønnsveksten har vært høyere enn ventet, kan tyde på det samme. Vi har derfor nedjustert produksjonspotensialet gjennom 2020, se figur 3.16.

Vi venter at kapasitetsutnyttningen vil øke fremover, i takt med at smitteverntiltakene reverseres og den økonomiske aktiviteten tar seg opp. Hvis pandemien utvikler seg slik vi legger til grunn, ser vi for oss at kapasitetsutnyttningen vil være tilbake på et normalt nivå i løpet av høsten.

Med høy vekst i fastlandsøkonomien neste år og videre oppgang i aktiviteten de påfølgende to årene er det utsikter til at kapasitetsutnyttningen fortsetter å øke neste år før den flater ut noe over et normalt nivå og avtar litt mot slutten av prognoseperioden (se figur F på side 9). Produksjonspotensialet anslås å øke kraftig i år følge av at restriksjoner blir tatt bort. Videre fremover anslår vi at produktiviteten stiger med rundt

Figur 3.16 Kapasitetsutnyttningen ser ut til å være litt høyere enn anslått

Produksjonsgap. Prosent



Kilde: Norges Bank

$\frac{3}{4}$ prosent per år, mens sysselsettingspotensialet øker med rundt $\frac{1}{2}$ prosent, slik at produksjonspotensialet øker med om lag $\frac{1}{4}$ prosent per år.

3.2 Kostnader og priser

Utsikter til høyere lønnsvekst

Pandemien gjør det krevende å tolke statistikk for lønnsutviklingen. Permitteringene og nedgangen i sysselsettingen i 2020 rammet ulike næringer og yrker forskjellig. Næringer med mange lavtlønte ble spesielt hardt rammet. Ifølge nasjonalregnskapstall ble veksten i gjennomsnittlig årslønn 3,1 prosent i 2020. Det gjennomsnittlige lønnsnivået i fjor ble trukket opp av at mange av dem som mistet jobben som følge av pandemien, hadde lavere lønn enn gjennomsnittet.

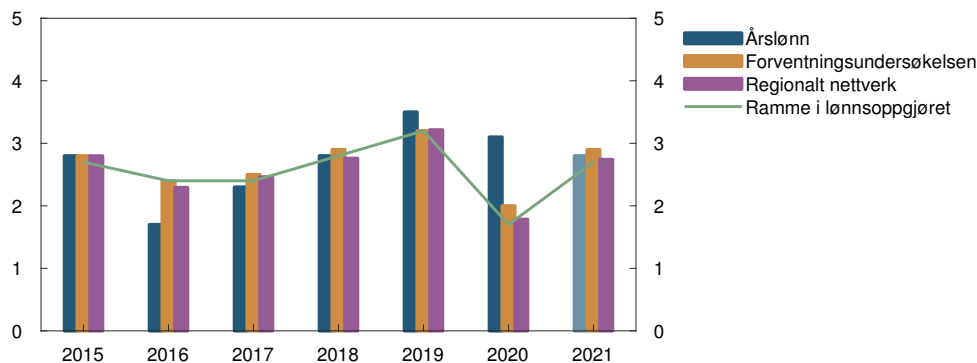
I forrige rapport anslo vi at lønnsveksten i år ville avta til 2,4 prosent. Anslaget var blant annet basert på utsikter til at flere lavtlønte ville komme tilbake i arbeid og dermed redusere det gjennomsnittlige lønnsnivået. Den kvartalsvise lønnsstatistikken viser at gjennomsnittlig avtalt lønnsnivå i første kvartal i år var 2,9 prosent høyere enn i første kvartal i fjor. Lønnsnivået ble trukket opp av en ny nedgang i sysselsettingen av lønns-takere med lav lønn, men det ser ut til at også den underliggende lønnsveksten økte.

Rammen for årets lønnsoppgjør mellom LO og NHO ble 2,7 prosent. I de øvrige lønnsoppgjørene hvor det er blitt enighet, skal det gis lønnsøkninger i tråd med eller litt i overkant av denne rammen. Grupper av ansatte i helseforetakene og i kommunesektoren gikk ut i streik i forbindelse med lønnsoppgjøret.

Ifølge Norges Banks forventningsundersøkelse for andre kvartal venter både arbeidsgiverne og arbeidstakerne en årslønnsvekst på 2,9 prosent i år, se figur 3.17. Lønnsforventningene har økt siden første kvartal. Kontaktene i Regionalt nettverk venter nå en lønnsvekst i år på 2,7 prosent. Det er høyere enn i forrige intervjurunde.

Samlet sett ser det ut til at lønnsveksten blir noe høyere enn vi så for oss i mars, og vi har oppjustert anslaget for årslønnsveksten i 2021 til 2,8 prosent. Vi venter fortsatt at sammensetningseffekter vil trekke det gjennomsnittlige lønnsnivået noe ned i 2021, men virkningen på årslønnsveksten ser ut til å bli noe mindre enn vi la til grunn i forrige rapport.

Figur 3.17 Trolig lavere lønnsvekst i år enn i fjor
Årslønnsvekst og lønnsforventninger. Prosent



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

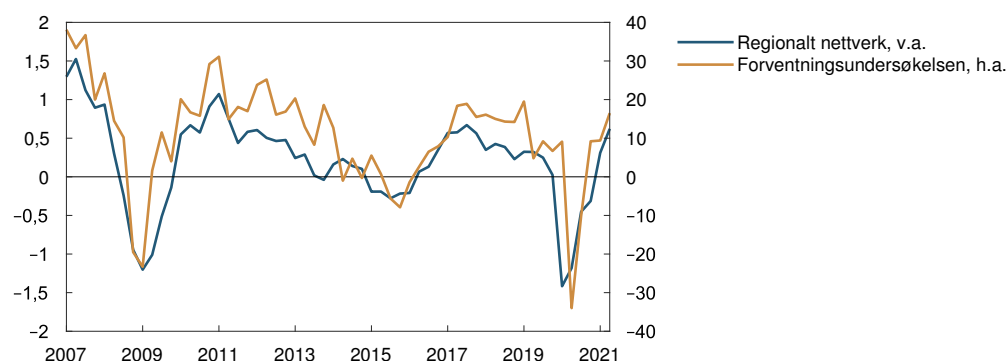
Fra neste år ventet vi at et strammere arbeidsmarked vil bidra til høyere lønnsvekst. Bedret lønnsomhet i bedriftene, se figur 3.18, trekker i samme retning. Vi legger fortsatt til grunn at produktivitetsveksten blir forholdsvis lav. Det vil isolert sett dempe lønnsveksten.

Vi anslår at lønnsveksten tar seg gradvis opp fra 2,9 prosent neste år til 3,3 prosent i 2024, se figur 3.19. Anslaget for neste år er i tråd med forventningene i Norges Banks forventningsundersøkelse.

Det er usikkerhet om den fremtidige lønnsveksten. På kort sikt utgjør sammensetnings-effektene en betydelig usikkerhet for den målte lønnsveksten. Samtidig vil lønnsutviklingen avhenge av forløpet for pandemien fremover og hvor raskt forholdene i økonomien normaliseres. Vi har lite erfaring med en så rask vekst i etterspørselen etter arbeidskraft som vi anslår de nærmeste månedene. Det kan oppstå flaskehalser som kan gi høyere lønnsvekst enn vi nå legger til grunn. Vi er dessuten usikre på hvordan pandemien kan ha påvirket sammenhengen mellom arbeidsledigheten og lønnsveksten. Det er en risiko for at de som har vært ledige under pandemien, har en annen kompetanse enn den som etterspørres når aktiviteten igjen normaliseres. I så fall kan lønnsveksten ta seg raskere opp enn vi anslår.

Figur 3.18 Økt lønnsomhet i bedriftene

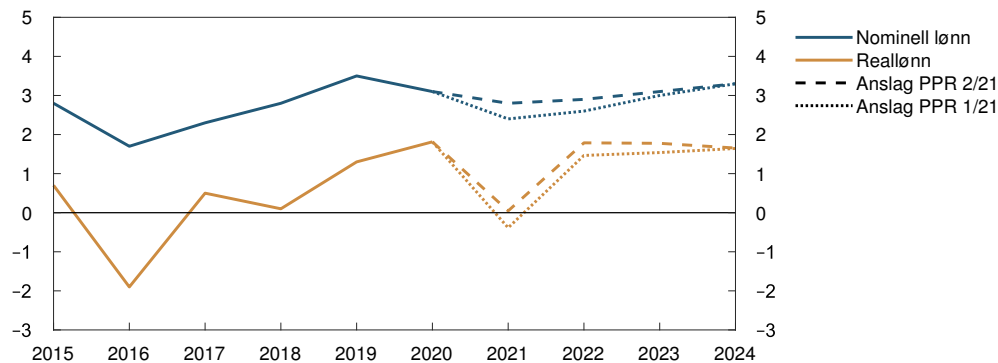
Lønnsomhetsindikatorer ifølge bedrifter i Regionalt nettverk og Forventningsundersøkelsen



Kilder: TNS Gallup, Opinion, Epinion, Ipsos og Norges Bank

Figur 3.19 Høyere lønnsvekst fremover

Lønn. Årsvekst. Prosent



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Prisvekst under 2 prosent

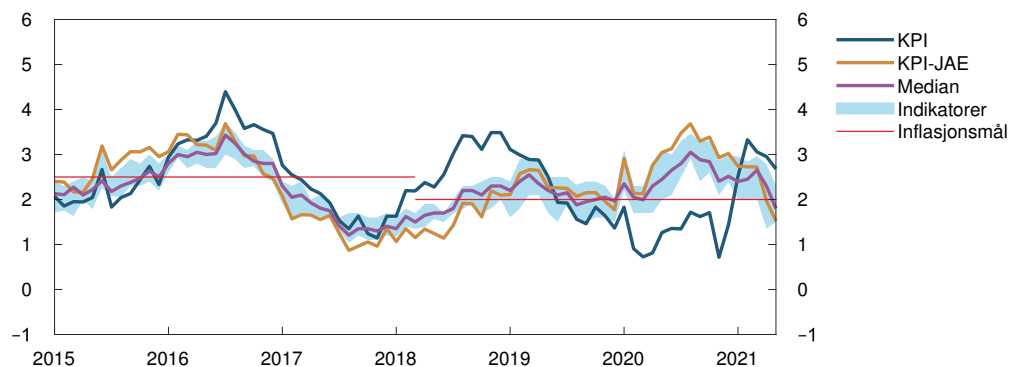
Tolv månedersveksten i konsumprisindeksen justert for avgiftsendringer og uten energi-varer (KPI-JAE) steg gjennom våren og sommeren i fjor, se figur 3.20. Siden august 2020 har veksten avtatt betydelig, og i mai var tolv månedersveksten i KPI-JAE 1,5 prosent. Det var lavere enn anslått i marsrapporten. Gjennomsnittet av tolv månedersveksten i andre indikatorer for underliggende inflasjon var 1,9 prosent i mai.

Utviklingen i den underliggende prisveksten gjenspeiler store svingninger i prisveksten på importerte varer. Kronesvekkelsen gjennom vinteren og våren i fjor bidro til å øke prisveksten på importerte varer frem til sommeren. Siden har den importerte prisveksten falt som følge av at effekten av kronesvekkelsen har avtatt og kronen igjen har styrket seg. Nedgangen i prisveksten på importerte varer har kommet noe raskere enn ventet. Også prisveksten på norskproduserte varer og tjenester har avtatt siden i fjor sommer, drevet av lav kapasitetsutnyttning. Utviklingen i innenlandsk prisvekst siden forrige rapport har vært i tråd med våre anslag.

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

Figur 3.20 Lavere inflasjon den siste tiden

KPI og indikatorer for underliggende inflasjon. Tolv månedersvekst. Prosent



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

De siste tre månedene har tolv månedersveksten i KPI avtatt. Tolv månedersveksten i KPI var 2,7 prosent i mai. Det var noe lavere enn ventet.

De nærmeste kvartalene venter vi at den underliggende prisveksten avtar videre, særlig drevet av lavere prisvekst på importerte varer, se figur 3.21. En sterkere krone vil trekke den importerte prisveksten ned, mens høyere priser på varene vi importerer fra utlandet trolig vil dempe fallet. Terminpriser indikerer at energiprisene vil bidra til at veksten i KPI vil avta gjennom sommeren.

Vi anslår at veksten i KPI-JAE avtar fra 1,7 prosent i år til 1,3 prosent neste år. Høyere kapasitetsutnyttning i norsk økonomi bidrar til høyere prisvekst utover i prognoseperioden, og vi venter at den underliggende prisveksten vil være 1,6 prosent ved utgangen av 2024. Det er utsikter til lavere vekst i energiprisene fremover, og vi anslår at veksten i KPI avtar videre utover i år og neste år. Forventningene til prisveksten på lengre sikt, slik de måles i Norges Banks forventningsundersøkelse, ligger samlet sett i overkant av 2,0 prosent.

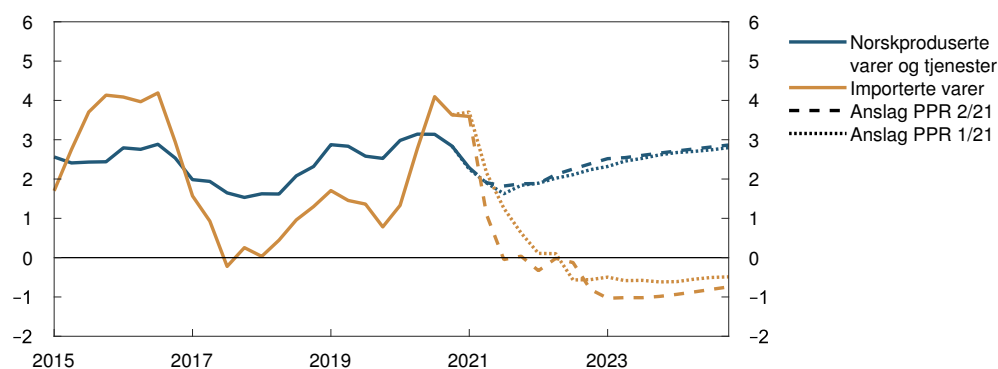
Ekstraordinære forhold knyttet til koronapandemien gir usikkerhet om utviklingen i prisveksten fremover. Midlertidige endringer i avgifter påvirker målingen av de avgiftsjusterte prisene, og vil dempe den målte innenlandske prisveksten i høst, se boks på side 35. Samtidig er det betydelig usikkerhet knyttet til prisutviklingen når samfunnet gjenåpnes. Hos våre handelspartnere har konsumprisene økt markert. Også fraktrater og priser på ulike innsatsvarer og råvarer har økt kraftig. Forsinkelser og økte kostnader i globale produksjonsledd kan gi høyere importert prisvekst den nærmeste tiden enn vi legger til grunn. Her hjemme kan tilbudssiderestriksjoner i enkelte næringer som følge av smitteverntiltak og høy etterspørsel etter varer og tjenester gi en periode med høyere prisvekst enn våre anslag tilsier. På den annen side er det risiko for at smittesituasjonen igjen forverres, og at normaliseringen av økonomien kommer senere enn vi legger til grunn. Da vil trolig også prisveksten bli lavere enn vi anslår.

Uendret reallønn i år

Reallønnsveksten ble forholdsvis høy i fjor, mens vi venter at reallønningene endrer seg lite i år. Det gjenspeiler dels de store svingningene i KPI-veksten i fjor og i år. Dels gjenspeiler det at sammensetningseffekter gir store svingninger i den målte nominelle lønnsveksten de to årene. Vi venter at reallønnsveksten tar seg opp neste år og holder seg oppe i 2023 og 2024.

