



NORGES BANK

3 | 22
SEPTEMBER

**PENGEPOLITISK
RAPPORT**
MED VURDERING AV FINANSIELL STABILITET

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

Ansvarlig redaktør: Ida Wolden Bache

Innhold

| | |
|---|-----------|
| PENGEPOLITISKE VURDERINGER | 5 |
| VURDERING AV MOTSYKLISK KAPITALBUFFER | 10 |
| DEL 1: PENGEPOLITIKKEN | |
| 1 INTERNASJONAL ØKONOMI | 11 |
| – <i>Svært høye priser på gass og kraft</i> | 15 |
| 2 FINANSIELLE FORHOLD | 18 |
| 2.1 Rentene til husholdninger og foretak | 18 |
| 2.2 Kronekursen | 20 |
| 3 NORSK ØKONOMI | 21 |
| 3.1 Produksjon og etterspørsel | 21 |
| 3.2 Arbeidsmarkedet | 26 |
| – <i>Omslag i norsk økonomi</i> | 30 |
| 3.3 Priser og lønninger | 32 |
| – <i>Forventninger om høyere prisvekst</i> | 37 |
| – <i>Kraftprisene øker underliggende inflasjon og demper investeringene</i> | 39 |
| 4 PENGEPOLITISK ANALYSE | 42 |
| 4.1 Mål og tilbakeblikk | 42 |
| 4.2 Ny informasjon og nye vurderinger | 43 |
| 4.3 Faktorene bak endringer i rentebanen | 46 |
| – <i>Norges Banks pengepolitiske strategi</i> | 48 |
| DEL 2: FINANSIELL STABILITET | |
| 5 BESLUTNINGSGRUNNLAG FOR MOTSYKLISK KAPITALBUFFER | 49 |
| 5.1 Tilgang på kreditt | 49 |
| 5.2 Syklisk sårbarhet og risiko i det finansielle systemet | 50 |
| 5.3 Bankene | 55 |
| VEDLEGG | |
| Anslagstabeller | 57 |

Pengepolitikken i Norge

MÅL

Mandatet for pengepolitikken er fastsatt i [sentralbankloven](#) og [bestemmelse om pengepolitikken](#). Pengepolitikken skal opprettholde en stabil pengeverdi gjennom lav og stabil inflasjon. Det operative målet for pengepolitikken er en årsvekst i konsumprisene som over tid er nær 2 prosent. Inflasjonsstyringen skal være fremoverskuende og fleksibel, slik at den kan bidra til høy og stabil produksjon og sysselsetting samt til å motvirke oppbygging av finansielle ubalanser. [Norges Banks pengepolitiske strategi](#) beskriver hvordan komiteen for pengepolitikk og finansiell stabilitet tolker mandatet for pengepolitikken og hvordan pengepolitikken vil innrettes i møte med ulike forstyrrelser. Strategien er også beskrevet i en ramme på [side 48](#).

BESLUTNINGSPROSESS

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

RAPPORTERING

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

Motsyklisk kapitalbuffer

Formålet med den motsykliske kapitalbufferen er å gjøre bankene mer solide og motvirke at bankenes kredittpraksis forsterker et tilbakeslag i økonomien. Kravet til motsyklisk kapitalbuffer skal reflektere vurderingen av syklisk sårbarhet i det finansielle systemet. Erfaring viser at tilbakeslag i økonomien gjerne blir kraftigere etter en periode med høy vekst i kreditt og formuespriser. Bankene bør som hovedregel holde en motsyklisk kapitalbuffer. Ved et tilbakeslag som gir eller vil kunne gi klart redusert tilgang på kreditt, bør kravet til motsyklisk kapitalbuffer settes ned. Ifølge regelverket skal kravet til motsyklisk kapitalbuffer i utgangspunktet være mellom null og 2,5 prosent, men kan i særlige tilfeller settes høyere.

Norges Bank fastsetter kravet til motsyklisk kapitalbuffer fire ganger i året. Beslutningen og vurderingene gis i denne rapporten. Norges Banks rammeverk for motsyklisk kapitalbuffer er beskrevet i [Norges Bank Memo 4/2022](#).

Beslutningsprosessen for Pengepolitisk rapport 3/22

På møtene 6. og 13. september drøftet komiteen de økonomiske utsiktene, innretningen av pengepolitikken og nivået på bufferkravet. På grunnlag av drøftingene og en anbefaling fra bankens administrasjon fattet komiteen på møtet 21. september vedtak om styringsrenten og nivået på bufferkravet.

Pengepolitiske vurderinger

Prisveksten har steget raskt de siste månedene og har vært betydelig høyere enn anslått. Inflasjonen er klart over målet, og det er utsikter til at den vil holde seg høy lenger enn tidligere anslått. Arbeidsmarkedet er stramt, men vi ser tydelige tegn til et omslag i norsk økonomi. Mindre press i økonomien vil etter hvert bidra til å dempe prisveksten.

Komiteens vurdering er at det er behov for en høyere rente for å bringe inflasjonen ned mot målet. En raskere renteoppgang nå reduserer risikoen for at prisveksten fester seg på et høyt nivå og for at vi må stramme kraftigere inn i pengepolitikken lenger frem.

Norges Banks komité for pengepolitikk og finansiell stabilitet vedtok på møtet 21. september å sette styringsrenten opp fra 1,75 til 2,25 prosent. Slik komiteen nå vurderer utsiktene og risikobildet, vil styringsrenten mest sannsynlig settes videre opp i november.

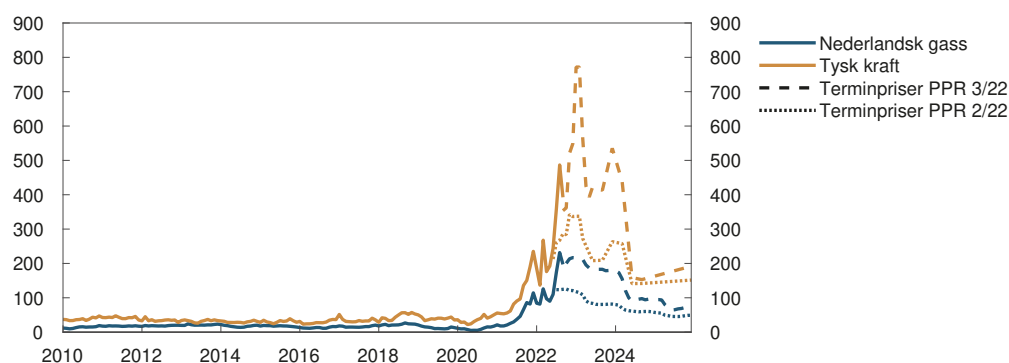
Svekkede vekstutsikter internasjonalt

Høye energipriser, høy etterspørsel og begrensninger på tilbudssiden har ført til en betydelig oppgang i konsumprisene internasjonalt. Prisveksten er i mange land den høyeste på flere tiår, og det er høy prisvekst på både varer og tjenester. Som følge av reduserte gassleveranser fra Russland til Europa har gass- og kraftprisene økt mye den siste tiden, og fremtidsprisene indikerer at de vil holde seg høye fremover. Oppgangen i energiprisene gir økte kostnader for bedriftene og kan løfte også den underliggende prisveksten. På den annen side har fraktpriser og råvarepriser på olje, metaller og mat falt i sommer, og forsinkelsene i de globale forsyningskjedene ser ut til å ha avtatt. Det kan dempe veksten i konsumprisene fremover. Samlet er anslagene for den underliggende prisveksten hos våre handelspartnere oppjustert siden forrige rapport.

Den høye prisveksten har ført til at sentralbankene hos flere av våre handelspartnere har hevet styringsrentene raskt. Arbeidsmarkedet er stramt, og lønnsveksten er på vei

Figur A Kraftig oppgang i gass- og kraftprisene

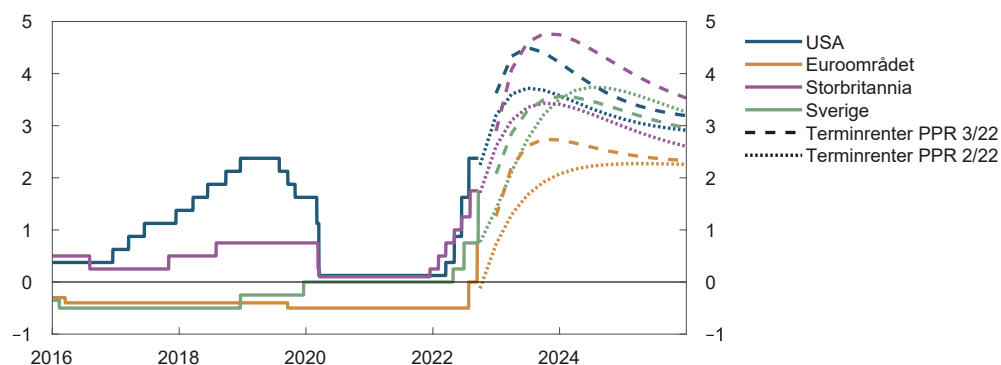
Øre/kWh



Kilde: Refinitiv Datastream

Figur B Rask oppgang i styringsrentene i mange land

Styringsrenter og beregnede terminrenter. Prosent



Kilder: Bloomberg, Refinitiv Datastream og Norges Bank

opp i mange land. Den økonomiske aktiviteten hos våre handelspartnere har samlet sett økt litt mer enn anslått i forrige rapport. Samtidig er vekstutsiktene svekket, særlig i Europa. Vi venter at høy prisvekst og økte renter vil bremse forbruksveksten. De høye gassprisene vil også kunne føre til nedskalering av produksjonen i mange bedrifter.

Store svingninger i finansmarkedene

Det har vært store svingninger i finansmarkedene siden forrige rapport. Forventningene til styringsrentene internasjonalt, slik de måles i markedet, har steget og indikerer at rentene vil bli satt videre opp det neste året. Langsiktige renter har også steget den siste tiden, og er litt høyere enn i juni. Internasjonale aksjeindekser har samlet sett økt, og kredittpåslag på foretaksobligasjoner har falt i noen land.