Figur 3.21 Utsikter til lavere importert prisvekst

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



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

MÅLING AV PRISER UNDER KORONAPANDEMIEN

Gjennom pandemien har Statistisk sentralbyrå estimert prisveksten på de tjenestene som har vært svært lite tilgjengelige som følge av smitteverntiltak. I mai ble om lag 2,2 prosent av vektgrunnlaget i konsumprisindeksen (KPI) fremskrevet enten med sesongvariasjon eller med total KPI. Som et økonomisk støttetiltak ble merverdiavgiften (mva) på varer og tjenester med lav sats midlertidig redusert fra 12 til 6 prosent fra 1. april 2020. Det gjaldt blant annet persontransport og overnatting, samt adgang til kino, idrettsarrangementer, fornøylesparker og opplevelsessentre. Avgiftsreduksjonen har trolig påvirket den målte prisveksten. Dersom bedriftene har redusert sine utsalgspriser mindre enn reduksjonen i mva-satsen isolert sett skulle tilsi, vil det avgiftsjusterte prisnivået alt annet likt ha økt. I revidert nasjonalbudsjett har regjeringen foreslått at merverdiavgiften blir satt opp igjen til 12 prosent fra 1. oktober. Dersom bedriftene da ikke øker sine priser tilsvarende, vil det avgiftsjusterte prisnivået isolert sett bli målt som lavere enn ved uendrede avgifter.

UTSIKTER TIL MARKERT OPPGANG I KONSUMET

Koronapandemien har ført til en historisk sterk nedgang i husholdningenes forbruk og en markert oppgang i husholdningenes sparing. Over halvparten av fallet i BNP for Fastlands-Norge i fjor kan tilskrives fallet i privat konsum. Hvordan forbruket utvikler seg i tiden fremover, vil dermed være avgjørende for farten i gjeninnhenting i norsk økonomi. Mangel på historiske paralleller gjør det utfordrende å anslå hvor raskt og hvor mye husholdningenes konsum vil stige når pandemien kommer under kontroll, og samfunnet gjenåpnes. Vi er spesielt usikre på hvor mye av de oppsparte midlene som vil bli brukt, og hvordan vare- og tjenestekonsumet vil påvirkes av mindre smitte og gradvise lettelse i smitteverntiltak. Det er også stor usikkerhet om hvordan utviklingen vil påvirkes av eventuelle nye utbrudd av muterte virus. I denne rammen presenterer vi nye analyser som har vært en del av grunnlaget for anslagene på husholdningenes konsum i Norge i denne rapporten. Samlet sett indikerer analysene at husholdningenes konsum vil øke markert når smitten avtar og smitteverntiltakene lempes, og at forholdet mellom vare- og tjenestekonsumet gradvis vil normaliseres, se figur 3.4.

Husholdningene planlegger å bruke opp noe av det de har spart

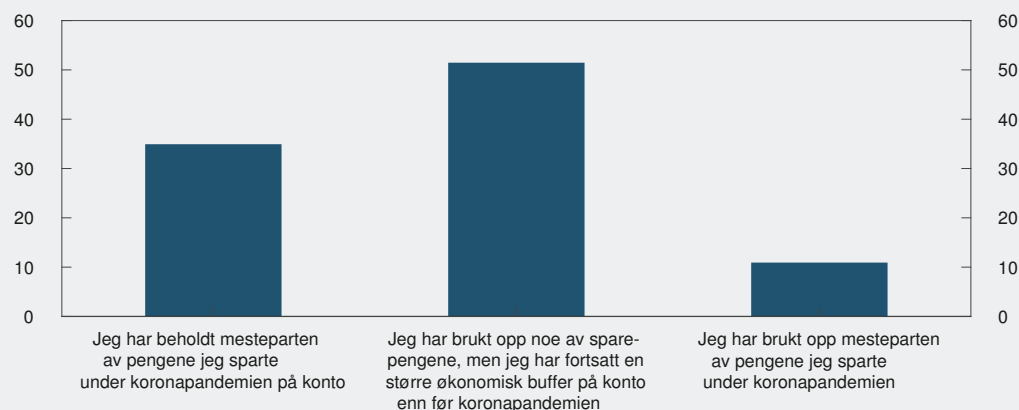
En betydelig del av den økte sparingen i husholdningene er i form av bankinnskudd. I hvor stor grad disse oppsparte midlene brukes fremover, vil være med på å bestemme veksten i forbruket. I Norges Banks forventningsundersøkelse for andre kvartal ble det stilt ekstraspørsmål til husholdningene om deres spareatferd. Halvparten av husholdningene svarte at de har spart mer enn normalt under pandemien. Svarene i undersøkelsen tyder på at de fleste av husholdningene planlegger å bruke noe av de ekstra oppsparte midlene, se figur 3.A. Vi legger til grunn at om lag en tredel av den ekstra økningen i bankinnskudd under pandemien vil bli brukt på privat konsum fremover, slik at spareraten en periode vil ligge under det vi anser som et normalnivå, se figur 3.5.

Både smitten og smitteverntiltakene påvirker konsumet

Anslagene for husholdningenes tilpasning bygger på et gitt forløp for smitte og smitteverntiltak, som omtalt i ramme på side 11. Smitteverntiltak og smittesituasjonen kan påvirke forbruket på ulike måter. For det første rammer tiltak som butikkstenging og regulering av alkoholservering konsumet direkte. For det andre kan smittesituasjonen

Figur 3.A De fleste vil bruke noe av de oppsparte midlene

Om ett år, hvilke av disse utsagnene tror du passer for deg? Andel av spurte husholdninger



Kilde: Ipsos

i seg selv påvirke vare- og tjenestekonsumet. Sykdom og karantene begrenser forbruksmulighetene, og risiko for smitte kan gjøre oss mer forsiktige. For bedre å forstå hvordan smitte og smitteverntiltak påvirker privat konsum har vi gjort en analyse der vi utnytter at både smitte og smitteverntiltak har variert betydelig på tvers av ulike kommuner under pandemien.

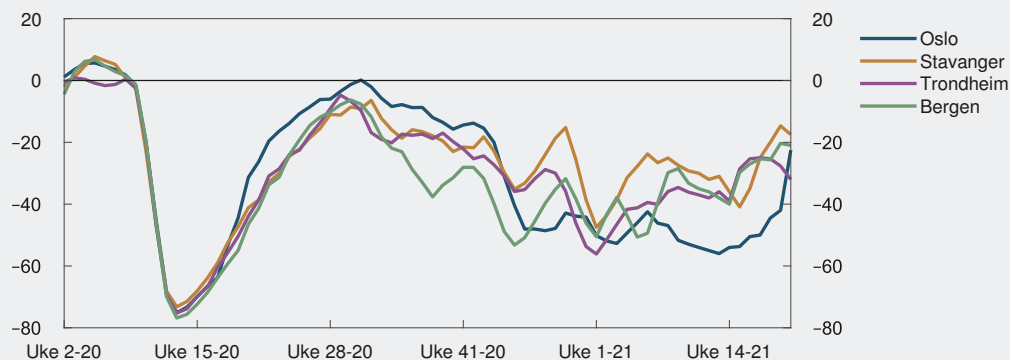
Vi har analysert et nytt datasett med regionale korttransaksjonsdata, se figur 3.B. Det fremgår av dataene at det var lite variasjon i kortbruk på tvers av regioner i den første fasen av pandemien. I denne perioden var det i hovedsak nasjonale smitteverntiltak og like regler i hele landet. I september 2020 lettet regjeringen på enkelte av de nasjonale smitteverntiltakene, samtidig som kommunene måtte vurdere strengere tiltak lokalt der smittepresset var høyt. Smitteverntiltakene begynte å variere mer mellom kommunene, og de regionale forskjellene i husholdningenes kortbruk økte. Bergen var en av de første store regionene som innførte lokale smitteverntiltak, som følge av økt smitte høsten 2020. Det samsvarer med et fall i kortbruken (figur 3.B). Ved å koble de kommunale korttransaksjonene sammen med smittetall, smitteverntiltak og arbeidsledighet per kommune, kan vi utnytte variasjonen mellom kommunene til å finne isolerte effekter på kortbruken av smitte og av de ulike smitteverntiltakene. Siden strengere smitteverntiltak bidrar til å redusere smitten i samfunnet, kan resultatene og koeffisientene i denne analysen ikke tolkes som den samlede effekten av smitteverntiltak på konsum. Innsikten fra denne betingede analysen kan likevel gjøre oss bedre i stand til å si noe om hvordan konsumet vil utvikle seg fremover for en gitt utvikling i koronapandemien.

Den regionale analysen indikerer at økt smitte i seg selv har en klar negativ effekt på tjenestekjøp, og en positiv effekt på dagligvarekjøp. Samlet fører økt smitte til lavere forbruk, selv når vi kontrollerer for smitteverntiltak og ledighet. Når smitten tiltar, har det vært en økende vridning fra tjenestekjøp mot varekjøp, se figur 3.C.

Analysen indikerer at smitteverntiltak i seg selv har en negativ effekt på konsumet også utover smittesituasjonen. Særlig har regulering av alkoholserving og stenging av butikker hatt en dempende effekt, se tabell 3.A. For de ulike konsumgruppene er bildet mer sammensatt. Stengte butikker har bidratt til at kjøp av dagligvarer og tjenester har økt og

Figur 3.B Regionale forskjeller i kortbruk

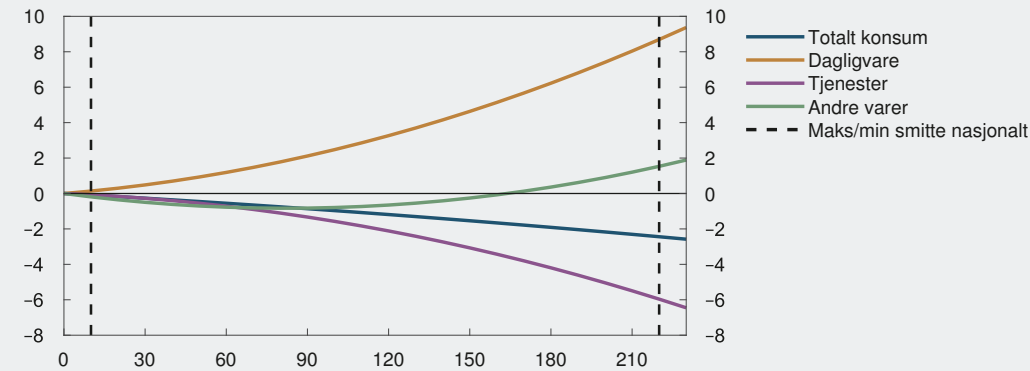
Verdi av korttransaksjoner for kjøp av tjenester. Relativt til samme uke i 2019. Prosent



Kilde: DNB

Figur 3.C Estimert effekt av smitteutvikling på husholdningenes forbruk

Antall nye smittede siste 14 dager per 100 000 innbyggere (x-akse).
Prosentvis endring i kortforbruk relativt til et normalnivå (y-akse)



Kilde: Norges Bank

kjøp av andre varer har falt. Begrensninger på alkoholservering har ført til at kjøp av tjenester har gått ned, men det har i liten grad påvirket varekonsumet.

Det er stor usikkerhet knyttet til hva som vil skje med forbruket og norsk økonomi når smitten avtar og smitteverntiltakene opphører. Når vi anslår konsumutviklingen, kombinerer vi innsikten fra denne regionale analysen med andre informasjonskilder og analyser, blant annet informasjon fra vårt regionale nettverk. Effekten av en nasjonal gjenåpning og en slutt på pandemien har trolig andre effekter enn det vi kan identifisere basert på variasjon mellom kommunene. Analysen gir likevel en bedre forståelse av hvordan smitte og smitteverntiltak har påvirket husholdningenes konsum. Den kan også gi nyttig informasjon om hvordan konsumet kan utvikle seg dersom pandemiforløpet blir annerledes enn vi nå ser for oss.

Tabell 3.A Estimerte koeffisienter for smitteverntiltak¹

	Totalt	Dagligvarer	Andre varer	Tjenester
Alkoholservering	-0,87***	0,19	-0,21	-1,21***
Hjemmekontor	0,19	1,39***	3,48***	-1,92***
Stengte butikker	-0,76**	1,38***	-3,28***	0,68*
Stengte restauranter	0,20	-0,7	0,77**	-0,20

¹ Estimert i perioden august 2020 – april 2021. Prosentvis endring i kortbruk relativt til et estimert normalnivå, beregnet som nivået samme uke i 2019 justert med veksten fra januar og februar 2019 til januar og februar 2020. De ulike tiltakene er representert med dummyvariable som tar verdien 0 når de ikke er innført og 1 når de er innført. I tillegg kontrollerer vi for tidsfaste effekter. *, ** og *** indikerer statistisk signifikans på henholdsvis 10, 5 og 1 prosent nivå. Analysen er basert på data fra DNB, NAV, MSIS, Statistisk sentralbyrå og VG.

Kilde: Norges Bank

KLIMAOMSTILLINGEN GIR ØKTE INVESTERINGER I FASTLANDSBEDRIFTENE

Investeringene i fastlandsbedriftene falt med 6 prosent i fjor etter å ha økt med en tredel fra 2015 til 2019. Vi anslår at investeringene vil flate ut i år og deretter øke med over 15 prosent frem mot 2024. Anslagene speiler at vi venter god vekst i tjenesteinvesteringene og store investeringer drevet av klima- og energiomstillingen ute og hjemme.

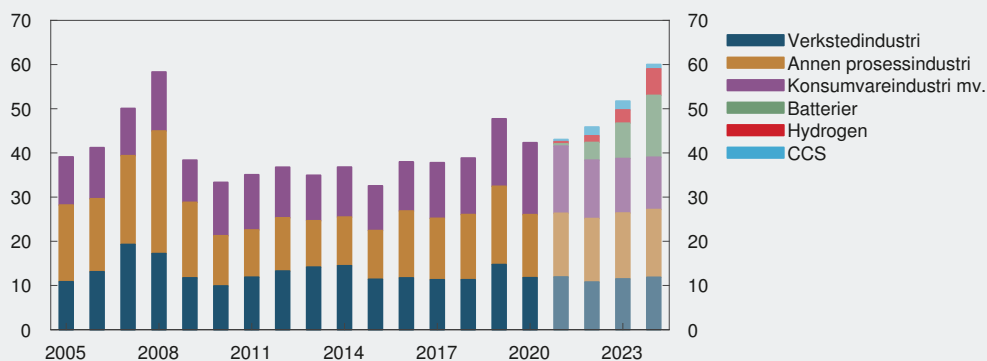
Klimaomstillingen kan påvirke investeringene på flere måter. En del bedrifter vil investere for å kutte utslippene fra eksisterende virksomhet – enten som følge av klimapolitiske tiltak eller som følge av krav fra kunder, ansatte, investorer og långivere. Slike forhold har trolig trukket opp investeringene de siste årene, særlig i prosessindustrien og innenriks sjøfart (elektriske ferger). Omstillingen fører også til investeringer i produksjon av batterier, fornybar energi og andre produkter som bidrar til at utslippene går ned. Klimaavgifter kan på den annen side føre til at prosjekter blir ulønnsomme og derfor ikke gjennomføres. Investeringene kan også falle i bedrifter som har oljerelatert omsetning. Mange av disse bedriftene vil imidlertid investere for å omstille virksomheten.

Vi tror at klimaomstillingen samlet sett gir økte investeringer i fastlandsbedriftene. Det er i tråd med en undersøkelse blant bedriftene i vårt regionale nettverk.¹ Nesten halvparten av bedriftene – og over halvparten av oljeleverandørene – meldte der at klimarelaterte forhold har en positiv effekt på investeringene i år. Kun noen få av dem meldte at investeringene dempes av klimarelaterte forhold. Regionalt nettverk er en viktig kilde for investeringsanslagene våre. Anslagene er også basert på modellanalyser, investeringstillingen og informasjon om store investeringsprosjekter. Flere bedrifter planlegger eller gjennomfører nå store investeringer innen verdikjedene for batterier, hydrogen og karbonfangst og lagring (CCS), drevet av klimaomstillingen i Norge og utlandet.

De største investeringene vil trolig komme i verdikjeden for batterier. Norske bedrifter planlegger å bygge fire batterifabrikker og en stor batterimaterialfabrikk de neste årene. Investeringene kan bli på rundt 80 milliarder kroner i perioden 2021–2026 dersom alle

Figur 3.D Utsikter til høyere investeringer i norsk industri

Industriinvesteringer. Faste 2018-priser. Mrd. kroner



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

¹ Se utdypping i Pengepolitisk rapport 1/21 og Brekke, H., F. Eger og S. Erlandsen (2021) «Norske bedrifter ser forretningsmuligheter i klimaomstillingen». Innlegg publisert på *Bankplassen blogg* 19. mai 2020. Norges Bank.

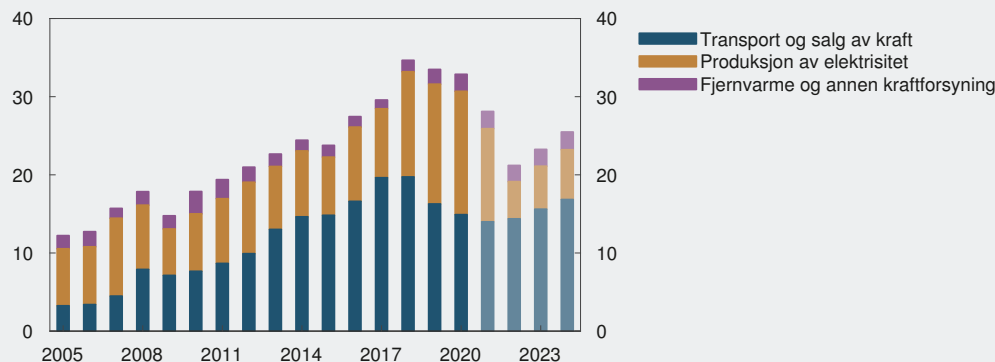
planene realiseres. Det har imidlertid oppstått usikkerhet om rammebetingelsene for norsk eksport av batterier til den europeiske bilindustrien, noe som kan påvirke investeringsbeslutningene for tre av de planlagte batterifabrikkene. Vi tar høyde for dette ved å anta at kun to av de tre berørte fabrikkene blir realisert, og at investeringene i de to fabrikkene blir lavere enn anslått av de involverte bedriftene.

Det norske fullskalaprojektet for fangst, transport og lagring av CO₂ er nylig satt i gang. Prosjektet består foreløpig av et delprosjekt for fangst av CO₂ fra Norcems sementfabrikk i Brevik og et delprosjekt for transport og lagring av CO₂ fra sementfabrikken og andre fangstanlegg i Europa. Vi legger til grunn at det etter hvert blir utvidet med et delprosjekt for fangst av CO₂ ved Fortum Oslo Varmes avfallshåndteringsanlegg i Oslo. Fullskalaprojektet vil da gi investeringer på rundt 17 milliarder kroner ifølge stortingsmeldingen for prosjektet.

Klimaomstillingen vil føre til økt bruk av hydrogen og avledede produkter som metanol og ammoniakk. Hydrogen brukes nå primært i deler av prosessindustrien, og produksjonen av hydrogen gir per i dag store klimautslipp siden det meste av produksjonen er basert på naturgass uten karbonfangst og lagring. Flere prosessindustribedrifter har imidlertid planer om å erstatte bruk av kull, gass og dagens hydrogen med hydrogen laget av fornybar kraft med elektrolyse eller fra naturgass med fangst og lagring av CO₂. Produksjonen av hydrogen vil da gi små eller ingen utslipp av klimagasser. Slik hydrogen vil på sikt trolig også erstatte oljeprodukter i deler av transportsektoren som ikke lar seg elektrifisere med batteriteknologi. Norske rederier planlegger således å investere i skip og ferger som går på hydrogen (eller hydrogenprodukter) for transport over lange avstander. Vi anslår at de nevnte prosjektene innen sjøfart og prosessindustri vil gi store investeringer noen år frem i tid. Vi venter også at norske bedrifter vil bygge flere hydrogenanlegg enn dem som kan knyttes direkte til prosjektene for å kutte utslipp i prosessindustrien. Det planlegges flere milliardanlegg for produksjon av hydrogen og hydrogenprodukter i Norge.

Figur 3.E Lavere investeringer i kraftsektoren

Investeringer i kraftforsyning. Faste 2018-priser. Mrd. kroner



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

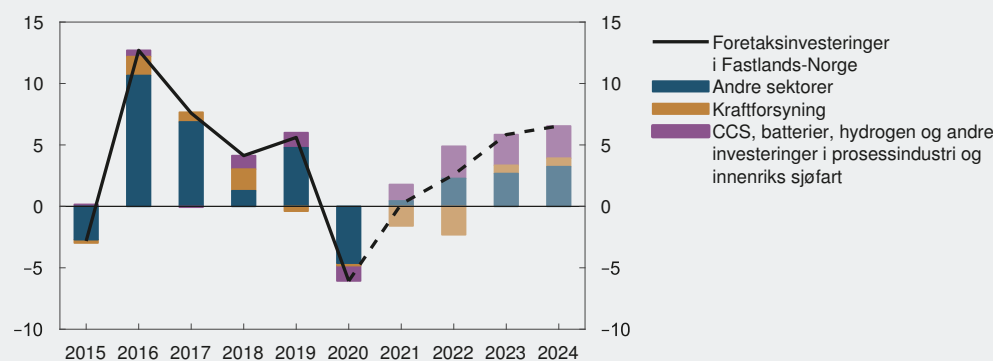
Vi anslår at de samlede investeringene i norsk industri vil øke mye som følge av investeringene i batterifabriker, CCS og hydrogenanlegg, se figur 3.D.² Det anslåtte investeringsnivået i 2024 er litt høyere enn nivået i toppåret 2008, da investeringene ble trukket opp av store investeringer i solcelleindustrien. Anslagene bygger på at investeringene i batterifabriker, CCS og hydrogenanlegg i noen grad vil fortrenge andre investeringer. Vi venter likevel at investeringene i annen prosessindustri og i verkstedindustrien vil øke noe fremover. Det har sammenheng med at en del bedrifter vil investere for å kutte utslippene sine eller for å omstille seg til nye markeder. Slike forhold kan også ha betydning for investeringene i konsumvareindustrien, men vi venter at investeringene i denne industrien vil avta fra det høye nivået i 2019 og 2020.

Den planlagte produksjonen av batterier og hydrogen vil kreve mye elektrisk kraft. Det vil også den planlagte elektrifiseringen av bilparken og petroleumsvirksomheten. Investeringene innen kraftproduksjon har vært høye de siste årene, stimulert av elsertifikatordningen. Det har ført til at Norge har et kraftoverskudd som kan dekke den økte etterspørselen etter kraft et stykke frem i tid. De nye prosjektene vil imidlertid kreve betydelige investeringer i ny overføringskapasitet. Vi venter derfor at investeringene innen transport av kraft vil være høye og økende de neste årene, se figur 3.E. Samtidig anslår vi at investeringene i kraftproduksjon vil falle klart i år og neste år. Det skyldes at elsertifikatordningen fases ut fra 2021, og at det for tiden ikke gis konsesjoner til nye vindkraftverk på land. En omlegging av skattesystemet i fjor høst bidrar isolert sett til høyere investeringer i eksisterende vannkraftverk fremover. Investeringene i kraftproduksjon kan derfor ta seg noe opp igjen i 2023 og 2024. Vi venter at investeringene innen havvind på norsk sokkel først vil starte opp i andre halvdel av 2020-tallet.

Den anslåtte veksten i foretaksinvesteringene trekkes opp med 2½ prosentenheter per år i 2022–2024 som følge av anslagene for investeringer i batterifabriker, CCS, hydrogenprosjekter og andre prosjekter i prosessindustrien og innenriks sjøfart, se figur 3.F. Anslagene for kraftinvesteringer bidrar til å dempe den anslåtte veksten i foretaksinvesteringene betydelig i år og neste år.

Figur 3.F Økte investeringer i fastlandsbedriftene

Foretaksinvesteringer i Fastlands-Norge. Bidrag til årsvekst. Prosentenheter



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

² Anslagene for CCS-investeringer i figur 3.D inneholder kun investeringene ved sementfabrikken i Brevik. Det anslåtte bidraget fra CCS i figur 3.F inneholder alle delene av prosjektet.

STERKERE EFFEKT AV RENTEN PÅ BOLIGPRISENE

Det siste året har pengepolitikken vært ekspansiv. Det har bidratt til at boligprisene har økt kraftig. Videre har boligprisene økt mer enn ventet fra våren 2020 og gjennom vinteren. I lys av denne utviklingen har vi gjennomført en ny vurdering av virkningen av renten på boligprisene i vår makroøkonomiske hovedmodell, NEMO, som nå har en sterkere respons enn i tidligere rapporter.

Boligprisveksten gjennom pandemien kommer på toppen av en sterk utvikling over lang tid som har sin bakgrunn i strukturelle faktorer, se omtale i kapittel 5. For å analysere virkningen av renten på boligpriser må det settes opp en modell som kontrollerer for andre relevante variabler som også kan påvirke boligprisene.¹ Tabell 3.B oppsummerer tallfestede sammenhenger mellom renten og boligpriser i studier på norske data, og viser virkningen av en renteendring på én prosentenhet.² Siden de empiriske modellene varierer både i utforming, variabelvalg og dataperiode, vil også virkningene kunne være forskjellige.

Boligprisresponsen av en prosentenhets endring i renten før skatt varierer ifølge tabellen fra 4 til 11 prosent.³ Dette samsvarer i stor grad med internasjonale studier.⁴ Analysene

Tabell 3.B Virkningen av en renteendring på boligprisene¹ i studier på norske data

Studie	1 pp renteendring	Virkning (+ ved rentereduksjon, - ved renteøkning)
Anundsen og Jansen (2013)	Varig	Om lag 10,0% (7,2% før skatt) når boligkapitalen ikke justeres, og tilnærmet null prosent når boligkapitalen også er modellert. Effekt etter 4 år er om lag 5,0% (3,6% før skatt) i sistnevnte tilfelle.
Anundsen (2019)	Varig	13,8% (9,9% før skatt)
Anundsen (2021)	Varig	11,0% (7,9% før skatt)
Hov (2021)	Varig	11,0% før skatt (16% før skatt i Oslo)
Mæhlum og Ingholt (2020)	Varig	4,8% (3,5% før skatt)
Midtgaard (2019)	Midlertidig sjokk	7,2% før skatt etter tre år (13,0% før skatt i Oslo etter tre år)
Robstad (2018)	Midlertidig sjokk	6,0% før skatt (usikkerhetsintervall på 3–14%) etter om lag ett år. Virkningene avtar noe etter dette.

1 For å korrigere for at renten før skatt må øke med mer enn én prosentenhet for at renten etter skatt skal øke med én prosent-enhet, re-skaleres virkningen på boligprisene tilsvarende i de tilfellene der det er relevant med en faktor lik (1-skattesats). Skattesatsen på kapitalinntekter var 28 prosent fra 1992, men er de senere årene blitt gradvis redusert til 22 prosent. Vi bruker en skattesats på 28 prosent fordi den er mest relevant for datautvalgene som er brukt.

1 Se Anundsen, A. (2019) «Detecting Imbalances in House Prices: What Goes Up Must Come Down?». *Scandinavian Journal of Economics* 121(4), 1587–1619.

2 Anundsen, A. K. og E. S. Jansen (2013) «Self-reinforcing effects between housing prices and credit». *Journal of Housing Economics*, 22(3), 192–212; Anundsen, A. K. (2021) «House price bubbles in Nordic countries?» *Nordic Economic Policy Review* 2021. Nordic Council of Ministers; Hov, M. (2021) «Boligmarkedet under koronakrisen: Lav rente som katalysator.» Norwegian Housing Market Watch; Ingholt, M. M. og S. Mæhlum (2020) «Boligprisboble i Norge?», Innlegg publisert på *Bankplassen blogg* 29. september 2020. Norges Bank; Midtgaard, S. (2019) «Monetary Policy and Norwegian Housing Prices: An Empirical Analysis», Master thesis, University of Oslo; Robstad, Ø. (2018) «House prices, credit and the effect of monetary policy in Norway: evidence from structural VAR models». *Empirical Economics* 54, 461–483.

3 For nærmere omtale av effekter i Oslo, se ramme på side 62.

4 Se for eksempel Assenmacher-Wesche, K. and S. Gerlach (2008) «Financial Structure and the Impact of Monetary Policy on Asset Prices». *Working Paper* 2008-16, Swiss National Bank; Calza, A., T. Monacelli and L. Stracca (2013) «Housing Finance and Monetary Policy». *Journal of the European Economic Association* 11; Goodhart, C. and B. Hofmann (2008) «House Prices, Money, Credit, and the Macroeconomy». *Oxford Review of Economic Policy* 24(1); Iacoviello, M. and R. Minetti (2008) «The Credit Channel of Monetary Policy: Evidence from the Housing Market». *Journal of Macroeconomics* 30(1); Jorda, O., M. Schularick and A. M. Taylor (2015) «Betting the House». *Journal of International Economics* 96(S1); Sa, F., P. Towbin and T. Wieladek (2011) «Low Interest Rates and Housing Booms: The Role of Capital Inflows, Monetary Policy, and Financial Innovation». *Globalization and Monetary Policy Institute Working Paper* 79. Federal Reserve Bank of Dallas.

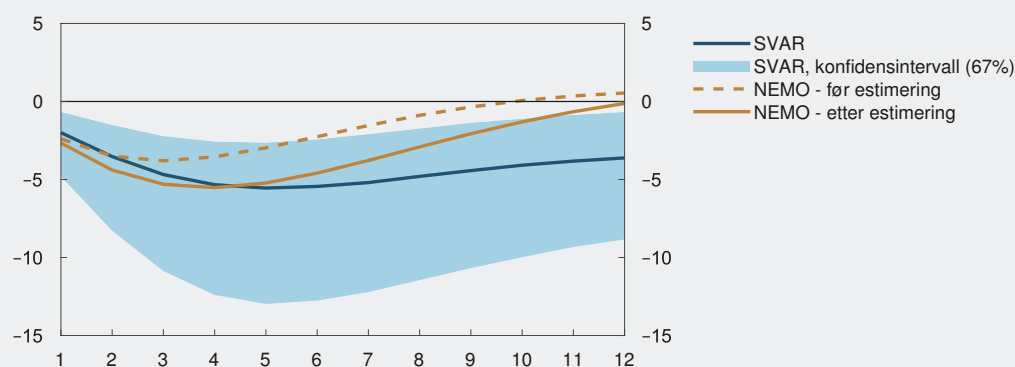
i tabellen danner et utgangspunkt for å tallfeste NEMO, selv om ikke alle kan overføres direkte. De fem første studiene, der renten endres varig, tallfester partielle modeller i den forstand at øvrige forklaringsvariabler for boligprisene holdes uendret. Et delvis unntak er studien til Anundsen og Jansen (2013), som viser at den langsiktige responsen på boligprisene faller til nærmere null når det tas hensyn til at renten også kan påvirke boligtilbudet. I Robstad (2018) og Midtgaard (2019) tallfestes det dynamiske samspillet mellom rente, boligpriser og andre forklaringsvariabler, slik tilfellet også er med NEMO. For å måle virkningen av en renteendring brukes teknikker for å isolere et eksogent sjokk i renten. I slike rammeverk endres renten midlertidig, før den gradvis reverseres, i tråd med estimerte sammenhenger.

I NEMO tjener bolig i hovedsak to formål. For det første er bolig et varig konsumgode som gir husholdningene tjenester gjennom boligens levetid. For det andre har bolig verdi som panteobjekt. Det betyr at en bolig gir økte muligheter til å lånefinansiere konsum av varer og tjenester og investeringer gjennom hele boligens levetid. I dette rammeverket oppfattes bolig som et formuesobjekt der boligprisen reflekterer nåverdien av fremtidige tjenester (boligtjenester og verdien av bolig som panteobjekt). Effekten av en renteendring blir da sterkere jo lavere renten er i utgangspunktet fordi boligprisen endres i takt med den neddiskonterte verdien av fremtidige tjenester. De ikke-lineære effektene begrenses imidlertid av at boligmassen depresierer over tid slik at det må foretas nye investeringer for å holde bruksverdien ved like. I den operasjonelle versjonen av NEMO er videre sammenhengen mellom rente og boligpriser (log-)linearisert, slik at en gitt prosentenhets endring i renten får den samme prosentvise endringen i boligprisene uavhengig av hva nivået på renten er i utgangspunktet. Dette er først og fremst gjort for å kunne løse og estimere modellen, men en slik linearisering ser ut til å gi virkninger som stemmer ganske godt med data.