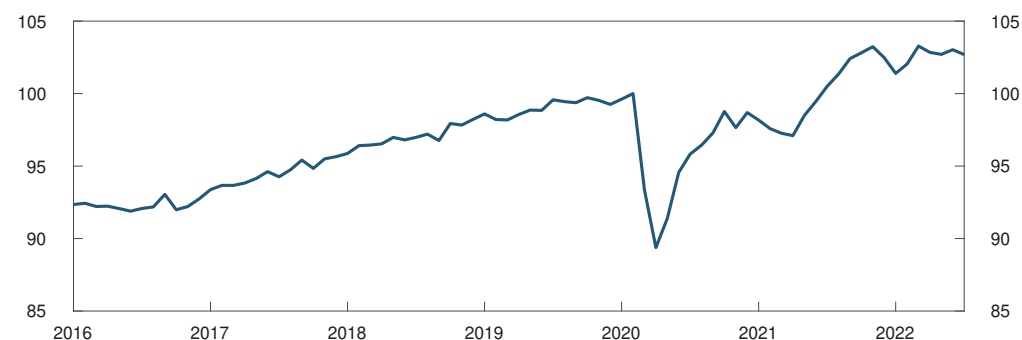
Den norske kronen har vært sterkere enn anslått i forrige rapport, men har svekket seg noe den siste tiden. Norske markedsrenter har steget og indikerer forventninger om at styringsrenten heves videre fremover. Oppgangen i boliglånsrentene har vært om lag som ventet.

Høy aktivitet i norsk økonomi, men tydelige tegn til omslag

Aktiviteten i norsk økonomi er høy, men det er nå klare tegn til at økonomien er i ferd med å kjøle seg ned. Etter en periode med sterk vekst avtok BNP for Fastlands-Norge

Figur C Aktiviteten i norsk økonomi er på et høyt nivå

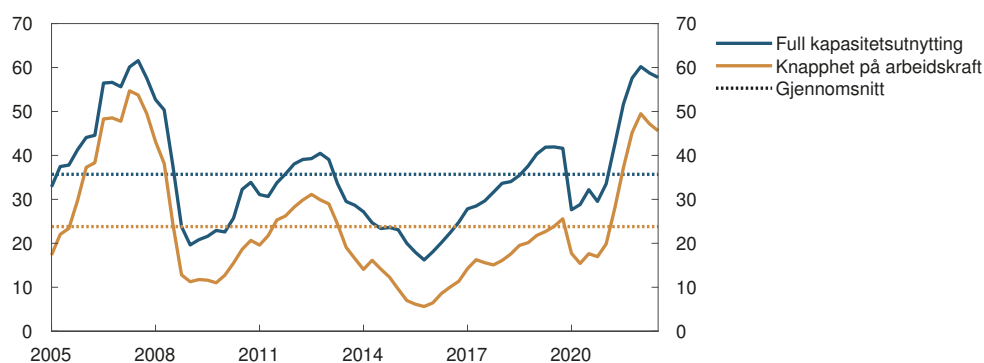
BNP for Fastlands-Norge. Sesongjustert. Indeks. Februar 2020 = 100



Kilde: Statistisk sentralbyrå

Figur D Bedriftene rapporterer om høy kapasitetsutnyttning

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



Kilde: Norges Bank

noe utover våren og sommeren og var i juli lavere enn anslått i forrige rapport. Høy prisvekst har dempet husholdningenes kjøpekraft, og veksten i konsumet avtok mer enn ventet i sommer. Korttransaksjonsdata indikerer at vare- og tjenestekonsumet falt i august. Husholdningene sparer nå mindre av inntektene sine, men har samlet sett fortsatt mye oppsparte midler etter pandemien. Det har vært høy omsetning i brukt-boligmarkedet, og boligprisene har steget mer enn anslått. Salget av nye boliger har falt til et lavt nivå.

Arbeidsmarkedet er stramt. Sysselsettingen har fortsatt å stige, og arbeidsledigheten er svært lav. Den sesongjusterte registrerte ledigheten var 1,6 prosent i august, som anslått i forrige rapport. Den høye sysselsettingen gjenspeiler at det er færre ledige, men også at flere deltar i arbeidsmarkedet. Et høyt antall ubesatte stillinger viser at det fortsatt er høy etterspørsel etter arbeidskraft. Samtidig kan det se ut til at knappheten på arbeidskraft er i ferd med å avta. En høy andel av bedriftene i vårt regionale nettverk rapporterte i august at knapphet på arbeidskraft begrenset produksjonen, men andelen var litt lavere enn i forrige intervjurunde.

Bedriftene i Regionalt nettverk har nedjustert sine forventninger til veksten i produksjonen fremover og venter samlet sett en liten nedgang det neste halve året. Bedriftene venter at sterk pris- og kostnadsvekst og høyere rente vil dempe etterspørselen fremover, særlig fra husholdningene og oppdragsgiverne i bygg- og anleggsnæringen.

Vi anslår at aktiviteten i økonomien vil holde seg om lag uendret den nærmeste tiden og at den avtar noe neste år. Husholdningenes konsum er ventet å avta neste år, for så å ta seg forsiktig opp. God vekst i petroleumsinvesteringene og foretaksinvesteringene anslås å løfte aktiviteten de neste årene.

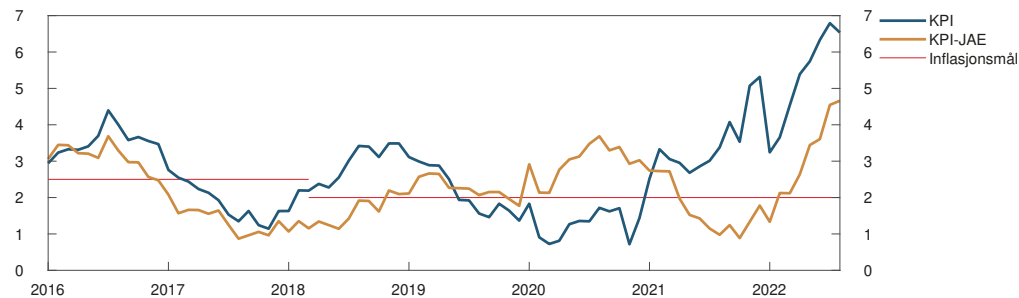
Høyere prisvekst enn ventet

Prisveksten her hjemme har økt mye det siste året. Prisene på energivarer har steget til historisk høye nivåer og bidratt til at konsumprisene nå stiger raskt. I august var tolv månedersveksten i konsumprisindeksen 6,5 prosent. Det er betydelig høyere enn anslått i forrige rapport.

Også den underliggende prisveksten har økt. Tolv månedersveksten i konsumprisindeksen justert for avgiftsendringer og uten energivarer (KPI-JAE) steg til 4,7 prosent i august, som var mye høyere enn anslått. Det er særlig prisene på matvarer som har trukket opp prisveksten i sommer, men også prisene på en rekke andre varer og tjenester har steget

Figur E Prisveksten er klart over målet på 2 prosent

KPI og KPI-JAE. Tolv månedersvekst. Prosent



Kilde: Statistisk sentralbyrå

mer enn normalt. Det er høy vekst i prisene både på varene vi importerer og på norsk-produserte varer og tjenester. Andre indikatorer for den underliggende prisveksten har også steget. Fremover vil den høye veksten i energiprisene trolig bidra til å løfte prisene på varer og tjenester ytterligere.

Forventningene til prisveksten de neste årene, slik de måles i Norges Banks forventningsundersøkelse, har økt den siste tiden. De langsiktige inflasjonsforventningene steg videre i tredje kvartal og ligger over målet på 2 prosent.

Tilstrammingen i arbeidsmarkedet har bidratt til at lønnsveksten har tatt seg gradvis opp de siste par årene. Årslønnsveksten i fjor ble 3,5 prosent. Forventningsundersøkelser tyder på at lønnsveksten i år blir høyere enn anslått i forrige rapport. Årslønnsveksten for 2022 anslås nå til om lag 4 prosent. Norges Banks forventningsundersøkelse viser at forventningene til lønnsveksten i 2023 også har økt siden forrige rapport.

Behov for høyere rente i norsk økonomi

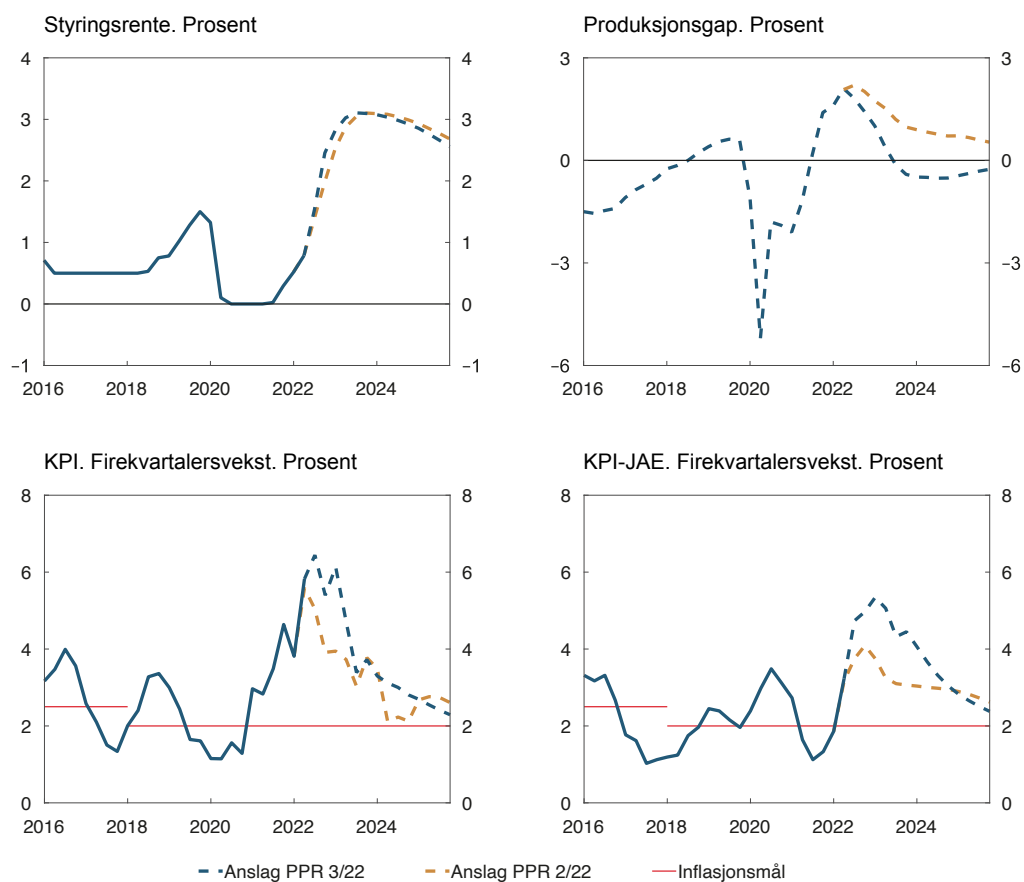
Målet for pengepolitikken er en årsvekst i konsumprisene som over tid er nær 2 prosent. Inflasjonsstyringen skal være fremoverskuende og fleksibel, slik at den kan bidra til høy og stabil produksjon og sysselsetting samt til å motvirke oppbygging av finansielle ubalanser.