I tillegg til at renten påvirker boligprisene gjennom de to nevnte kanalene, er husholdningenes forventninger om fremtidige boligpriser delvis adaptive i NEMO. Det betyr at husholdningene til en viss grad tror at boligprisene skal fortsette å vokse dersom de har vokst i en periode. Det gjør at boligprisøkning og -fall delvis er selvforsterkende.

Figur 3.G Virkningen på boligpriser av rentesjokk i NEMO – før og nå

Prosentvis endring i realboligprisene ved et rentesjokk på ett prosentpoeng. Kvartaler fremover



Kilde: Norges Bank

For å tallfeste virkningen av renten på boligprisene i NEMO bruker vi samme fremgangsmåte som i Kravik og Mimir (2019).⁵ Modellen tallfestes med bayesianske teknikker, og vi anvender data for perioden 2001–2019. For å ha en mest mulig oppdatert og sammenlignbar kryssjekk for NEMO, har vi re-estimert en variant av SVAR-modellen i Robstad (2018) som inkluderer data for perioden 1994–2019.⁶

Figur 3.G viser resultatene. Den blå linjen viser virkningen av et pengepolitikksjokk i SVAR-modellen (medianen), mens det lyseblå området viser et usikkerhetsintervall for responsen i SVAR-modellen. De gule linjene viser virkningen av et pengepolitikksjokk i NEMO, før (stiplet) og etter re-estimering (heltrukket). Figuren viser at responsen av en renteendring er blitt sterkere med den nye tallfestingen av NEMO, og at den i større grad følger SVAR de første to årene. Vi legger mindre vekt på å treffe SVAR-responsen lenger frem i tid siden modellusikkerheten da generelt er større. NEMO gir derfor en gradvis tilbakevending av realboligprisnivået etter det midlertidige sjokket til styringsrenten. Sammenlignet med mange av responsene i tabellen, ligger responsen i NEMO i den nedre delen av intervallet. Studiene som inngår i tabellen gir likevel støtte til at responsen i NEMO er rimelig. Det skyldes at boligprisene endres gradvis, fra en likevekt til en annen, når renten endres varig i enkelte av modellene som inngår i tabellen. Høye permanente renteresponser, rundt 10 prosent, er derfor ikke direkte sammenlignbart med en *midlertidig* renteendring i NEMO.

Den nye tallfestingen av NEMO innebærer at styrken i enkelte mekanismer er endret. For det første er graden av «vanedannelse» i konsum av boligjenester (via endringer i parametere som påvirker preferanser) redusert, noe som gir raskere utslag i boligprisene. For det andre har husholdningene blitt mer bakoverskuende i sine boligprisforventninger (mer adaptive forventninger). Det innebærer større selvforsterkende effekter i boligprisene.

Virkningen av endringen i modellapparatet er at forstyrrelser som bidrar til en høyere rente, vil bidra til et større fall i realboligprisene i NEMO enn før. Motsatt vil forstyrrelser som bidrar til en lavere rente, føre til en større økning i realboligprisene i NEMO. Motstykket til dette er at pengepolitikken, slik den er modellert i NEMO, mer effektivt vil kunne motvirke forstyrrelser i boligmarkedet som påvirker måloppnåelsen i pengepolitikken.

⁵ Kravik, E. og Y. Mimir (2019) «Navigating with NEMO». Norges Bank Staff Memo, 5/2019.

⁶ SVAR-modellen fra Robstad (2018) er justert litt for gjøre modellen mest mulig sammenlignbar med NEMO. Kreditt er byttet ut med boliginvesteringer og modellen er estimert på nivå. For å identifisere pengepolitikksjokket er det benyttet fortegnstriksjoner. Endringene i modellen påvirker i liten grad effektene av pengepolitikksjokket.

4 Pengepolitisk analyse

Styrringsrenten ble holdt uendret på null prosent på rentemøtet 16. juni. Prognosen for styrringsrenten innebærer at renten øker gradvis fra høsten av, og rentebanen er litt høyere enn i forrige rapport. Den viktigste årsaken til oppjusteringen er ny informasjon om innenlandsk etterspørsel. Pengepolitikken vil fortsatt være ekspansiv i noe tid fremover.

4.1 Mål og tilbakeblikk

Lav og stabil inflasjon

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

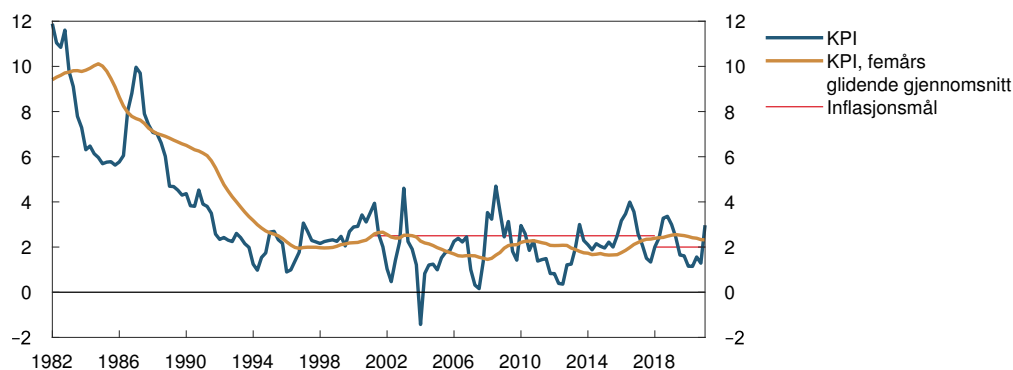
Når inflasjonsforventningene er godt forankret, kan pengepolitikken også ivareta andre hensyn enn det overordnede målet om lav og stabil inflasjon. Inflasjonsstyringen skal være fremoverskuende og fleksibel, slik at den kan bidra til høy og stabil produksjon og sysselsetting samt til å motvirke oppbygging av finansielle ubalanser. Mål og avveininger i pengepolitikken er nærmere beskrevet i ramme på side 51.

Ekspansiv pengepolitikk

Styrringsrenten har ligget på null prosent i mer enn ett år. Det har gitt en svært lav pengemarkedsrente, både nominelt og reelt, se figur 4.2. Realrenten i pengemarkedet, det vil si nominell pengemarkedsrente justert for inflasjon, er lavere enn et nøytralt nivå, som vi anslår ligger nær null prosent, se ramme på side 50. Vi legger til grunn at pengepolitikken virker ekspansivt så lenge renten over tid ligger under sitt nøytrale nivå. Ekspansiv pengepolitikk bidrar til å dempe det økonomiske tilbakeslaget som følge av pandemien.

Figur 4.1 Inflasjonen i snitt nær målet på to prosent

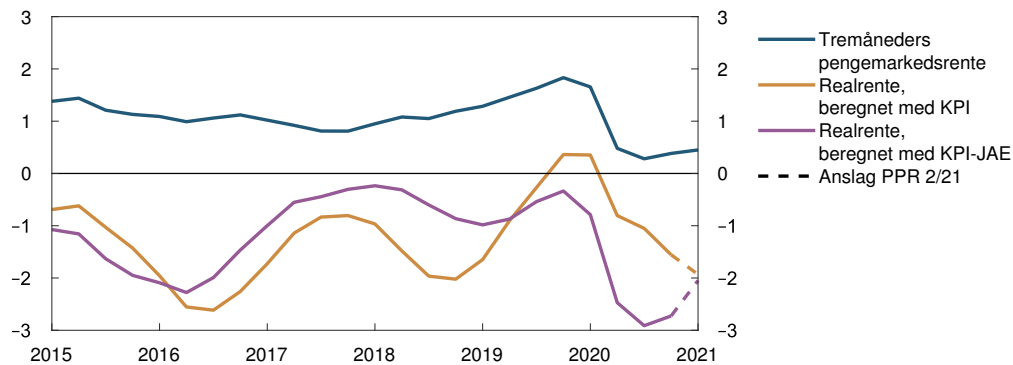
Konsumprisindeksen (KPI). Firekvartalersvekst. Prosent



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 4.2 Lav realrente

Tremåneders pengemarkedsrente og realrenter. Prosent



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

4.2 Ny informasjon og nye vurderinger

Modellteknisk tolkning av ny informasjon

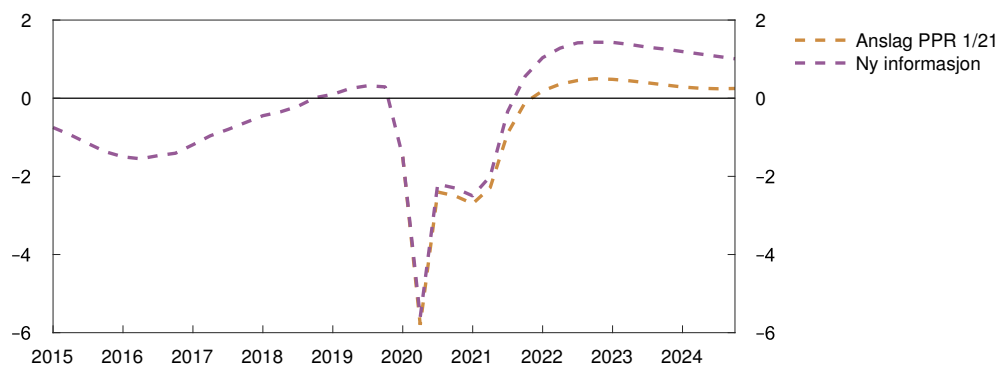
For å vise virkningen av ny informasjon på de økonomiske utsiktene legger vi inn ny informasjon og nye vurderinger av den økonomiske situasjonen i modellapparatet, men beholder rentebanen fra forrige rapport. Vi bruker disse anslagene til å vise hvordan ny informasjon og nye vurderinger påvirker utsiktene for kapasitetsutnyttningen og prisveksten. Dette er to av flere hensyn komiteen må veie opp mot hverandre i pengepolitikken.

Når vi betinger på uendret rentebane, er anslaget for produksjonsgapet gjennomgående høyere enn prognosen fra forrige rapport, se figur 4.3. Det reflekterer særlig at vi venter høyere vekst hos våre handelspartnere, mer ekspansiv finanspolitikk, og utsikter til sterkere gjeninnhenting i konsumet og høyere investeringer. Anslagene tilsier at kapasitetsutnyttningen kommer opp på et normalt nivå i løpet av høsten i år. Det er litt tidligere enn anslått i forrige rapport.

Den underliggende prisveksten målt ved KPI-JAE har avtatt betydelig siden i fjor høst. Siden forrige rapport har nedgangen vært større enn anslått. Når vi betinger på uendret rentebane, er anslagene for prisveksten først lavere, og deretter litt høyere enn anslått

Figur 4.3 Høyere kapasitetsutnyttning med uendret rentebane

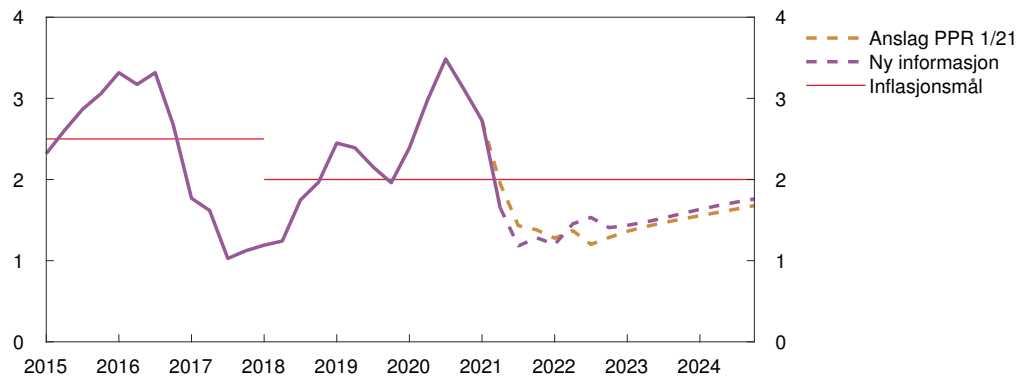
Anslag på produksjonsgapet. Betinget på ny informasjon om den økonomiske utviklingen og prognosen for styringsrenten fra PPR 1/21. Prosent



Kilde: Norges Bank

Figur 4.4 Litt høyere inflasjonsutsikter med uendret rentebane

KPI-JAE. Anslag betinget på ny informasjon om den økonomiske utviklingen og prognosen for styringsrenten fra PPR 1/21. Firekvartalersvekst. Prosent



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

i marsrapporten, se figur 4.4. Det som trekker prisveksten ned, er importert prisvekst, som har vært klart lavere enn anslått i forrige rapport. Det henger sammen med at effektene på importert prisvekst av kronesvekkelsen i fjor har blitt reversert raskere enn ventet. I anslagene med uendret rentebane bidrar i tillegg økte terminpriser på olje til en videre styrking av valutakursen, som mer enn oppveier effekten av økte prisimpulser fra utlandet. Samtidig vil høyere lønnsvekst enn i forrige rapport trekke innenlandsk prisvekst opp, som etter hvert også gir høyere samlet prisvekst. Samlet sett avtar prisveksten til ned mot 1,2 prosent i løpet av neste år når vi betinger på uendret rentebane. Videre utover i prognoseperioden øker prisveksten gradvis til noe under inflasjonsmålet.

Samlet tilsier anslagene fra den modelltekniske øvelsen at rentebanen kan heves. Det skyldes særlig den høyere kapasitetsutnyttningen, siden behovet for å understøtte vekst i produksjon og sysselsetting da blir mindre. At inflasjonen etter hvert blir litt høyere enn tidligere anslått, trekker i samme retning.

Styringsrenten øker fra høsten av

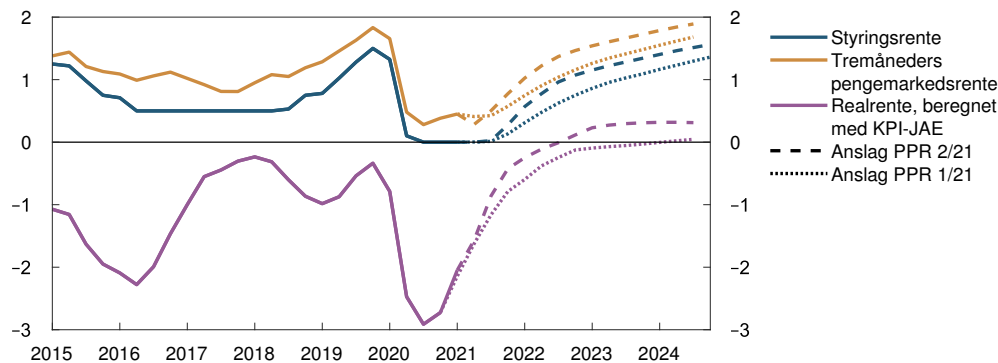
Komiteen vedtok å holde styringsrenten uendret på null prosent på rentemøtet 16. juni, men ser for seg at renten mest sannsynlig settes opp i september. I tråd med komiteens vurdering tilsier rentebanen at styringsrenten øker gradvis fra høsten av. Prognosen innebærer at renten heves videre de neste årene til i overkant av 1,5 prosent i løpet av 2024, se figur 4.5. Rentebanen innebærer en litt raskere renteoppgang enn i forrige rapport.

En høyere bane for styringsrenten og mindre endringer i anslagene for underliggende prisvekst tilsier at også realrenten i pengemarkedet anslås høyere enn i forrige rapport. Rentebanen innebærer fremdeles en ekspansiv pengepolitikk i noe tid fremover, men pengepolitikken blir tilnærmet nøytral utover i prognoseperioden.

En normalisering av styringsrenten reflekterer at den økonomiske aktiviteten er på vei tilbake til et normalt nivå. Gjennom 2021 venter vi at kapasitetsutnyttningen tiltar i takt med at vaksineringsen øker og smitteverntiltak fases ut. For å støtte oppgangen og redusere faren for at arbeidsledigheten fester seg på et høyt nivå, er det fortsatt behov for en ekspansiv pengepolitikk i noe tid fremover. Hensynet til å bringe inflasjonen raskere tilbake til målet trekker i samme retning. Behovet for en ekspansiv pengepolitikk blir mindre lenger frem i tid, etter hvert som gjeninnhenting etter pandemien får feste.

Figur 4.5 Ekspansiv pengepolitikk i noe tid fremover

Prosent



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

En normalisering av styringsrenten vil også bidra til å dempe boligprisveksten og etter hvert gjeldsveksten, og på den måten bidra til å motvirke oppbygging av finansielle ubalanser. Se nærmere omtale av finansielle ubalanser i kapittel 5.

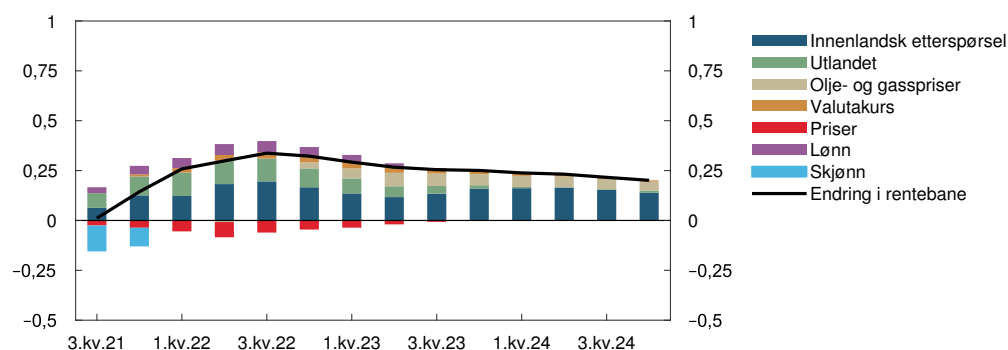
Rentebanen er vår prognose for styringsrenten de neste årene og uttrykker komiteens avveining mellom målene i pengepolitikken. Dersom de økonomiske utsiktene, risikobildet eller vurderingen av økonomiens virkemåte endrer seg, kan også renten bli en annen enn rentebanen indikerer. Vanligvis illustrerer vi usikkerheten som knytter seg til anslagene ved hjelp av usikkerhetsvifter basert på historiske prognosefeil eller estimerte sjokk i modellsystemet vårt. I dagens situasjon har vi færre holdepunkter for å tallfeste usikkerheten enn normalt. Siden utbruddet av pandemien har vi derfor presentert anslagene uten usikkerhetsvifter.

4.3 Faktorene bak endringer i rentebanen

De viktigste faktorene som har bidratt til endring i renteprognosen, er illustrert i renteregnskapet i figur 4.6. Søylene viser bidragene fra de ulike faktorene. Den svarte linjen viser den samlede endringen i rentebanen siden forrige rapport. Når vi utarbeider renteregnskapet, tar vi utgangspunkt i modellberegninger, men det er ingen mekanisk sammen-

Figur 4.6 Rentebanen trekkes mest opp av innenlandsk etterspørsel

Akkumulerte bidrag. Prosentenheter



Kilde: Norges Bank

heng mellom nyheter som avviker fra prognosene i forrige rapport og virkninger på den nye rentebanen.

Den viktigste årsaken til oppjusteringen av rentebanen er ny informasjon om *innenlandsk etterspørsel*, se mørkeblå søyler. Det knytter seg særlig til at vi venter sterkere gjeninnhenting i konsumet og høyere investeringer. I tillegg har regjeringen oppjustert anslaget på offentlig pengebruk siden forrige rapport.

Både spot- og terminprisene for olje har steget noe siden forrige rapport. I tillegg har både spot- og terminprisene på europeisk gass steget betydelig. Den viktigste effekten av høyere *olje- og gasspriser* er mer aktivitet i petroleumsrelatert virksomhet. Gjennomslaget til petroleumsinvesteringene er imidlertid mindre enn vanlig. Det skyldes at mye av potensialet for høyere investeringer allerede er tatt ut som følge av oljeskattepakken fra 2020. Høyere terminpriser utover i prognoseperioden løfter likevel petroleumsinvesteringene litt, og trekker i retning av en litt høyere rentebane, se beige søyler.

Sterkere vekst hos våre handelspartnere enn tidligere anslått, gir økt eksport fra Norge. I tillegg er det på kort sikt utsikter til høyere inflasjon i flere land, som isolert sett bidrar til høyere importert inflasjon også her hjemme. Endringene i faktorer knyttet til *utlandet* bidrar derfor til en litt høyere rentebane, se grønne søyler.

Utviklingen i *lønninger* bidrar også til en noe høyere rentebane, se lilla søyler. Det reflekterer at anslaget for lønnsveksten i 2021 er oppjustert mer enn hva utviklingen i kapasitetsutnyttningen skulle tilsi. Det vil trekke opp kostnadsveksten og etter hvert bidra til høyere innenlandsk prisvekst.

Importert prisvekst har avtatt raskere enn hva utviklingen i kronekurs og prisimpulser fra utlandet skulle tilsi. *Priser* trekker derfor rentebanen ned, se røde søyler.

Kronekursen er lite endret siden forrige rapport. Det er i tråd med hva vi la til grunn i marsrapporten, men kursen er ifølge modellen litt svakere enn hva utviklingen i rentedifferansen og oljeprisen skulle tilsi. Det bidrar til høyere importert prisvekst og noe sterkere utvikling i nettoeksporten, og trekker rentebanen litt opp, se oransje søyler.

Søylene for *skjønn* i renteregnskapet reflekterer komiteens beslutning om å holde renten uendret på møtet i juni, og gjør at rentebanen på kort sikt oppjusteres litt mindre enn nyheter alene skulle tilsi, se lyseblå søyler. Det gjenspeiler komiteens tidligere vurdering om at renten først skal heves når det er klare tegn til at forholdene i økonomien normaliseres.

Styringsrenten har ligget på null prosent i mer enn ett år. Samtidig har rene modellanslag for styringsrenten fra vår makroøkonomiske modell NEMO frem til nå indikert behov for en negativ rente i deler av anslagsperioden. I NEMO virker renten som normalt også ved svært lave og negative nivåer. Dette er en forenkling som ikke er realistisk, og som det er gode grunner til å overprøve. Det har vært komiteens vurdering at kostnadene ved å redusere styringsrenten under null prosent overstiger gevinstene. I denne rapporten indikerer heller ikke modellberegningene lenger behov for en negativ styringsrente. Det reflekterer først og fremst at de økonomiske utsiktene har bedret seg det siste året.

ANSLAGET PÅ NØYTRAL REALRENTE FREMDELES NÆR NULL

Den nøytrale realrenten er renten som i analyseapparatet er forenlig med en balansert utvikling i økonomien på mellomlang sikt. Siden kapital flyter på tvers av land, er den norske nøytrale realrenten nært knyttet til den globale. Den nøytrale realrenten er ikke observerbar, og må derfor beregnes. Anslagene er til hjelp for å vurdere hvorvidt pengepolitikken virker ekspansivt eller kontraktivt på økonomien.

Vi benytter både modell- og markedsbaserte metoder for å anslå den nøytrale realrenten, se Pengepolitisk rapport 3/20. Siden 2019 har vi anslått den nøytrale realrenten til å ligge nær null prosent. Siden utbruddet av koronapandemien har vi imidlertid ikke oppdatert de modellbaserte anslagene, siden store utslag blant annet i BNP i 2020 gjør det krevende å bruke modellapparatet. Vi ser derfor til utviklingen i markedsbaserte mål for å vurdere anslaget på nøytral realrente.¹

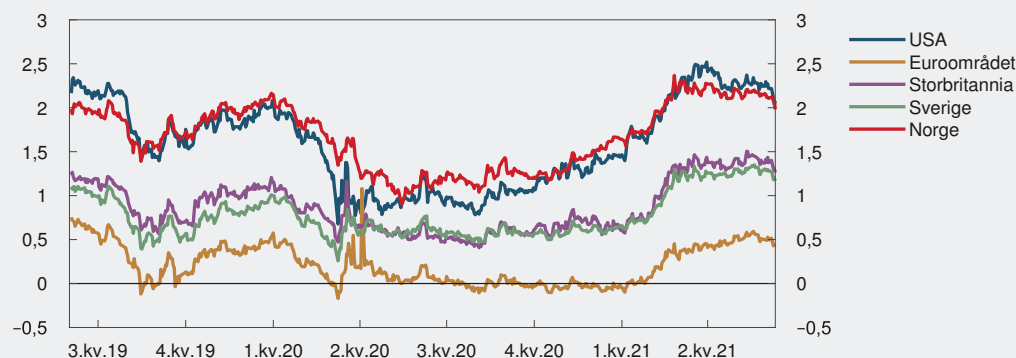
Figur 4.A viser utviklingen i femårsrenter om fem år basert på swaprenter for Norge og fire handelspartnere siden 2019. Frem til utbruddet av koronapandemien lå markedsbaserte forventninger til pengemarkedsrenten i Norge om fem til ti år nær 2 prosent. Antar vi at langsiktige inflasjonsforventninger ligger nær inflasjonsmålet på 2 prosent, indikerte det forventninger om en realrente i pengemarkedet nær null prosent, i tråd med våre modellbaserte anslag på nøytral realrente.

Renteutviklingen siden koronautbruddet tilsier samlet sett ingen endring i anslaget på nøytral realrente. Gjennom 2020 falt flere langsiktige markedsrenter betydelig, noe som på det meste kunne tilsi et anslag på nøytral realrente i Norge på -1 prosent. Dette snudde imidlertid i løpet av sist vinter, og langsiktige markedsrenter har i det siste ligget nær nivåene fra før pandemien. Markedsbaserte anslag på den nøytrale realrenten ligger igjen nær null prosent.

Anslaget på nøytral realrente vurderes med jevne mellomrom. Det er betydelig usikkerhet knyttet til både dagens nivå og utviklingen fremover. Nøytral realrente kan påvirkes blant annet av utviklingen i produktivitetsvekst, demografi, inntektsfordeling, størrelsen på offentlig gjeld samt mulige ettervirkninger av pandemien, som skift i forsiktighets-sparing og arbeidstilbud.

Figur 4.A Langsiktige renteforventninger tilbake til nivåene fra før pandemien

Femårsrenter om fem år basert på swaprenter. Prosent



Kilde: Bloomberg

¹ Vi legger til grunn at langsiktige markedsrenter er gode mål på langsiktige renteforventninger. Korrigeret for forventet inflasjon, vil de langsiktige rentene da uttrykke markedets anslag på den nøytrale realrenten.

MÅL OG AVVEIINGER I PENGEPOLITIKKEN

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

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

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

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

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

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

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

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

5 Finansiell stabilitet

– beslutningsgrunnlag for motsyklisk kapitalbuffer

Norges Banks komité for pengepolitikk og finansiell stabilitet har gitt Finansdepartementet råd om å øke kravet til motsyklisk kapitalbuffer til 1,5 prosent med virkning fra 30. juni 2022.¹

Motsyklisk kapitalbuffer skal gjøre bankene mer motstandsdyktige ved økonomiske tilbakeslag. Norske banker er lønnsomme, og vi venter at utlånstapene blir lavere i år enn i fjor. Kredittverdige foretak og husholdninger synes å ha god tilgang på kreditt. Norske banker er godt rustet til å oppfylle økt krav til motsyklisk kapitalbuffer og samtidig opprettholde kreditttilbudet.

Før reduksjonen i mars i fjor var kravet til motsyklisk kapitalbuffer 2,5 prosent med bakgrunn i at finansielle ubalanser hadde bygget seg opp over lengre tid. I løpet av koronapandemien har både prisene på næringseiendom og boligprisene økt markert, og kredittveksten til husholdningene har tiltatt. Den siste tiden har veksten i eiendomsprisene avtatt, og vi venter moderat vekst fremover. Vår vurdering er at finansielle ubalanser har økt noe det siste året. Både gjeld og eiendomspriser er på høye nivåer. Hensynet til finansielle ubalanser tilsier et høyere bufferkrav.

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

5.1 Tilgang på kreditt

Bankene har god kapasitet til å imøtekomme etterspørselen etter kreditt. I Norges Banks utlånsundersøkelse meldte bankene om uendret kredittpraksis overfor husholdninger og foretak i første kvartal, og de venter ingen endringer fremover. I obligasjonsmarkedet for foretak har utstedelsesvolumet vært høyt det siste halvåret, og risikopåslagene for de fleste næringene er nær nivåene fra før uroen tiltok i mars. I samme periode har bankenes utlånsvekst til foretak avtatt. Denne utviklingen kan delvis skyldes at ikke-finansielle foretak har god tilgang på markedsfinansiering til gunstige vilkår, se kapittel 2. Samlet synes kredittverdige foretak og husholdninger å ha god tilgang på kreditt.

5.2 Finansielle ubalanser

Før reduksjonen i mars 2020 var kravet til motsyklisk kapitalbuffer 2,5 prosent med bakgrunn i at finansielle ubalanser hadde bygget seg opp over lengre tid. Før utbruddet av pandemien var det vår vurdering at ubalansene ikke lenger bygget seg opp, og det var enkelte tegn til at de avtok. Veksten i eiendomsprisene hadde vært moderat i flere

¹ Se brev fra Norges Bank til Finansdepartementet 16. juni 2021.

RAMMEVERK FOR RÅD OM MOTSYKLISK KAPITALBUFFER

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

år, og gjeldsbelastningen hadde flatet ut. I løpet av koronapandemien har boligprisene økt markert, og kredittveksten til husholdningene har tiltatt. Boligpriser målt i forhold til husholdningenes disponible inntekt var i første kvartal 2021 høyere enn toppen i 2017. Prisene på næringseiendom falt betydelig i første halvår i fjor, men fallet ble mer enn hentet inn i andre halvår. Den siste tiden har veksten i eiendomsprisene avtatt, og vi venter moderat vekst fremover. Vår vurdering er at finansielle ubalanser har økt noe det siste året. Både gjeld og eiendomspriser er på høye nivåer. Hensynet til finansielle ubalanser tilsier et høyere bufferkrav.

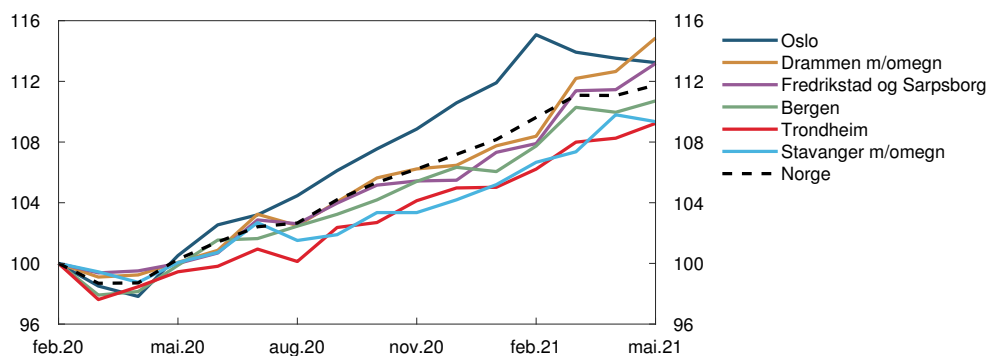
Tegn til avdemping i boligmarkedet

Den sterke boligprisveksten under pandemien har økt sårbarheten i boligmarkedet. Boligprisene utviklet seg svakt i mars og april i fjor, før de tok seg raskt opp igjen, se figur 5.1. Siden mai i fjor og frem til mars i år har boligprisveksten vært høy. Den sterke boligprisveksten har vært bredt basert over landet, og sterkest i Oslo og nærliggende byer. Veksten skyldes i hovedsak lave boliglånsrenter, se ramme på side 42, og at boligkjøpere trolig har ønsket å bruke en større andel av inntekten på bolig, blant annet fordi bruk av hjemmekontor har økt og forbruksmulighetene ellers har vært begrensede. Omsetningen av bruktboliger har vært historisk høy gjennom koronapandemien, mens tilbudet har vært nokså stabilt, se figur 5.2. Det har ført til at beholdningen av usolgte boliger har avtatt markert. Høy etterspørsel og få tilgjengelige boliger har bidratt til et betydelig press i boligmarkedet.