Prisveksten har steget raskt de siste månedene og har vært betydelig høyere enn anslått. Inflasjonen er klart over målet, og det er utsikter til at den vil holde seg høy lenger enn tidligere anslått. Arbeidsmarkedet er stramt, men vi ser tydelige tegn til et omslag i norsk økonomi. Mindre press i økonomien vil etter hvert bidra til å dempe prisveksten.

Komiteens vurdering er at det er behov for en høyere rente for å bringe inflasjonen ned mot målet. En raskere renteoppgang nå reduserer risikoen for at prisveksten fester seg på et høyt nivå og for at vi må stramme kraftigere inn i pengepolitikken lenger frem.

Det siste året er styringsrenten blitt økt fra et svært lavt nivå, og pengepolitikken begynner nå å virke innstrammende på norsk økonomi. Det kan tilsi å gå mer gradvis frem i rentesettingen fremover. I denne rapporten er det lagt til grunn at styringsrenten økes til rundt 3 prosent i løpet av vinteren. Inflasjonen anslås å avta og nærme seg målet på noe sikt. Kapasitetsutnyttningen ventes å avta, for så å holde seg litt under et normalt nivå de neste årene. Arbeidsledigheten vil da øke noe, men fra et lavt nivå.

Figur F Høyere styringsrente bidrar til å nå målene for pengepolitikken



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Prognosene for norsk økonomi er mer usikre enn normalt. Komiteen var opptatt av at inflasjonen har økt mye på kort tid og at prisoppgangen har vært bredt basert. Blir det utsikter til at inflasjonen holder seg høy lenger enn vi nå anslår, kan det bli behov for en høyere rente. På den annen side er det en risiko for en kraftigere oppbremsing i aktiviteten internasjonalt og her hjemme. Dersom inflasjonen og kapasitetsutnyttningen avtar raskere enn anslått, kan renten bli satt mindre opp.

Komiteen vedtok enstemmig å sette styringsrenten opp med 0,50 prosentenheter til 2,25 prosent. Slik komiteen nå vurderer utsiktene og risikobildet, vil styringsrenten mest sannsynlig settes videre opp i november.

Ida Wolden Bache
Pål Longva
Øystein Børsum
Ingvild Almås
Jeanette Fjære-Lindkjenn

21. september 2022

Vurdering av motsyklisk kapitalbuffer

Kravet til motsyklisk kapitalbuffer ble i mars besluttet økt til 2,5 prosent med virkning fra 31. mars 2023. På møtet 21. september vedtok Norges Banks komité for pengepolitikk og finansiell stabilitet å opprettholde dette kravet.

Motsyklisk kapitalbuffer skal bidra til å gjøre bankene mer solide og dempe risikoen for at bankene forsterker et tilbakeslag i økonomien. Ifølge regelverket skal bufferkravet i utgangspunktet være mellom null og 2,5 prosent. Bufferkravet bør normalt ligge i øvre del av dette intervallet. Ved særlig høy syklisk sårbarhet kan bufferkravet settes over 2,5 prosent. Ved et tilbakeslag som gir eller vil kunne gi klart redusert tilgang på kreditt, bør kravet til motsyklisk kapitalbuffer settes ned.

Arbeidsmarkedet er stramt, men vi ser tydelige tegn til et omslag i norsk økonomi. Norske husholdninger har høy gjeld. Det siste året har gjeldsveksten avtatt. Veksten i eiendomsprisene har også avtatt, etter å ha vært høy under koronapandemien. Fremover venter vi at eiendomsprisene vil falle noe, og at kredittveksten avtar videre. Kredittverdige husholdninger og foretak synes å ha god tilgang på kreditt.

Vi venter lave tap i bankene fremover, men det er stor usikkerhet om den videre økonomiske utviklingen. Økte renter og høy prisvekst kan gi et mer markert fall i eiendomspriser og en kraftigere avdemping i økonomien enn vi ser for oss. Store svingninger i internasjonale energi- og finansmarkeder kan gi forstyrrelser som forplanter seg til det norske finansielle systemet. Sårbarheter i det finansielle systemet kan føre til at forstyrrelser får større konsekvenser for norsk økonomi. Det kan gi økte tap i bankene.

Norske banker har betydelig evne til å tåle tap. De har god lønnsomhet og oppfyller kravene til kapital og likviditet. Kravet til motsyklisk kapitalbuffer på 2,5 prosent gjør bankene mer solide, og dermed mer robuste i møte med forstyrrelser.

Komiteen vedtok enstemmig å opprettholde kravet til motsyklisk kapitalbuffer på 2,5 prosent.

Ida Wolden Bache
Pål Longva
Øystein Børsum
Ingvild Almås
Jeanette Fjære-Lindkjenn

21. september 2022

1 Internasjonal økonomi

Konsumprisveksten fortsetter å stige i flere land, og anslagene for underliggende prisvekst er oppjustert. I tillegg har prisene på europeisk gass og kraft økt markert. Den høye prisveksten bidrar til lavere kjøpekraft for husholdningene og økte kostnader for bedriftene. Vi venter at BNP-veksten hos våre handelspartnere blir lav neste år. Anslaget er betydelig nedjustert fra forrige rapport. Siden junirapporten har det vært store svingninger i internasjonale finansmarkeder. Markedsprisingen indikerer at styringsrenteforventningene for det neste året har økt siden forrige rapport.

Svært høye gass- og kraftpriser demper aktiviteten

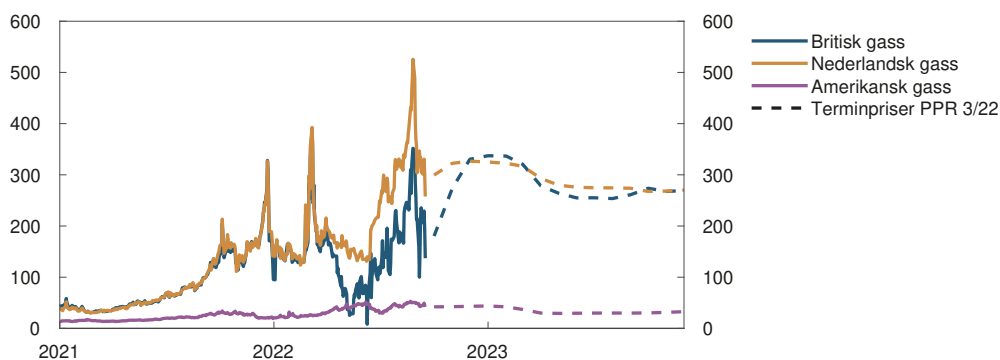
Etter en markert gjeninnhenting etter pandemien, avtok BNP-veksten hos handelspartnerne samlet fra første til andre kvartal. Det var et markert fall i aktivitetsnivået i Kina grunnet nedstenginger i forbindelse med omikronbølgen i vår og lavere aktivitet i eiendomssektoren. I USA falt aktiviteten for andre kvartal på rad, mens det var god vekst i euroområdet og Sverige. For handelspartnerne samlet økte BNP mer enn ventet fra første til andre kvartal.

Siden junirapporten har gass- og kraftprisene i Europa steget markert, se figur 1.1 og ramme på side 15. Fra slutten av august har det vært tilnærmet full stans i gassleveransene fra Russland til resten av Europa. For de neste årene legger vi til grunn at gass- og kraftprisene vil holde seg høye, i tråd med fremtidsprisene. Det er vanskelig å anslå de økonomiske konsekvensene av utviklingen i gass- og kraftmarkedene. Prisutviklingen vil trolig føre til at flere bedrifter i Europa ser seg nødt til å nedskalere virksomheten på grunn av høye energikostnader. Mange bedrifter søker trolig å redusere energibehovet i produksjonen eller finne andre energikilder, men en slik omstilling vil ta tid. I flere land får husholdningene økonomisk støtte fra myndighetene, men utgiftene til energi vil likevel være svært høye de nærmeste kvartalene.

Veksten i andre konsum- og produsentpriser er høy. Samtidig har flere sentralbanker økt styringsrentene siden i vår, og markedets renteforventninger indikerer ytterligere økninger

Figur 1.1 Kraftig oppgang i europeiske gasspriser

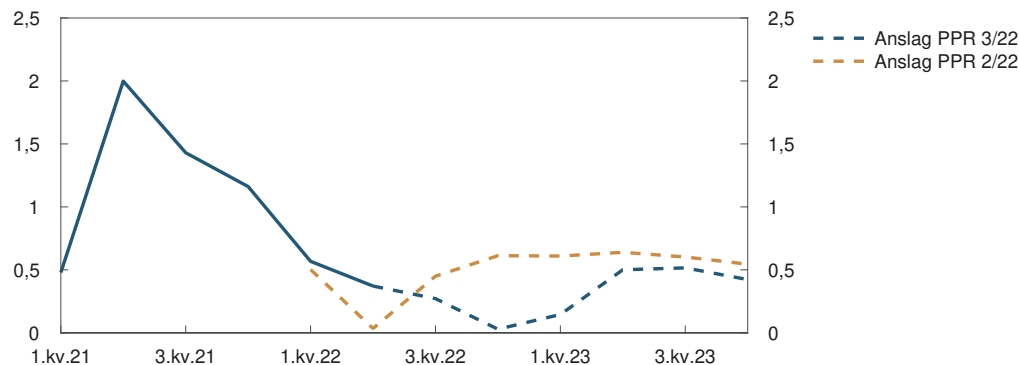
USD/oljefatekvivalenter



Kilde: Refinitiv Datastream

Figur 1.2 Svakere vekstutsikter

BNP handelspartnere. Kvartalsvekst. Prosent



Kilder: Refinitiv Datastream og Norges Bank

det neste året både i Europa og USA. Vi legger til grunn at husholdningene vil bruke midler de sparte opp under pandemien, men vi venter at de høye levekostnadene vil bidra til at forbruket i Europa faller de neste kvartalene. Vi venter også svak utvikling i investeringene fremover. Samlet innebærer dette at aktiviteten i Europa trolig avtar gjennom høsten og vinteren. Anslagene for BNP-veksten hos handelspartnerne neste år er betydelig nedjustert fra junirapporten, se figur 1.2.