Siden mars i år har tilbudet av bruktboliger tatt seg betydelig opp. I samme periode har boligprisveksten avtatt. Blant de største byene har avdempingen så langt vært klart sterkest i Oslo, der sesongjusterte priser har falt tre måneder på rad. En analyse av

Figur 5.1 Økt press i boligmarkedet under pandemien

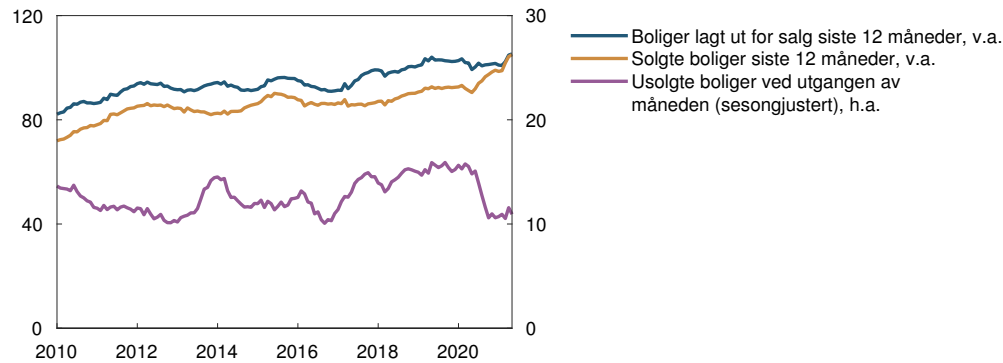
Boligpriser. Sesongjustert. Indeks. Februar 2020 = 100



Kilder: Eiendom Norge, Eiendomsverdi og Finn.no

Figur 5.2 Høy aktivitet i bruktboligmarkedet

Bruktboliger. Antall i tusen



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

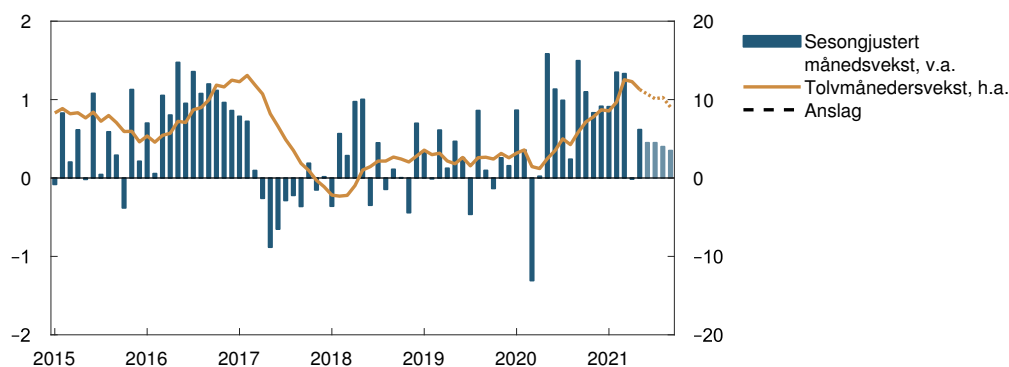
boligtransaksjoner basert på data fra Kartverket viser sterkere prisvekst i områdene like utenfor Oslo enn i Oslo under pandemien. Resultatene indikerer også en etterspørselsvridning fra større leiligheter til eneboliger. Dette kan blant annet skyldes at utstrakt bruk av hjemmekontor har økt behovet for mer plass, samtidig som ulempen ved å bo lenger unna arbeidsstedet oppleves som mindre, se ramme på side 62.

Antall nye boliger lagt ut for salg og omsetningen av nye boliger har tatt seg markert opp siden i fjor sommer. Antall usolgte boliger har avtatt fra et høyt nivå det siste året, og det er boliger under bygging som har bidratt mest til nedgangen. Færre usolgte boliger og lettelse i smitteverntiltak vil trolig føre til at flere boligprosjekter legges ut for salg fremover, og vi venter at et høyt nyboligsalg vil bidra til å øke boligbyggingen, se også kapittel 3.1.

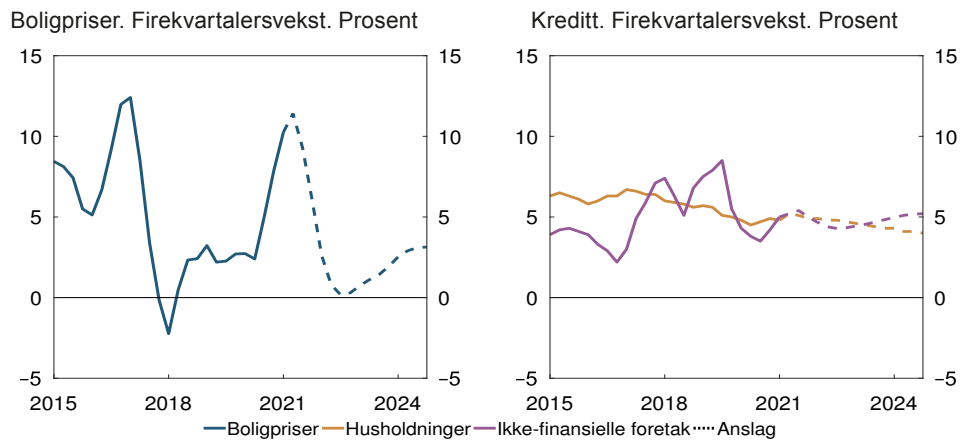
Den nærmeste tiden venter vi fortsatt høy boligprisvekst, se figur 5.3, men noe lavere enn anslått i forrige rapport som følge av avdempingen vi har sett i boligmarkedet de siste par månedene. At vi nå legger til grunn en sterkere virkning av renten på boligprisene enn tidligere, trekker anslagene i samme retning. De neste årene anslår vi nokså lav prisvekst, se figur 5.4 og tabell 3 i vedlegget. Det skyldes gradvis økte utlånsrenter, en normalisering av husholdningenes forbruksmønster og økt boligbygging.

Figur 5.3 Moderat vekst i boligpriser fremover

Boligpriser. Prosent



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

Figur 5.4 Moderat vekst i boligpriser og kreditt på lang sikt

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

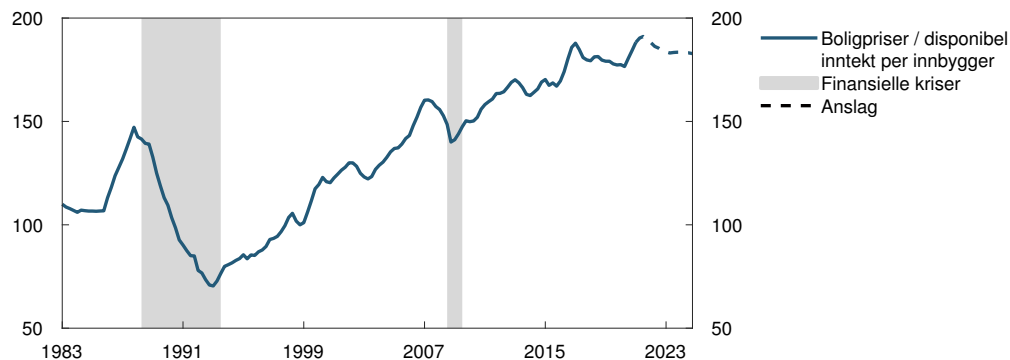
Boligprisene er på et høyt nivå etter å ha vokst mer enn husholdningenes inntekter over lang tid, se figur 5.5. Våre analyser indikerer at utviklingen i renter og inntekt kan forklare det meste av boligprisveksten de siste 20 årene.² Fra 2017 og frem til mai i fjor var prisveksten moderat og lavere enn inntektsveksten. Under pandemien har boligprisene utviklet seg sterkere enn det den historiske sammenhengen mellom boligpriser, rente og inntekt skulle tilsi,³ og i første kvartal i år var boligprisene målt i forhold til husholdningenes inntekter høyere enn det tidligere toppnivået i 2017.

Husholdningenes gjeldsbelastning øker noe fremover

Husholdningenes gjeldsbelastning er på et høyt nivå etter å ha vokst mye over lengre tid, se figur 5.6. Renteoppgangen i 2018–2019 og myndighetenes tiltak for å begrense gjeldsopptak bidro til gradvis lavere kredittvekst til husholdninger, og i 2019 flatet gjeldsbelastningen ut. Gjeldsbelastningen har også hatt en flat utvikling gjennom pandemien.

Figur 5.5 Boligprisene øker mer enn inntektene

Indeks. 4. kv. 1998 = 100



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

² Se Ingholt, M.M. og S. Mæhlum (2020) «Boligprisboble i Norge?». Innlegg publisert på *Bankplassen blogg* 24. september 2020. Norges Bank.

³ Se *Pengepolitisk rapport* 1/21 side 49.

SÅRBARHETER I HUSHOLDNINGSEKTOREN

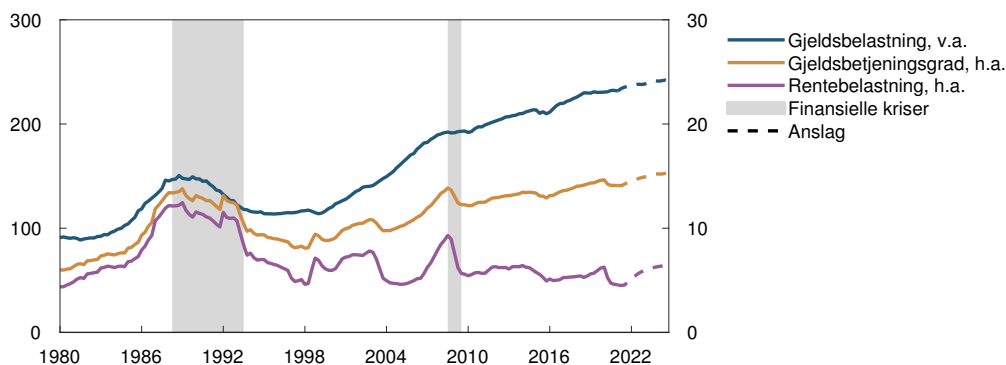
Høy gjeld og høye boligpriser er de viktigste sårbarhetene i husholdningssektoren, se omtale i *Finansiell stabilitet 2020*. Husholdningenes gjeld er dominert av lån med pant i bolig, og gjeldsutviklingen er nært knyttet til utviklingen i boligpriser. Store og brå fall i boligpriser kan derfor markert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

Høy gjeld i forhold til disponibel inntekt gjør at husholdningene også er 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 innstramming 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.

I april var tolv månedersveksten i kreditt til husholdninger 5,0 prosent. Vi venter at den høye aktiviteten i boligmarkedet på nyåret vil løfte kredittveksten frem mot sommeren, før veksten avtar noe gjennom prognoseperioden (se figur 5.4 og tabell 3 i vedlegget). Vi legger til grunn at kredittveksten i husholdningene vil være høyere enn inntektsveksten de nærmeste årene, slik at gjeldsbelastningen øker noe (se figur 5.6). Det høye gjeldsnivået og gradvis økte utlånsrenter gjør at renter og gjeldsavdrag vil utgjøre en større andel av inntekten til husholdningene fremover. Samtidig har begrensede forbruksmuligheter og større usikkerhet om fremtiden ført til høyere sparing hos mange husholdninger under pandemien (se kapittel 3.1). Om lag to tredjedeler av sparingen i 2020 har vært finanssparing, og bankinnskudd utgjør en betydelig andel av dette. Videre har høy boligprisvekst økt egenkapitalen i bolig for mange. Så langt ser vi ikke tegn til at den økte sparingen har resultert i at husholdningene betaler ned mer på boliglånene sine.⁴ Dette kan skyldes at det ikke nødvendigvis er husholdninger med høy gjeld som har økt sparingen. For de som har økt innskuddene sine, kan det også skyldes at gevinsten av å nedbetale gjeld fremfor å holde bankinnskudd, som avhenger av differansen mellom boliglåns- og innskuddsrenten, har falt under pandemien.

Figur 5.6 Høyere gjeldsbelastning fremover

Prosent



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

⁴ Bankene i Norges Banks utlånsundersøkelse for første kvartal 2021 rapporterer at boliglånkunder ikke har benyttet det siste året til å betale ned mer på boliglånene sine.

Fastlandsforetakenes gjeld har vokst i takt med verdiskapingen de siste ti årene. Veksten i foretakenes innenlandske kreditt falt fra høsten 2019 og gjennom store deler av 2020 (se figur 5.4). Fra fjerde kvartal 2020 har veksten imidlertid tatt seg opp, og i april var tolv månedersveksten i kreditt til foretak 5,1 prosent. Det var utstedelser av obligasjonslån som trakk veksten opp, og veksten var bredt basert over alle næringer.

Utviklingen i foretakenes kredittvekst henger i stor grad sammen med utviklingen i foretaksinvesteringene. I tråd med økte investeringer venter vi at foretakenes kredittvekst fortsetter å øke det neste halvåret (se figur 5.4). Deretter anslår vi at veksten avtar noe gjennom 2022. Vi venter så at veksten tar seg opp igjen i takt med en økning i investeringer knyttet til klima- og energiomstillingen, se ramme på side 39.

Utfliating av prisene på næringseiendom fremover

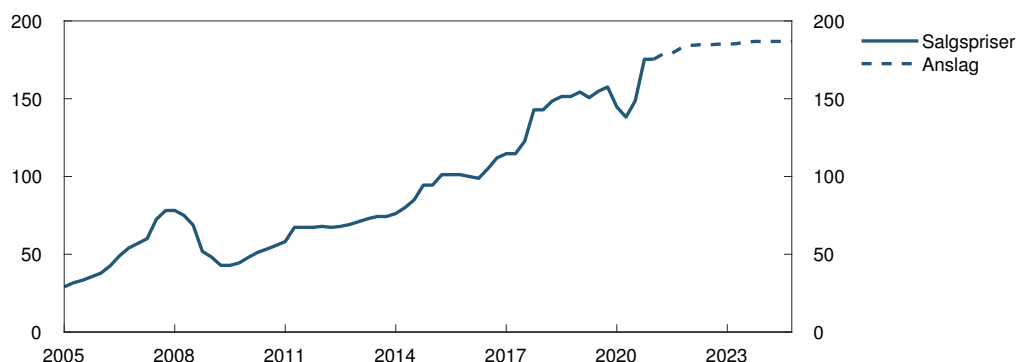
Salgsprisene for prestisjelokaler i Oslo steg lenge, og før koronapandemien var de på et høyt nivå, se figur 5.7. Salgsprisene falt i første halvår i fjor, men fallet ble mer enn hentet inn i andre halvår. I første kvartal i år var leie- og salgspriser uendret. Salgsprisene er nå 11 prosent høyere enn før pandemien.

Salgsprisene på næringseiendom beregnes som leiepriser delt på et avkastningskrav.⁵ Den kraftige økningen i salgsprisene i fjerde kvartal bør ses i sammenheng med de oppløftende vaksinenyhetene som kom på slutten av fjoråret. Risikopremien har falt betydelig de siste tre kvartalene, og selv om langsiktige renter steg i samme periode, se kapittel 2.1, falt avkastningskravet. Risikopremien er noe høyere enn før pandemien, se figur 5.8, men på et lavt nivå sammenlignet med andre europeiske byer.