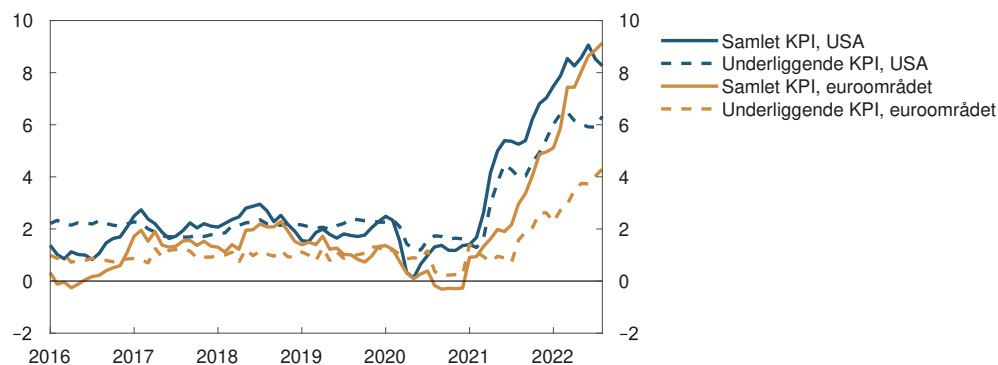
Vi legger til grunn at pengepolitikken strammes til i tråd med markedets renteforventninger og at råvareprisene utvikler seg i tråd med fremtidsprisene. Økte forsvars- og energiinvesteringer i Europa vil trolig løfte aktiviteten utover i prognoseperioden. I Kina venter vi at veksten fremover blir lavere enn i årene før pandemien som følge av politikktiltak for å sikre en mer balansert vekst, med lavere kredittvekst og høyere innenlandsk etterspørsel. Vi anslår at BNP-veksten hos handelspartnerne avtar fra rundt 3 prosent i 2022 til om lag 1 prosent i 2023, før den tar seg opp igjen i 2024, se tabell 1 i vedlegget. Importen til handelspartnerne anslås å øke med nær 7 prosent i 2022 og om lag 1 prosent i 2023.

Høy konsumprisvekst

Pandemirelaterte forhold både på tilbuds- og etterspørselssiden og krigen i Ukraina har bidratt til markert oppgang i inflasjonen hos viktige handelspartnere siden i fjor høst.

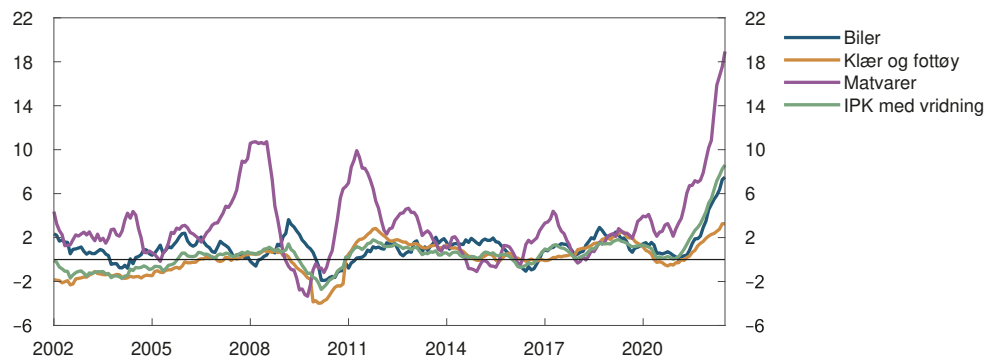
Figur 1.3 Svært høy konsumprisvekst

Konsumpriser. Tolvmånedersvekst. Prosent



Kilde: Refinitiv Datastream

Figur 1.4 Sterke prisimpulser fra utlandet
IPK. Tolvmånedersvekst. Prosent



Kilder: Refinitiv Datastream og Norges Bank

Tolvmånedersveksten i konsumprisindeksen var om lag 9 prosent i euroområdet og litt over 8 prosent i USA i august, se figur 1.3. Veksten i prisene på energi og mat bidro til over halvparten av tolvånedersveksten i euroområdet, og den underliggende konsumprisveksten var 4,3 prosent i august. I USA var den underliggende konsumprisveksten 6,3 prosent i august. De siste månedene har den underliggende prisveksten hos handelspartnerne vært høyere enn anslått i forrige rapport, særlig i USA og Sverige.

Kostnadene for å frakte varer har falt videre i sommer. Fallet er størst i prisen på frakt fra Kina til USA, og ratene er nede på samme nivå som i slutten av 2020. Samtidig har råvareprisene på mat og metaller falt markert i sommer. Dette vil etter hvert bidra til lavere prispress på konsumvarer. På den annen side er oppgangen i energiprisene betydelig og bidrar til kostnadsøkninger som vi venter at bedriftene i noen grad vil velte over i prisene på varer og tjenester.

Arbeidsmarkedene er stramme i mange land. I euroområdet og Sverige er arbeidsledigheten lavere enn før pandemien. Lønnsveksten hos våre viktigste handelspartnere anslås å holde seg over 4 prosent både i år og neste år. Deretter venter vi at lønnsveksten gradvis vil avta. Langsiktige markedsbaserte inflasjonsforventninger er lite endret siden junirapporten og ligger nær inflasjonsmålene både i USA og euroområdet. Vi venter at den underliggende konsumprisveksten i år blir rundt 6 prosent i USA og nær 4 prosent i euroområdet. Vi anslår at den underliggende prisveksten for handelspartnerne samlet vil avta fra 4,6 prosent i år til 3,6 prosent i 2023 og deretter gradvis reduseres til rundt 2 prosent. Anslagene for 2022 og 2023 er oppjustert fra junirapporten.

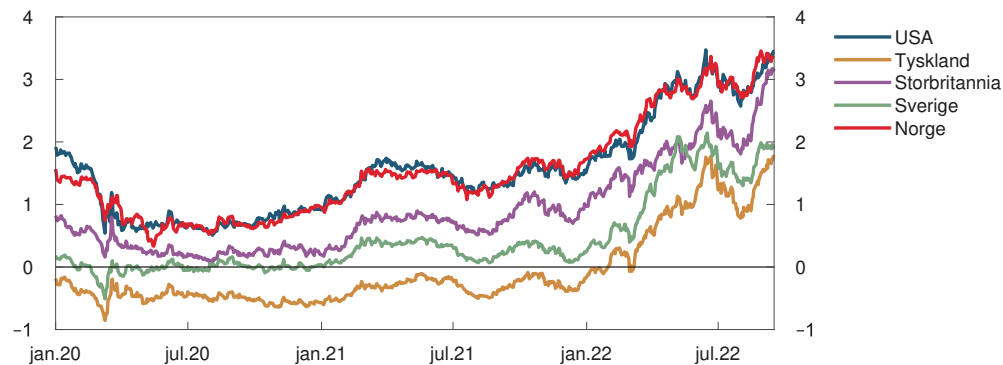
Veksten i produsentprisene på konsumvarer som Norge importerer (IPK), målt i utenlandsk valuta, har vært høyere enn ventet. De siste månedene har tolvånedersveksten økt videre for alle delindekser, se figur 1.4. Fallet i råvareprisene på mat og metaller i sommer demper prisveksten fremover, men økte gass- og kraftpriser trekker i motsatt retning. Anslagene er oppjustert fra forrige rapport, se tabell 1 i vedlegget.

Større og raskere oppgang i styringsrentene ute

Det har vært store svingninger i internasjonale finansmarkeder siden forrige rapport. Videre oppgang i prisveksten har bidratt til at sentralbankene har strammet til pengepolitikken mer enn markedsaktørene så for seg i juni. Siden forrige rapport har sentralbankene i USA, euroområdet, Storbritannia og Sverige hevet sine styringsrenter. Samtidig har markedsaktørenes forventninger til styringsrentene hos våre viktigste handels-

Figur 1.5 Store svingninger i langsiktige renter

Renter på tiårs statsobligasjoner i utvalgte land. Prosent



Kilde: Bloomberg

partnere det neste året steget videre. Langsiktige statsrenter er samlet sett lite endret siden juni, se figur 1.5.

Internasjonale aksjeindekser har steget siden forrige rapport, særlig i USA. Sammen med nedgang i kredittpåslagene for foretaksobligasjoner har det isolert sett bidratt til mer lempelige finansieringsforhold for amerikanske bedrifter. I euroområdet er kredittpåslagene lite endret siden juni. At utviklingen i europeiske aksje- og kredittmarkeder har vært svakere, må blant annet ses i sammenheng med den markerte oppgangen i energipriser i Europa.

Usikkerhet om den økonomiske utviklingen

Den pågående krigen i Ukraina gir store økonomiske ringvirkninger både i Europa og globalt og bidrar til usikkerhet om utviklingen fremover. Det er en risiko for at de økte leviekostnadene for husholdningene og de økte driftsutgiftene for bedriftene kan føre til at utviklingen i forbruk og investeringer blir enda svakere enn vi nå anslår. Da vil også konsumprisveksten kunne komme raskere ned. Begrensninger i tilgangen på energi kan også dempe aktiviteten mer enn anslått. Dersom myndighetene skulle kompensere for de økte energiutgiftene ved å innføre ytterligere støtteordninger til husholdninger og bedrifter, kan veksten bli høyere enn anslått. I Kina har aktiviteten i boligmarkedet allerede falt, men det er en risiko for ytterligere fall og en svakere utvikling i den samlede aktiviteten enn vi nå ser for oss. Det kan også bli flere nedstengninger knyttet til koronapandemien. I anslagene legger vi til grunn at lønsmottakerne ikke fullt ut kompenseres for den høye prisveksten, men dersom det likevel skulle skje, kan pris- og lønnsveksten forbli høy lenger enn vi nå venter.

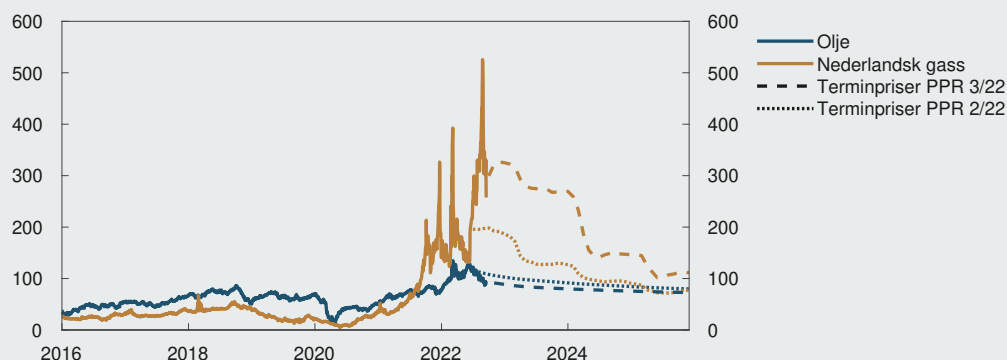
SVÆRT HØYE PRISER PÅ GASS OG KRAFT

Russlands kutt i gasseksporten samt varmt og vindstille vær med lite nedbør i Europa har ført til sterk oppgang i prisene for gass og kraft. Svakere utsikter for verdensøkonomien bidrar til nedgang i prisene for olje, metaller og jordbruksprodukter.

Den europeiske gassprisen er nå rundt 250 dollar per fat, regnet i oljeekvivalenter. Det er betydelig høyere enn i juni, se figur 1 A.¹ Oppgangen skyldes i stor grad at Russland har stoppet gassleveranser til flere europeiske land. Etterspørselen etter gass har blitt holdt oppe som følge av at varmt, tørt og stille vær har redusert annen kraftproduksjon, samtidig som kraftforbruket til avkjøling har økt. EU-landene har i tillegg kjøpt inn mye gass for å fylle gasslagre før vintersesongen. Dersom russisk gasseksport forblir på dagens lave nivåer, vil gasslagrene kunne reduseres mye i løpet av vinteren, spesielt dersom det blir kaldt. Fremtidsprisene indikerer at gassprisene kan bli høye gjennom vinteren, for deretter å falle noe utover i tid. Fremtidsprisene for gass er likevel mye høyere enn de var ved junirapporten, se tabell 1.A.

Kraftprisen sør i Norge er nå rundt 400 øre/kWh, se figur 1.B.² Det er klart høyere enn i junirapporten. Oppgangen skyldes historisk lav fyllingsgrad i vannmagasinene på Sør- og Østlandet og oppgang i kraftprisene på kontinentet. Høye kraftpriser på kontinentet gjenspeiler høye priser for gass, kull og utslippskvoter samt sommerens værforhold. Stort bortfall av kjernekraft i Frankrike har også spilt inn. Prisen nord i Norge er lavere som følge av høy fyllingsgrad i vannmagasinene og begrenset overføringskapasitet i kraftkabler sørover. Fremtidsprisene for de enkelte prisregionene i Norge indikerer at kraftprisen sør i Norge ventes å være markert høyere de kommende årene enn hva som ble lagt til grunn i juni, mens prisen nord i Norge kan forbli relativt lav.

Figur 1.A Betydelig oppgang i gassprisene
USD/oljefatekvivalenter



Kilder: Refinitiv Datastream og Norges Bank

- Her brukes den nederlandske gassprisen som referansepris. Historisk har den samvariert tett med den britiske gassprisen. I løpet av 2022 har imidlertid den nederlandske prisen vært en god del høyere enn den britiske prisen, se figur 1.1. Det skyldes at prisen på kontinentet påvirkes mer av kutt i russisk gasseksport. Den britiske prisen har vært mer påvirket av økt tilgang til flytende gass fra det globale markedet. Det er i tillegg begrenset overføringskapasitet i gassrørledninger fra Storbritannia til kontinentet. En større andel av norsk gasseksport har det siste året blitt solgt til kontinentet der den nederlandske gassprisen er referanseprisen.
- Kraftprisen sør i Norge er snittet av prisene i området Østlandet (NO1), Sørlandet (NO2) og Vestlandet (NO5). Prisen nord i Norge er snittet av prisene i området Midt-Norge (NO3) og Nord-Norge (NO4). Prisene for kraft oppgis her som snittet av hverdager siste uke til og med 16. september.

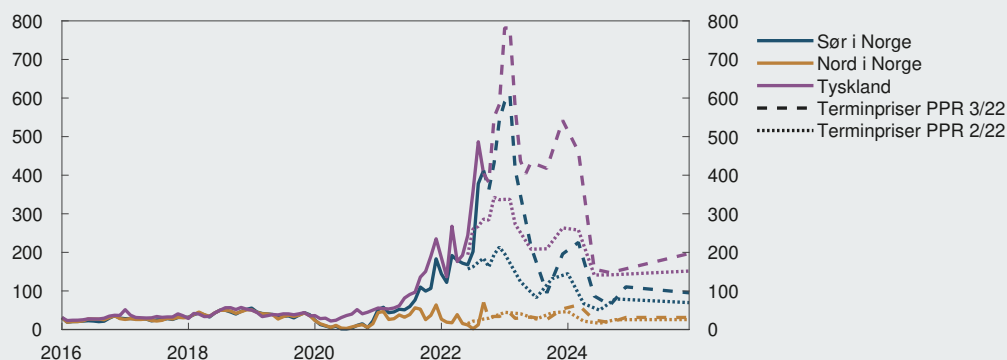
De svært høye prisene på gass og kraft reflekterer stor knapphet på tilbudssiden. EU vurderer tiltak som kan redusere gassprisen og kraftprisen. Det omfatter blant annet økt energieffektivisering og energisparing og økt tilgang på gass fra andre land enn Russland. EU vurderer også tiltak som vil kunne dempe utslagene i sluttbrukerprisene til husholdninger og bedrifter. Dersom det innføres et tak på gass- og kraftprisene lavere enn markedsprisene, vil det kunne øke energiknappheten. Det skyldes at tilbudet kan reduseres ytterligere og forbruket holdes oppe. Sjansene for direkte rasjonering vil da kunne øke. Gassprisene og kraftprisene i Europa har falt fra rekordhøye nivåer i slutten av august. Det henger trolig sammen med EUs forserte oppbygging av gasslagre før vinteren og utsikter til lavere energibruk med høye priser, energisparing og svakere økonomisk utvikling.

Prisen på olje har falt siden junirapporten og er nå rundt 90 dollar per fat, se figur 1.A. Nedgangen må ses i sammenheng med svakere utsikter for verdensøkonomien, se omtalen i kapittel 1. Russisk eksport av olje har samtidig blitt redusert mindre enn ventet. Frigivelse av strategiske oljelagre fra flere land gjennom sommeren har økt tilbudet av olje. På den annen side kan de høye gassprisene føre til økt etterspørsel etter olje. Dessuten besluttet OPEC-pluss i begynnelsen av september å redusere produksjonen igjen. EUs sanksjoner mot russisk olje iverksettes for fullt i begynnelsen av 2023. OPECs ledige produksjonskapasitet er liten, og oljelagrene i OECD-landene er lave. Fremtidsprisene indikerer likevel lavere oljepris de kommende årene. Fremtidsprisene for 2025 er rundt 75 dollar per fat, som er rundt 10 prosent lavere enn de var ved forrige rapport, se tabell 1.A.

Prisene på industrimetaller har falt videre siden juni. Også dette må ses i sammenheng med svakere utsikter for verdensøkonomien. Den økonomiske utviklingen i Kina er trolig særlig viktig, med blant annet lavere aktivitet i eiendomssektoren. Fremtidsprisene har også falt, sammenliknet med forrige rapport, men indikerer fremdeles at prisene vil bli høyere de kommende årene enn i årene før pandemien.

Figur 1.B Svært høye kraftpriser på kontinentet og sør i Norge

Øre/kWh



Kilder: Bloomberg, Refinitiv Datastream og Norges Bank

Tabell 1.A Energi- og råvarepriser

| Prosentvis endring i anslag fra Pengepolitisk rapport 2/22 i parentes | Snittpris (2010–2019) | Faktiske priser og fremtidspriser ¹ | | | | | |
|---|-----------------------|--|------|----------|-----------|-----------|-----------|
| | | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 |
| Olje, USD/fat | 80 | 42 | 71 | 102 (-6) | 84 (-14) | 78 (-12) | 74 (-10) |
| Gass, USD/fat | 40 | 18 | 87 | 246 (36) | 287 (100) | 177 (73) | 119 (52) |
| Petroleum ² , USD/fat | 63 | 34 | 85 | 175 (20) | 184 (53) | 128 (33) | 98 (21) |
| Kull, Euro/tonn | 66 | 44 | 102 | 293 (9) | 292 (31) | 273 (37) | 261 (38) |
| Utslippskvoter, Euro/tonn | 10 | 25 | 53 | 80 (-3) | 75 (-11) | 79 (-11) | 84 (-11) |
| Tysk kraft, Øre/kWh | 36 | 36 | 106 | 331 (35) | 524 (110) | 250 (39) | 197 (30) |
| Nordisk kraft, Øre/kWh | 32 | 12 | 64 | 176 (45) | 174 (79) | 79 (30) | 63 (26) |
| Kraft sør i Norge, Øre/kWh | 31 | 10 | 78 | 276 (61) | 261 (95) | 122 (43) | 95 (36) |
| Kraft nord i Norge, Øre/kWh | 32 | 10 | 40 | 26 (3) | 37 (-4) | 34 (25) | 31 (21) |
| Aluminium, i tusen USD/tonn | 1,9 | 1,7 | 2,5 | 2,7 (-3) | 2,3 (-7) | 2,4 (-4) | 2,5 (0) |
| Kobber, i tusen USD/tonn | 6,8 | 6,2 | 9,3 | 8,8 (-7) | 7,7 (-14) | 7,7 (-14) | 7,7 (-14) |
| Hvete, USD/tonn | 210 | 202 | 258 | 338 (-9) | 323 (-17) | 310 (-16) | - |
| Mais, USD/tonn | 183 | 143 | 227 | 273 (-5) | 260 (-6) | 238 (-3) | 216 (-3) |

¹ Terminpriser per 16. september 2022.

² En beregnet pris på norsk petroleumseksport. Prisen er beregnet på grunnlag av oljens og gassens andel i historiske tall for eksporten. For fremtidsprisene har olje og gass like andeler.

Kilder: Refinitiv Datastream og Norges Bank

Prisene på globale jordbruksvarer og gjødsel har også falt de siste månedene, fra svært høye nivåer, se tabell 1.A. Nedgangen i jordbruksprisene skyldes dels at eksporten av kornprodukter fra Russland og Ukraina har kommet i gang igjen. Jordbruksprisene er likevel fortsatt betydelig høyere enn på samme tid i fjor. Det skyldes blant annet at ekstremværhendelser har redusert avlingene av mange jordbruksprodukter det siste året.

2 Finansielle forhold

Bankene har økt boliglånsrenten til husholdningene etter hvert som styringsrenten har økt det siste året. Foretakenes finansieringskostnader har også tatt seg opp. Vi venter at de finansielle forholdene vil strammes ytterligere til etter hvert som styringsrenten settes videre opp.

Kronekursen har svingt i takt med utviklingen i rentedifferansen mot utlandet, petroleumspriser og globale aksjeindekser. Vi anslår at kronen styrker seg gjennom prognoseperioden.