Utviklingen står i kontrast til tidligere kriser, hvor prisene har falt kraftig. Under finanskrisen i 2008 økte risikopremiene betydelig, og leieprisene falt markert. Våre analyser viser at leiepriser i stor grad har utviklet seg i tråd med realøkonomiske forhold over tid, og at sysselsettingen i Oslo kan forklare mesteparten av leieprisveksten.⁶ Leieprisene falt i første halvår i fjor, men fallet ble hentet inn i andre halvår. Under koronapandemien har utviklingen i leieprisene vært sterkere enn det historiske sammenhenger basert på aggregerte størrelser skulle tilsi. Samtidig har sysselsettingen i bransjer som typisk leier prestisjelokaler, som foretak innen juridiske tjenester, konsulentvirksomhet og finans,

Figur 5.7 Utfliating av prisene på næringseiendom fremover

Salgspriser på næringseiendom. Tusen kroner per kvadratmeter



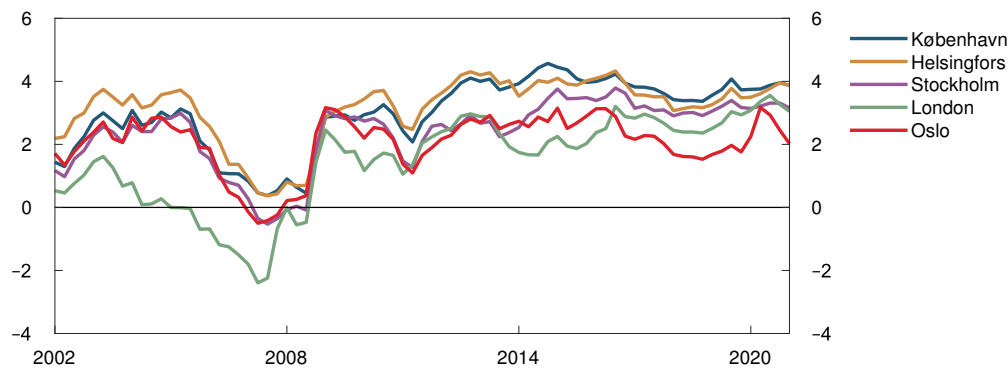
Kilder: CBRE og Norges Bank

⁵ Avkastningskravet reflekterer avkastning på alternative investeringer med lik risiko, og det er vanlig å dele opp avkastningskravet i risikofri rente og risikopremie. Siden avkastningskravet beregnes som salgspriser over leiepriser i inneværende periode, påvirkes det også av forventet vekst i leieprisene.

⁶ Se Bjørland, C. og M. Hagen (2019) «What drives office rents?». Staff Memo 12/2019. Norges Bank.

Figur 5.8 Risikopremien er lav i Oslo

Avkastningskrav (yield) fratrukket femårs swaprente. Prosentenheter



Kilder: CBRE og Datastream

utviklet seg mer positivt enn under tidligere kriser. Dersom vi tar hensyn til dette i våre beregninger, finner vi at utviklingen i leieprisene har vært mer i tråd med realøkonomiske forhold.

Vi venter at bankenes utlånstap til næringseiendom vil være begrenset fremover. Leieprisene vil trolig øke noe i takt med gjeninnhenting i økonomien, og vi venter at avkastningskravet skal ta seg opp som følge av økte lange renter. Anslagene tilsier utflating av salgsprisene på næringseiendom fremover (se figur 5.7). Samtidig er nedside-risikoen knyttet til prisanslagene høyere enn normalt. Dersom koronapandemien fører til strukturelle endringer, som permanent økt bruk av hjemmekontor, kan etterspørselen etter kontorareal bli redusert. Da øker risikoen for en betydelig reduksjon i leie- og salgsprisene. Lavere nivå på leieprisene vil over tid redusere næringseiendomsforetakenes gjeldsbetjeningsevne, men sterk prisvekst har økt foretakenes egenkapitalandel de siste årene, og de står dermed bedre rustet ved prisfall.

5.3 Bankene

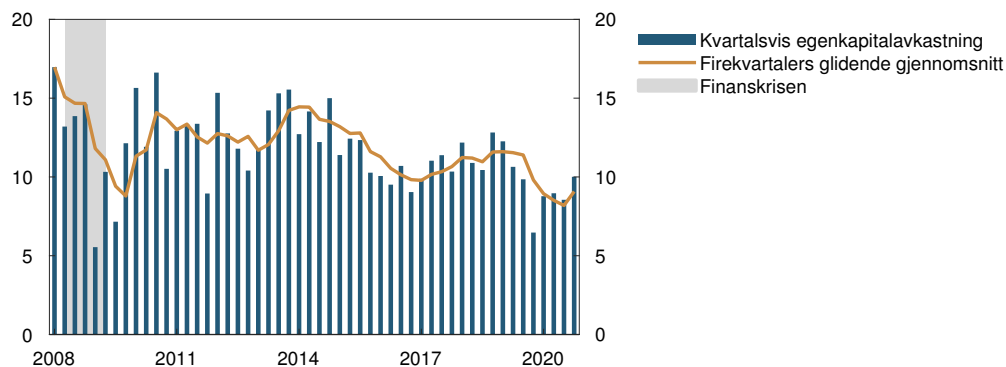
Norske banker er lønnsomme. Fra fjerde kvartal i fjor til første kvartal i år økte egenkapitalavkastningen markert til 10 prosent, se figur 5.9. Oppgangen skyldes hovedsakelig en betydelig nedgang i tap på utlån. Bankene venter at avkastningen vil øke videre i årene fremover som følge av høyere rentemargin⁷, normaliserte utlånstap og fortsatt kostnadseffektivisering.

⁷ Rentemarginen er utlånsrenten fratrukket innskuddsrenten.

SÅRBARHETER I NÆRINGSEIENDOM

Høye næringseiendomspriser er en viktig sårbarhet i det finansielle systemet, se omtale i *Finansiell stabilitet 2020*. Innen næringseiendom er kontormarkedet særlig viktig for finansiell stabilitet siden bankene har betydelige utlån til dette segmentet. En relativt stor andel av kontormassen ligger i Oslo, og salgsprisene for de mest attraktive kontorlokaler (prestisjelokaler) i Oslo benyttes derfor som en viktig indikator for denne sårbarheten.

Figur 5.9 Markert forbedring i bankenes lønnsomhet
Egenkapitalavkastning. Annualisert. Prosent

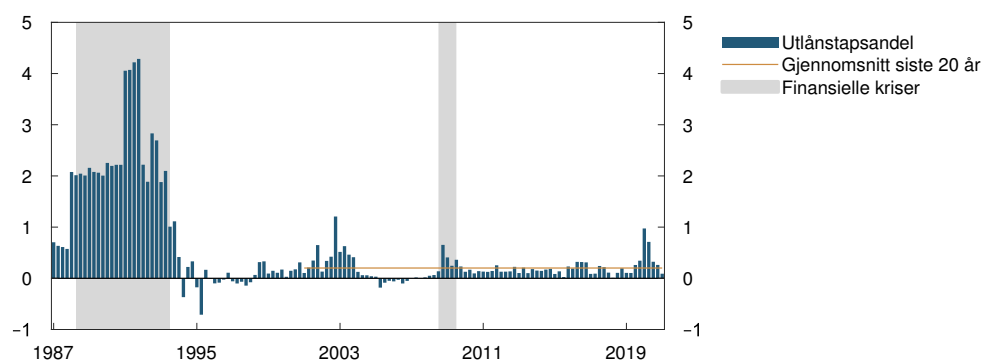


Kilder: SNL / S&P MI og Norges Bank

Utbyttebegrensninger har trukket opp egenkapitalen under pandemien og har dermed bidratt til å trekke ned egenkapitalavkastningen. Finansdepartementet har anbefalt at norske banker begrenser utbyttebetalinger frem til utgangen av september, og alle de store bankene har foreslått utbyttebetalinger i tråd med anbefalingen.

Bankenes utlånstap økte markert i første kvartal i fjor, men avtok gjennom året. For fjoråret sett under ett utgjorde tapene 0,6 prosent av samlede utlån. Bankenes utlånstapsandel har gradvis avtatt fra 1,0 prosent i første kvartal i fjor til 0,1 prosent i første kvartal i år, se figur 5.10. For de store bankene har tapene avtatt enda mer. Flertallet av de store bankene har tilbakeført deler av tidligere nedskrivninger, og samtlige banker har minst halvert tapene fra fjerde kvartal. Tapene i første kvartal var noe lavere enn hva både vi og markedsaktørene ventet. Bankenes oppjustering av anslag for den makroøkonomiske utviklingen er trolig en viktig årsak til reduksjonen i tapene. I tillegg er oljeprisen nå på om lag samme nivå som før pandemien, noe som bidrar til å dempe bankenes tapsrisiko innen oljerelaterte næringer. Videre viser en ny analyse fra Norges Bank at bankene har beskjedne eksponeringer mot foretak som har fått utsatt merverdiavgift.⁸ Bankenes tapspotensial ved en avvikling av denne ordningen, som kan gi slike

Figur 5.10 Lave utlånstap i første kvartal
Utlånstap som andel av utlån. Annualisert. Prosent

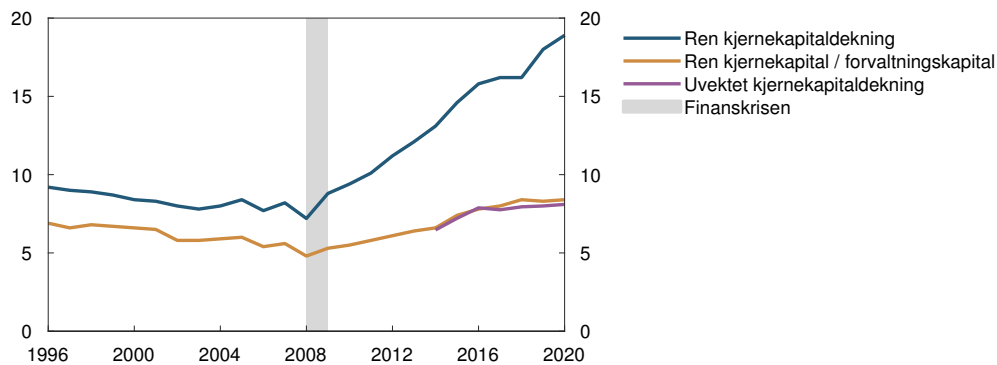


Kilde: Norges Bank

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

Figur 5.11 Bankenes kapitaldekning har økt under pandemien

Alle norske banker. Prosent



Kilde: Finanstilsynet

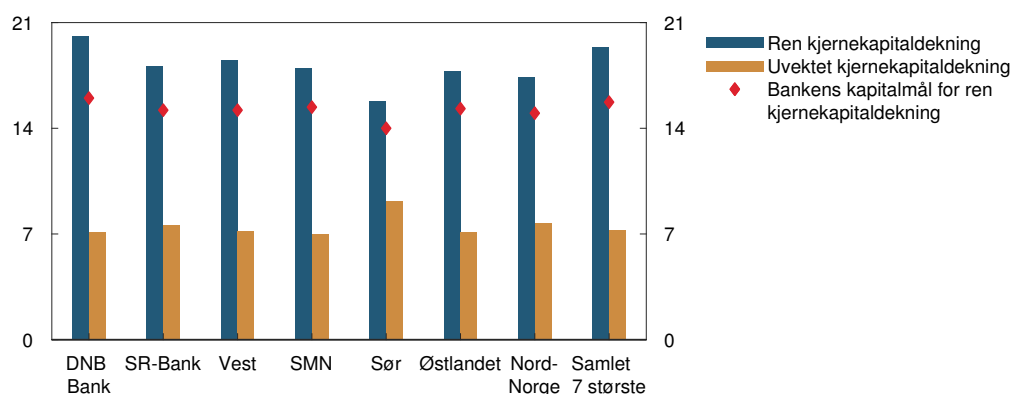
foretak utfordringer, er derfor begrenset. Enkelte næringer, som reiseliv og personlig tjenesteyting, har hatt betydelige omsetningsfall under pandemien. Konkursansynligheten i disse næringene har derfor økt. Disse næringene står imidlertid for en liten andel av de samlede foretakslånene.⁹

Vi venter at tapene på lån til foretak i år og neste år vil bli lavere enn i 2020, men høyere enn gjennomsnittet de siste 20 årene. Det er fremdeles større usikkerhet om bankenes tap fremover enn normalt.

Ren kjernekapitaldekning har økt betydelig for norske banker under pandemien, se figur 5.11. Den rene kjernekapitaldekningen for norske banker samlet¹⁰ økte med 0,9 prosentenheter fra utgangen av 2019 til utgangen av 2020, og for de syv største bankene var økningen på 1,5 prosentenheter i samme periode. Oppgangen kan i hovedsak forklares av økt ren kjernekapital som følge av tilbakeholdt utbytte og god inntjening. De største bankene oppfyller kapitalmålene med god margin, se figur 5.12. Bankene ligger også godt over kravet til uvektet kjernekapitaldekning. Nye kapitalkravsregler (CRR2) vil tre

Figur 5.12 Bankene har god margin til kapitalmålene

Største norskeide bankkonsern. Prosent



Kilder: Bankkonsernernes kvartalsrapporter og Norges Bank

⁹ Se Hjelseth, I.N., H. Solheim og B.H. Vatne (2021) «Myndighetenes støtteordninger under koronapandemien har dempet kredittrisikoen i foretakene». Staff Memo 3/2021. Norges Bank.

¹⁰ Beregnet som vektet gjennomsnitt av bankene.

kraft i EU fra juni 2021, og trolig i Norge i løpet av året. De nye reglene gir reduserte risikovekter for utlån til små og mellomstore bedrifter¹¹ og utlån til infrastrukturprosjekter.¹² Det vil medføre en reduksjon i beregningsgrunnlaget for de fleste bankene, og dermed økt kapitaldekning for en gitt egenkapital.¹³

Motsyklisk kapitalbuffer skal gjøre bankene mer motstandsdyktige ved tilbakeslag. Lønnsomheten og marginen til kapitalkravene tilsier at bankene er godt rustet til å oppfylle økt krav til motsyklisk kapitalbuffer uten å måtte stramme inn på kredittpraksisen.¹⁴

11 Den eksisterende rabatten på 23,81 prosent utvides til å gjelde for engasjementer opptil 2,5 millioner euro, og i tillegg innføres det en ny og mindre SMB-rabatt på 15 prosent for engasjementer over 2,5 millioner euro.

12 Den nye kapitalkravsrabatten for investeringer i infrastrukturprosjekter som tilfredsstiller visse krav til risiko og forutsigbarhet for fremtidige kontantstrømmer, er på 25 prosent.

13 Anslag fra markedsaktører indikerer at ren kjernekapitaldekning vil øke fra 0,3 til 0,8 prosentenheter for større banker. Banker som benytter standardmetode for kredittrisiko, vil få størst økning i kapitaldekningen.

14 Dette gjelder også når man hensyntar foreslåtte utbytter.

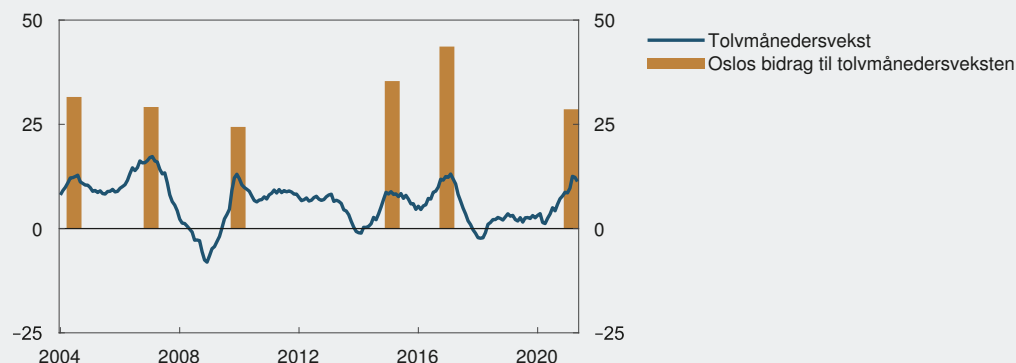
ØKT ETTERSPORSEL ETTER STØRRE BOLIGER I OSLO-OMRÅDET I 2020

I løpet av koronapandemien har boligprisene økt markert, spesielt i Oslo-området. Det er vanlig at boligprisene stiger mer i Oslo enn ellers i landet i perioder med høy prisvekst. Sammenlignet med 2016, som var forrige periode med høy boligprisvekst, var imidlertid Oslos bidrag til samlet nasjonal boligprisvekst lavere i 2020, se figur 5.A. Oslos bidrag til samlet prisvekst i fjor var nokså likt snittet fra tidligere perioder med høy boligprisvekst.