2.1 Rentene til husholdninger og foretak

Høyere boliglånsrente

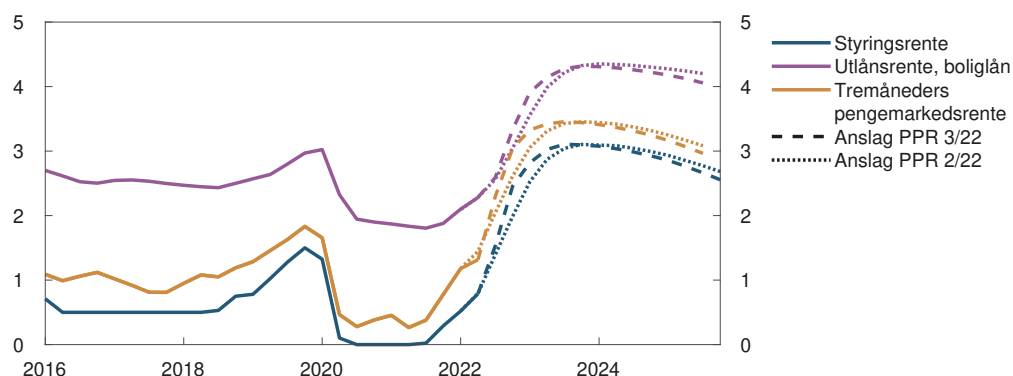
Husholdningenes lånekostnader har økt etter hvert som styringsrenten har blitt satt opp det siste året. Ved utgangen av juli var den gjennomsnittlige renten på utestående boliglån 2,4 prosent. Utviklingen i boliglånsrenten har vært som anslått i forrige rapport. I etterkant av rentehevingene i juni og august har de store bankene varslet at boliglånsrenten økes videre med opp til én prosentenheter. Bankenes listepriser indikerer at renten på nye boliglån med flytende rente har steget med i underkant av én prosentenheter siden junirapporten.

Den gjennomsnittlige innskuddsrenten til husholdningene var om lag 0,5 prosent i andre kvartal. Gjennomslaget fra styringsrenten har dermed vært vesentlig lavere til innskuddsrenten enn til utlånsrenten.

Vi venter at boliglånsrenten øker etter hvert som styringsrenten settes videre opp. Med en utvikling i styringsrenten i tråd med rentebanen, anslås boliglånsrenten å stige til om lag 4,3 prosent i løpet av neste år, se figur 2.1. Oppgangen i boliglånsrenten ventes å være noe mindre enn økningen i styringsrenten. Det har sammenheng med at vi anslår lavere gjennomslag til innskuddsrentene enn til utlånsrentene. Isolert sett bidrar det til

Figur 2.1 Utsikter til større oppgang i utlånsrentene

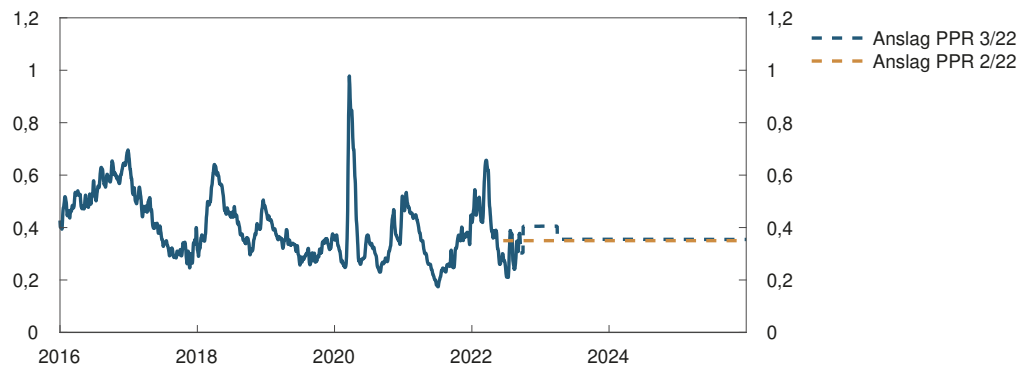
Prosent



Kilder: Refinitiv Datastream, Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 2.2 Små endringer i pengemarkedspåslaget

Prosentenheter



Kilder: Refinitiv Datastream og Norges Bank

at bankene ikke trenger å sette opp boliglånsrenten like mye for å opprettholde lønnsomheten.

Renter med lengre løpetid har også økt siden forrige rapport. Det har betydning for husholdninger som ønsker å binde renten på sine lån. Andelen utestående boliglån med fastrente er fortsatt på et lavt nivå, slik at boliglånsrenten samlet sett er lite påvirket av endringer i fastrentene.

Økte finansieringskostnader for foretakene

Bankenes utlånsrenter til foretak er i stor grad direkte knyttet til pengemarkedsrenten tremåneders Nibor. Tremåneders Nibor uttrykker markedets forventning til styringsrenten de neste tre månedene pluss et risikopåslag. Siden forrige rapport har pengemarkedsrenten økt. Oppgangen skyldes i hovedsak høyere styringsrente og økte styringsrenteforventninger.

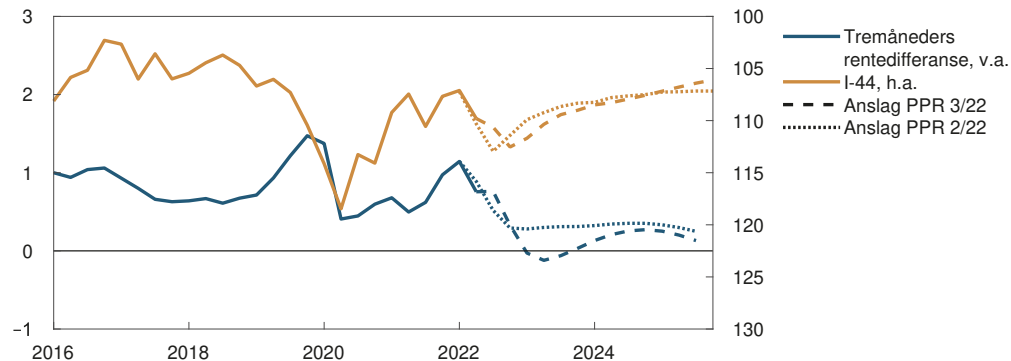
Pengemarkedspåslaget har vært om lag 0,30 prosentenheter så langt i tredje kvartal, se figur 2.2. Dette er noe lavere enn vi ventet i forrige rapport. Fremover venter vi at påslaget vil stige noe fra dagens nivå, før det stabiliserer seg rundt det langsiktige anslaget på 0,35 prosentenheter.

Oppgangen i pengemarkedsrenten vil også påvirke foretakenes markedsfinansiering med flytende rente. Renten på markedsfinansiering består av et risikopåslag i tillegg til Nibor. Dette risikopåslaget påvirker finansieringskostnadene ved nye obligasjonsutsteder og har økt siden forrige rapport. Oppgangen har vært størst på lån fra nærings-eiendomsutsteder. Det skyldes særlig høyere påslag for utenlandske eiendomsselskaper. For foretak som ønsker fastrente har også oppgangen i renter med lengre løpetid bidratt til å øke finansieringskostnadene.

Hovedindeksen på Oslo Børs har falt noe siden forrige rapport. Det har vært nedgang innen de fleste sektorer. Unntaket er energi- og råvarerelaterte aksjer der utviklingen har vært om lag uendret.

Figur 2.3 Sterkere kronekurs de neste årene

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



Kilder: Refinitiv Datastream og Norges Bank

2.2 Kronekursen

Litt sterkere krone

Kronekursen, målt ved den importveide kursindeksen I-44, har vært sterkere enn ventet i junirapporten. Utviklingen har fulgt bevegelsene i rentedifferansen mot utlandet. Styrkingen har også sammenfalt med en økning i gasspriser og stigende globale aksjeindekser, mens lavere oljepris trolig har trukket i motsatt retning.

Den siste tiden har kronekursen svekket seg. Vi venter at kursen holder seg nær dagens nivå, for deretter å gradvis styrke seg gjennom prognoseperioden, se figur 2.3. Styrkingen har sammenheng med en avtakende risikopremie. Samtidig er det fortsatt stor usikkerhet om den videre utviklingen. Dersom rentedifferansen blir høyere enn vi anslår, kan kronekursen styrke seg raskere enn vi anslår. Skulle derimot usikkerheten i internasjonale finansmarkeder øke, vil det kunne føre til en svekkelse av kronekursen.

3 Norsk økonomi

Aktiviteten i norsk økonomi er høy, og arbeidsledigheten er svært lav. Samtidig er det klare tegn til at kapasitetsutnyttingen nå avtar.

Prisveksten har økt mye det siste året og er betydelig høyere enn inflasjonsmålet. Kraftig oppgang i prisene på energivarer har løftet konsumprisveksten, men også prisene på andre varer og tjenester stiger raskere enn normalt.

Høye priser på energi øker bedriftenes kostnader og vil trolig bidra til å løfte den underliggende prisveksten. Etter hvert ventes svakere prisimpulser fra utlandet, lavere prisvekst på energivarer og avtakende press i økonomien å bidra til at prisveksten avtar og nærmer seg inflasjonsmålet.

Høye priser og økte renter ventes å dempe etterspørselen fremover. Vi anslår at den økonomiske aktiviteten blir lavere neste år enn i år, og at den deretter vil øke. Sysselsettingen ventes å falle de to neste årene. Arbeidsledigheten ventes å stige noe, men fra et lavt nivå.

3.1 Produksjon og etterspørsel

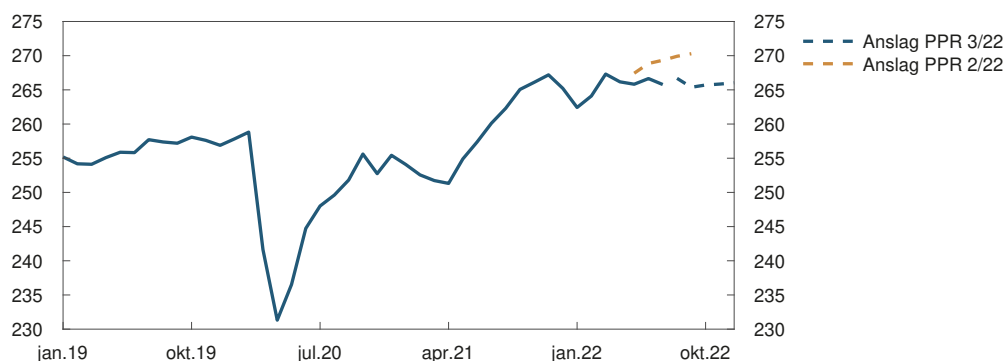
Veksten i fastlandsøkonomien avtar

Aktiviteten i fastlandsøkonomien tok seg raskt opp etter at regjeringen fjernet alle smitteverntiltak i vinter, se figur 3.1. Utover våren og sommeren avtok veksten og i juli var BNP for Fastlands-Norge lavere enn i mars i år. Avmattingen i fastlandsøkonomien skyldes blant annet et markert fall i varehandelen, men også tjenesteproduksjonen har avtatt litt den siste tiden.