Den sterke boligprisveksten gjennom pandemien skyldes i hovedsak lave boliglånsrenter, se ramme på side 42, og at boligkjøpere trolig ønsker å bruke en større andel av inntekten på bolig, blant annet fordi bruk av hjemmekontor har økt og forbruksmulighetene ellers har vært begrensede. Lavere rente kan også være noe av årsaken til at prisveksten har vært sterkere i Oslo. Empiriske modeller viser at renteendringer historisk sett har større effekt på boligprisene i Oslo enn ellers i landet.¹ Det kan blant annet skyldes at boligtilbudet er mer begrenset i Oslo, slik at prisøkningen blir større ved økt etterspørsel.

En ny analyse fra Norges Bank basert på tinglyste boligomsetninger registrert i Kartverket tyder på at det i løpet av pandemien har blitt mer attraktivt å bo i større boliger.² Denne vridningen er særlig synlig i Oslo-området. Når vi ser nærmere på boligprisutviklingen rundt Oslo, finner vi at boligprisveksten i 2020 var høyest i mindre sentrumsnære områder, som Søndre Nordstrand, Lillestrøm, Rælingen og Lørenskog, se figur 5.B. Samlet prisvekst i områdene rundt Oslo var 5,5 prosent i 2020, mot 4,3 prosent i Oslo kommune.³ Omsetningsveksten fra 2019 til 2020 var også sterkest utenfor Oslo kommune. Spesielt høy omsetningsvekst var det i Lørenskog og på Lillestrøm. Kombinasjonen av høy prisvekst og høy omsetningsvekst tyder på økt etterspørsel etter boliger i disse områdene.

Figur 5.A Oslos bidrag til boligprisveksten er ikke unormalt høyt under pandemien
Boligpriser. Tolv månedersvekst i Norge og Oslos bidrag under perioder med høy boligprisvekst. Prosent

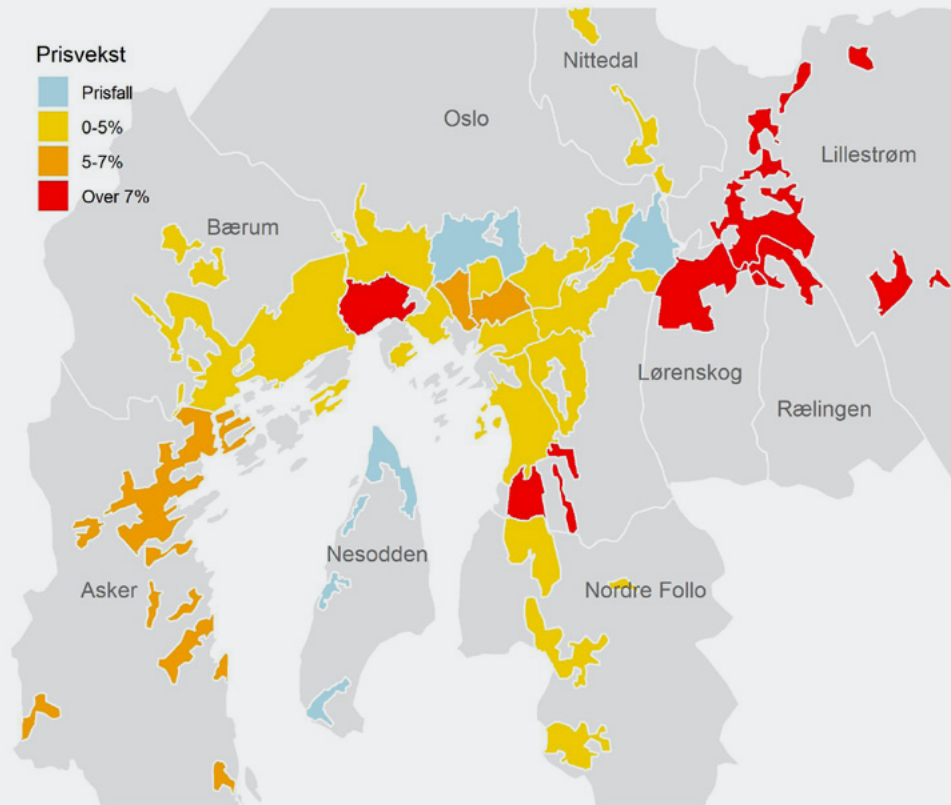


Kilder: Eiendom Norge og Norges Bank

- 1 Se Lindquist, K.-G., S. Mæhlum, B.H. Vatne og E.G. Wold (2021) «Boligmarkedet i pandemiåret 2020». *Staff Memo 6/2021*. Norges Bank, Hov, M.G. (2021) «Boligmarkedet under koronakrisen: Lav rente som katalysator». Norwegian Housing Market Watch og Midtgaard, S. (2019) «Monetary Policy and Norwegian Housing Prices: An Empirical Analysis». Masteroppgave. Universitetet i Oslo.
- 2 Se Lindquist, K.-G., S. Mæhlum, B.H. Vatne og E.G. Wold (2021) «Boligmarkedet under pandemiåret 2020». *Staff Memo 6/2021*. Norges Bank.
- 3 Områdene rundt Oslo inkluderer Rælingen, Lillestrøm, Nordre Follo, Lørenskog, Nesodden, Nittedal, Asker og Bærum, se figur 5.B.

Figur 5.B Høyere prisvekst i områdene rundt Oslo

Vekst i gjennomsnittlig omsetningsbeløp. Etter delområde. Årsvekst fra 2019 til 2020



Kilder: Kartverket og Norges Bank

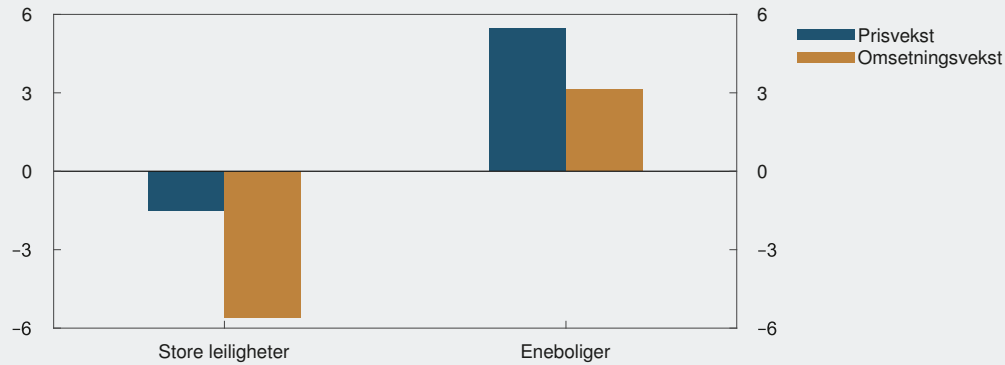
Boligene omsatt i områdene rundt Oslo er typisk større enn i Oslo kommune. Høy prisvekst og omsetning utenfor Oslo kan derfor indikere vridninger i folks boligpreferanser i retning av et ønske om større plass. I 2020 var det også netto utflytting fra Oslo for første gang på tjuå år. Dette skyldes særlig høy utflytting mot slutten av fjoråret, og økningen i antall utflyttere har fortsatt i første kvartal i år. De fleste som flytter ut av Oslo kommune, flytter til nærliggende kommuner.

Vi ser også tegn til endring i boligetterspørselen innad i Oslo kommune i form av en vridning fra større leiligheter til eneboliger. I den første nedstengingsperioden i fjor vår falt både gjennomsnittspris og antall omsetninger for leiligheter, samtidig som gjennomsnittspris og antall omsetninger for eneboliger økte. Videre finner vi at prisfallet for leiligheter utelukkende er drevet av de største leilighetene på over 80 kvadratmeter, og at det også er for denne gruppen at omsetningsfallet er størst.

På tross av høyere prisvekst mot slutten av fjoråret, var det både prisfall og omsetningsfall for de største leilighetene i Oslo i 2020 sett under ett, se figur 5.C. For eneboliger var prisveksten noe mer moderat i andre halvdel av 2020, mens den høye omsetningsveksten vedvarte. I sum var det sterk vekst i både gjennomsnittlig pris og antall omsetninger for eneboliger i Oslo i fjor.

Figur 5.C Økt etterspørsel etter eneboliger i Oslo

Gjennomsnittlig omsetningsbeløp og antall omsetninger i Oslo. Årsvekst fra 2019 til 2020. Prosent



Kilder: Kartverket og Norges Bank

Etterspørselsvridningene kan skyldes et ønske om mer plass under koronapandemien eller være del av en langsiktig trend. Vi finner lite støtte for at vridningene gjenspeiler en slik trend.⁴ Vridningene kan også skyldes noe mer konjunkturt, som at boligkjøpere kjøper større bolig når det er særlig høy aktivitet i boligmarkedet. Når vi sammenligner med forrige oppgangssperiode i boligmarkedet i 2016, ser vi noe av den samme utviklingen som nå, i form av lav netto innflytting til Oslo og relativt sterk prisvekst på eneboliger i hovedstaden. Utflyttingen fra Oslo er imidlertid sterkere nå, og etterspørselsvridningen fra store leiligheter til eneboliger er klart mer markert.

Funnene indikerer at koronapandemien kan ha endret folks boligpreferanser noe og gjort det mer attraktivt å bo i større boliger lengre fra sentrum. Dette kan blant annet skyldes at utstrakt bruk av hjemmekontor har økt behovet for mer plass, samtidig som ulempen ved å bo lenger unna arbeidsstedet oppleves som mindre.

⁴ Over de siste ti årene har samlet prisvekst på eneboliger og leiligheter vært nokså lik, mens det har vært høyest vekst i omsetningen av leiligheter, både i Oslo og landet ellers.

Vedlegg

Tabeller med detaljerte anslag

Tabell 1 Internasjonale anslag

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

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

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

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

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

5 Målt i utenlandsk valuta. Inkludert vridningseffekter.

Kilder: IMF, Refinitiv Datastream og Norges Bank

Tabell 2a Konsumpriser. Tolvmånedersvekst. Prosent

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

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

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

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

Kilder: Kvartalsvis nasjonalregnskap fra Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

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

	2021						
	mar	apr	mai	jun	jul	aug	sep
Faktisk	-0,4	0,3					
Anslag PPR 1/21	-0,6	0,2	1,1	0,8			
Anslag PPR 2/21			0,8	0,9	1,3	1,2	0,7

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

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

	2021						
	mar	apr	mai	jun	jul	aug	sep
Faktisk	4,0	4,0	3,5				
Anslag PPR 1/21	3,9	3,8	3,6	3,4			
Anslag PPR 2/21				3,2	3,0	2,9	2,8

Kilder: NAV og Norges Bank

Tabell 3 Anslag på makroøkonomiske hovedstørrelser

Endring i anslag fra Pengepolitisk rapport 1/21 i parentes	Mrd.kr. 2020	Prosentvis endring fra foregående år (der annet ikke fremgår)				
		2020	2021	2022	2023	2024
Priser og lønninger						
KPI		1,3	2,8 (0,0)	1,1 (0,0)	1,3 (-0,2)	1,6 (-0,1)
KPI-JAE		3,0	1,7 (-0,2)	1,3 (0,0)	1,4 (0,0)	1,6 (0,0)
Årslønn		3,1	2,8 (0,4)	2,9 (0,3)	3,1 (0,1)	3,3 (0,0)
Realøkonomi¹						
Bruttonasjonalprodukt (BNP)	3404	-1,3	2,9 (-0,9)	3,6 (0,2)	1,2 (0,0)	1,0 (0,0)
BNP for Fastlands-Norge	3037	-3,1	3,8 (0,0)	4,1 (0,7)	1,0 (-0,1)	1,0 (-0,1)
Produksjonsgap for Fastlands-Norge (nivå)		-2,9	-1,2 (0,3)	1,0 (0,6)	0,9 (0,5)	0,7 (0,4)
Sysselsetting, personer, KNR		-1,3	0,5 (0,2)	2,2 (0,2)	0,5 (-0,2)	0,4 (0,0)
Registrert ledighet (rate, nivå)		5,0	3,3 (-0,1)	2,3 (-0,1)	2,2 (-0,2)	2,3 (-0,1)
Etterspørsel¹						
Etterspørsel fra Fastlands-Norge	3124	-4,1	3,0 (-0,4)	5,5 (0,4)	2,2 (0,0)	0,5 (0,1)
- Husholdningenes konsum	1497	-7,3	3,2 (-0,9)	10,1 (1,1)	3,2 (0,0)	2,1 (-0,2)
- Foretaksinvesteringer	313	-6,1	0,2 (1,3)	2,6 (-0,7)	5,8 (1,3)	6,5 (1,9)
- Boliginvesteringer	191	-4,0	4,6 (-0,6)	2,6 (-1,8)	0,6 (-1,4)	1,1 (-0,3)
- Offentlig etterspørsel	1122	1,2	3,3 (0,0)	0,6 (0,3)	0,0 (-0,1)	0,6 (0,5)
Petroleumsinvesteringer	181	-4,1	-2,0 (2,0)	-6,0 (-1,0)	10,0 (0,0)	8,0 (0,0)
Eksport fra Fastlands-Norge	639	-7,8	4,5 (0,4)	6,2 (-0,5)	2,9 (-0,6)	2,6 (-0,5)
Import	1127	-12	0,9 (-4,1)	10,7 (2,2)	5,6 (0,3)	4,8 (0,4)
Boligpriser og gjeld						
Boligpriser		4,5	9,2 (-0,9)	1,0 (-2,0)	1,3 (0,1)	2,9 (0,7)
Kreditt til husholdningene (K2)		4,9	4,9 (-0,1)	4,7 (-0,2)	4,3 (-0,4)	4,0 (-0,3)
Renter, valutakurs og oljepris						
Styrringsrente (nivå)		0,4	0,1 (0,1)	0,8 (0,3)	1,3 (0,3)	1,5 (0,2)
Importveid valutakurs (I-44) (nivå)		115	106,9 (-0,4)	104,4 (-2,0)	103,7 (-2,8)	103,5 (-2,7)
Pengemarkedsrente hos handelspartnere (nivå)		0,0	-0,2 (0,0)	-0,2 (-0,1)	0,0 (-0,1)	0,3 (-0,1)
Oljepris Brent Blend. USD per fat		41,8	68,0 (2,4)	67,8 (5,6)	64,2 (5,2)	61,8 (4,9)
Husholdningenes inntekt og sparing¹						
Disponibel realinntekt utenom aksjeutbytte		3,3	0,8 (0,3)	2,4 (-0,2)	1,6 (-0,3)	2,7 (0,0)
Sparerate (rate, nivå)		15,5	13,1 (0,5)	7,2 (0,2)	5,9 (-0,3)	6,3 (-1,1)
Sparerate utenom aksjeutbytte (rate, nivå)		12,5	10,1 (1,8)	3,6 (0,6)	2,4 (0,3)	3,2 (0,0)
Netto finansinvesteringer utenom aksjeutbytte (rate, nivå)		7,1	5,2 (1,8)	-1,8 (0,2)	-3,4 (0,2)	-3,3 (0,4)
Finanspolitikken						
Strukturelt, oljekorrigert underskudd som andel av SPU ²		3,7	3,7 (0,4)	3,1 (0,0)	3,0 (0,0)	3,0 (0,1)

¹ Alle tall er virkedagskorrigeret.

² Statens pensjonsfond utland ved inngangen til året.

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

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

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

Pengepolitisk rapport 2|21 – juni