Bedriftene i vårt regionale nettverk venter at aktiviteten vil falle gjennom høsten og vinteren, se figur 3.2. De husholdningsrettede tjenesteyterne venter at sterk prisvekst og høyere rente vil dempe etterspørselen fra husholdningene. Bygg- og anleggsnæringen

Figur 3.1 Avtakende vekst fremover

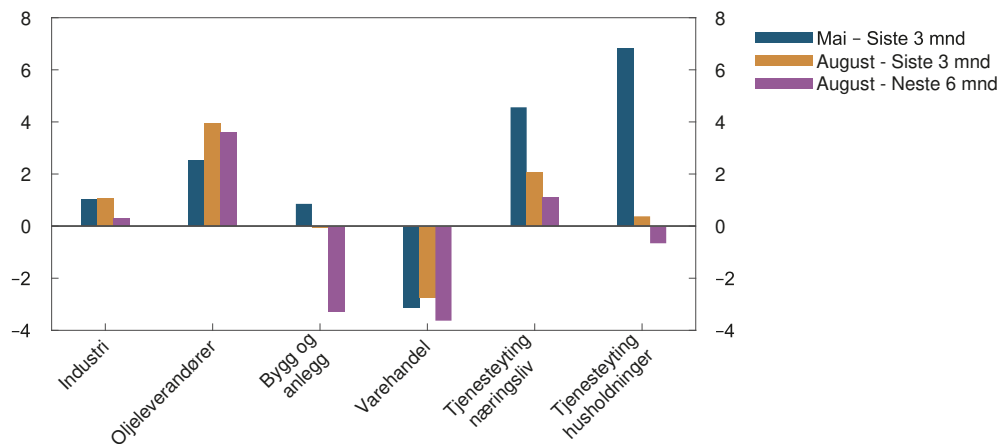
BNP for Fastlands-Norge. Faste 2019-priser. Sesongjustert. Mrd kroner



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 3.2 Svakere utsikter i de fleste næringer

Rapportert og forventet vekst ifølge Regionalt nettverk. Annualisert. Sesongjustert. Prosent



Kilde: Norges Bank

anslår et markert fall i aktiviteten i høst blant annet som følge av høye byggekostnader. Samtidig er det mange bedrifter som fortsatt opplever at knapphet på arbeidskraft og høy kapasitetsutnyttning begrenser produksjonen.

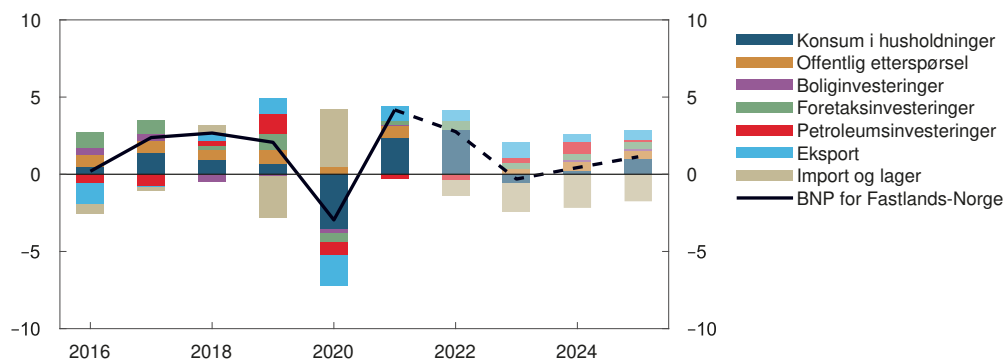
Vi venter nær nullvekst i den økonomiske aktiviteten resten av året. Gjeninnhenting etter koronapandemien preger det samlede vekstbildet i år. Det er privat konsum etterfulgt av eksport som bidrar mest til å løfte veksten, se figur 3.3. Samlet anslår vi at BNP for Fastlands-Norge øker med 2,8 prosent i år. Fremover venter vi at høyere prisvekst og økte renter demper aktiviteten og bidrar til at husholdningenes konsum faller neste år. Investeringer som følge av klimaomstilling samt investeringer innen petroleumsnæringen bidrar til å løfte veksten i årene fremover. Vi anslår at BNP for Fastlands-Norge faller neste år, før aktiviteten gradvis tar seg opp i årene fremover. Anslagene er nedjustert sammenlignet med forrige rapport.

Fall i konsumet neste år

Koronapandemien la store begrensninger på husholdningenes forbruksmuligheter. Det bidro til høy sparing og at husholdningene vred sin etterspørsel i utlandet og kjøp av

Figur 3.3 Fall i aktiviteten til neste år

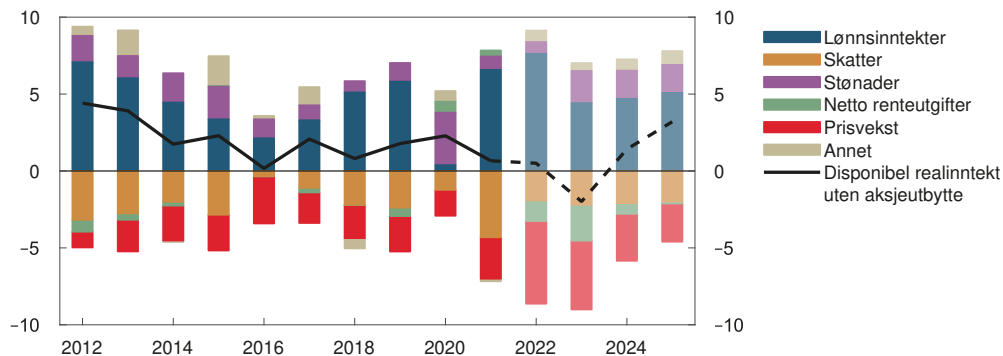
BNP for Fastlands-Norge. Årsvekst. Bidrag til årsvekst. Prosentenheter



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 3.4 Nedgang i disponibel realinntekt

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



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

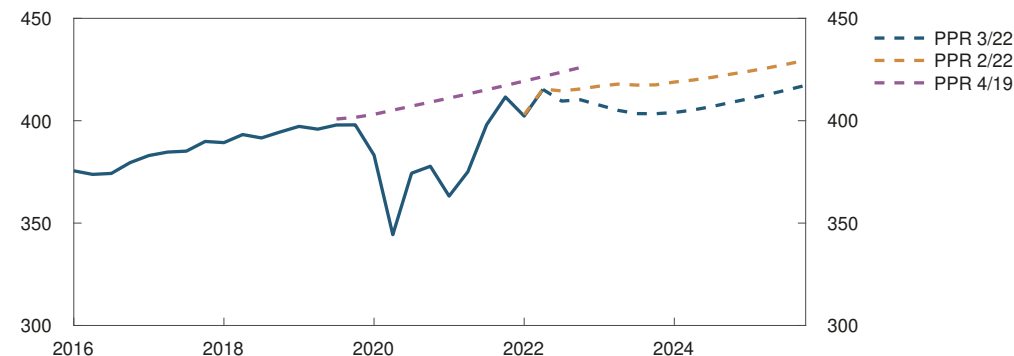
tjenester mot kjøp av varer. I etterkant har utviklingen gradvis blitt normalisert, og siden februar i år har tjenestekonsumet igjen vært høyere enn varekonsumet. Husholdningenes kjøp i utlandet har også tatt seg opp, men er fortsatt lavere enn før pandemien. Samlet avtok husholdningenes konsum i juli etter en periode med sterk vekst. Redusert kjøpekraft har trolig bidratt til avdempingen i konsumet den siste tiden. Utviklingen i husholdningenes konsum og disponibel realinntekt har vært svakere enn anslått i forrige rapport.

Korttransaksjonsdata for debet- og kredittkort indikerer at vare- og tjenestekonsumet falt videre i august. Vi venter at husholdningenes samlede kjøp av varer og tjenester fortsetter å avta utover høsten. Det er i tråd med informasjonen fra bedriftene i Norges Banks regionale nettverk, der de husholdningsrettede bedriftene i august ventet at etterspørselen ville avta de neste seks månedene. Vridningen fra konsum i Norge mot utlandet anslås å fortsette gjennom høsten, men det vil trolig ta tid før kjøp i utlandet er tilbake på nivåene fra før 2020.

Det er utsikter til at prisveksten fortsetter å øke inn i neste år. Mens lønnsvekst bidrar til å løfte inntektene, fører høy prisvekst og økte renteutgifter til at vi anslår en nedgang i disponibel realinntekt på 2 prosent neste år, se figur 3.4. I 2024 og 2025 venter vi at god reallønnsvekst vil bidra til at husholdningenes disponible realinntekt øker.

Figur 3.5 Lavere konsumvekst fremover

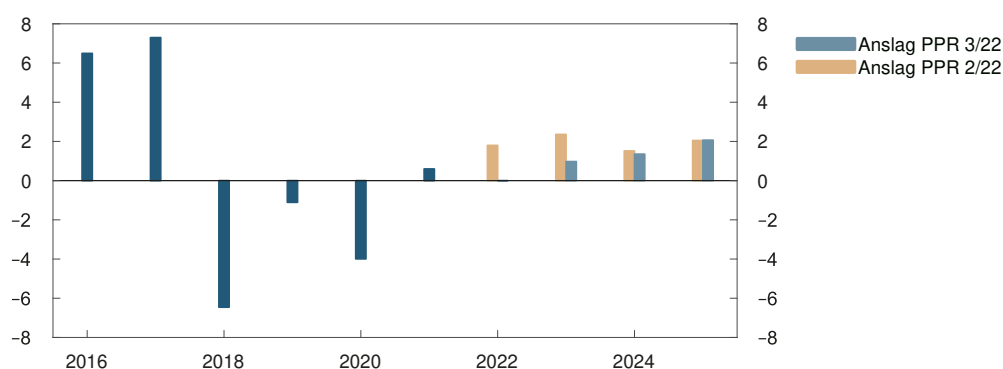
Konsum i husholdninger. Faste 2019-priser. Sesongjustert. Mrd. kroner



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 3.6 Svak vekst i boliginvesteringene

Boliginvesteringer. Årsvekst. Prosent



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Svakere kjøpekraft hos husholdningene ventes å bidra til at konsumet faller med 1,1 prosent neste år. Deretter anslår vi at konsumet tar seg gradvis opp som følge av høyere disponible realinntekter, se figur 3.5. Vi venter at husholdningene dels vil spare mindre og dels vil tære på oppsparte midler slik at konsumet vil falle mindre enn nedgangen i disponibel realinntekt isolert sett kunne tilsi. Spareraten anslås å falle til neste år, for deretter å ta seg opp mot slutten av prognoseperioden.

Svakere vekst i boliginvesteringene

Høy etterspørsel og få usolgte boliger har bidratt til å holde boligprisveksten oppe i første halvdel i år, men prisveksten avtok i sommer. Vi venter at høyere renter vil bidra til at boligprisene faller neste år, før de tar seg noe opp igjen utover i prognoseperioden. Anslagene for boligprisene er nedjustert sammenlignet med forrige rapport. For en nærmere omtale av boligmarkedet se kapittel 5.

Utviklingen i boliginvesteringene har vært svakere enn anslått, se figur 3.6. Prisene på materialer som tre og stål har falt, men er fortsatt på høye nivåer. Bedriftene i Regionalt nettverk rapporterer at mangel på arbeidskraft og høye byggekostnader demper boligbyggingen. Samtidig har salget av nye boliger falt til et lavt nivå og indikerer lavere boligbygging fremover. Sammen med svakere boligprisvekst bidrar dette til at vi venter lavere boliginvesteringer fremover enn i forrige rapport.

Fortsatt høye foretaksinvesteringer

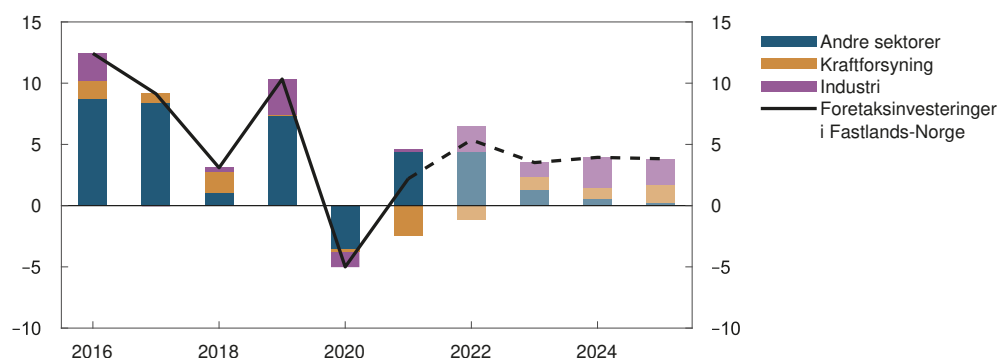
Investeringene i fastlandsbedriftene falt i andre kvartal etter god vekst i første kvartal. Det var særlig tjenesteinvesteringer som avtok. Foretaksinvesteringene har utviklet seg svakere enn ventet.

Bedriftene i Norges Banks regionale nettverk meldte i august at de planla å øke investeringene det neste året, men den planlagte veksten var lavere enn i mai. Prisene på kraft og investeringsvarer har økt betydelig det siste året, og stadig flere bedrifter oppgir at de høye prisene begrenser investeringene. Se nærmere omtale av hvordan høye energipriser påvirker investeringene på side 39.

Høyere rente, svake vekstutsikter og de høye prisene på kraft og investeringsvarer bidrar til å dempe investeringsveksten fremover. Klimaomstillingen ute og hjemme fører imidlertid til at bedriftene vil investere mye for å kutte utslipp og at investeringene innen batterier, hydrogen, kraftforsyning og karbonhåndtering tar seg godt opp. Også høye kraftpriser bidrar til å løfte investeringene innen kraftforsyning fremover. Samlet anslår vi at

Figur 3.7 Høyere investeringer i fastlandsbedriftene

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



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

investeringene i fastlandsbedriftene vil øke med rundt 3–4 prosent årlig de neste årene, se figur 3.7. Vekstanslagene er nedjustert fra forrige rapport.

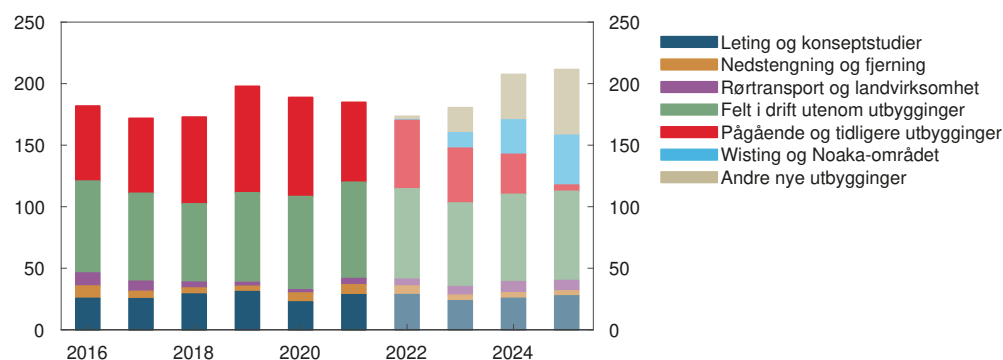
Investeringer innen olje og gass har avtatt de siste årene. Slutføringen av flere store prosjekter bidrar til at petroleumsinvesteringene ventes å falle videre i år. Mot slutten av året vil flere utbyggingsprosjekter settes i gang, stimulert av de midlertidige skatteendringene for oljeselskapene som ble innført i 2020. Det vil bidra til at investeringene øker markert de neste årene, se figur 3.8. Oppgangen forsterkes av at olje og gassprisene anslås å være høye fremover og utsikter til økt europeisk etterspørsel etter gass fra Norge i årene fremover.

Høyere petroleumsinvesteringer gir økt eksport og import

Lavere eksport av sjømat og raffinerte oljeprodukter har ført til at den samlede eksporten fra Fastlands-Norge har falt så langt i år. Økt reisetrafikk til Norge har dempet nedgangen. Vi venter at turisttrafikken vil øke videre fremover, men lavere kjøpekraft hos handelspartnerne bidrar til å dempe oppgangen. Neste år venter vi at eksporten fra oljeleverandørene vil ta seg godt opp, drevet av oppgangen i den globale petroleumsindustrien. Svake vekstutsikter hos våre handelspartnere demper veksten i den øvrige fastlands-eksporten. Styrkingen av kronekursen gjennom prognoseperioden bidrar også til å dempe eksportveksten fremover. Anslagene for eksporten er lavere enn i forrige rapport.

Figur 3.8 Høyere petroleumsinvesteringer i årene fremover

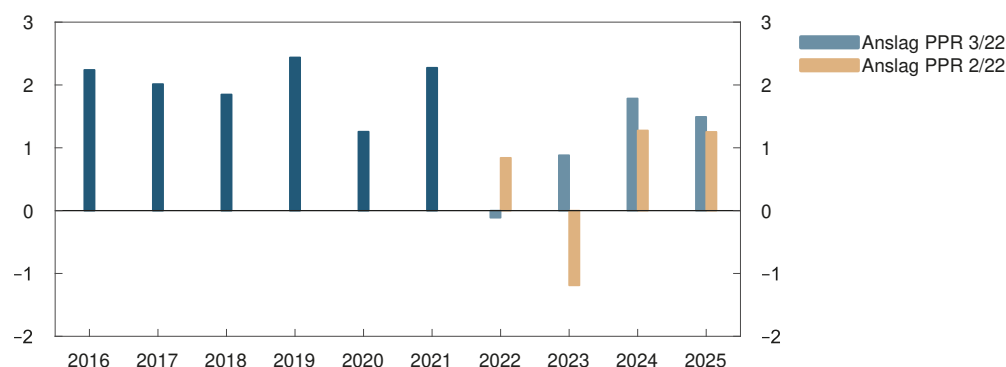
Petroleumsinvesteringer. Faste 2022-priser. Mrd. kroner



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 3.9 Høyere offentlig etterspørsel neste år

Offentlig etterspørsel. Årsvekst. Prosent



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Vi venter sterk importvekst i år, i stor grad drevet av økt reisetrafikk blant husholdningene. Deretter ventes veksten å avta noe. Økte investeringer i fastlandsbedriftene og petroleumsvirksomheten bidrar til å løfte importen de neste årene.

Økt offentlig etterspørsel fremover

Offentlig etterspørsel var svakere enn ventet i andre kvartal og anslås å bli litt lavere i år enn lagt til grunn i forrige rapport, se figur 3.9. Med utsikter til en raskere avdemping i norsk økonomi legger vi til grunn høyere vekst i offentlig etterspørsel fra og med neste år enn anslått i juni.

Den offentlige pengebruken er på et høyt nivå etter en periode med ekspansiv finanspolitikk under pandemien. I år og neste år vil strømstøtte og tiltak i forbindelse med krigen i Ukraina bidra til å holde offentlige utgifter oppe. Avviklingen av de ekstraordinære tiltakene knyttet til håndteringen av pandemien vil på den annen side bidra til lavere utgifter neste år.

Anslagene er usikre

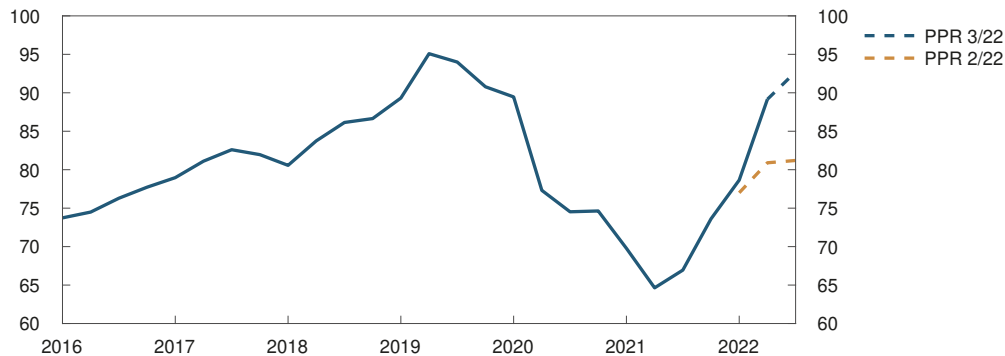
Prognosene for norsk økonomi er mer usikre enn normalt. Usikkerheten rundt den videre utviklingen i energi- og råvarepriser er stor. Dersom prisene på energi blir høyere enn lagt til grunn, kan det redusere lønnsomheten til bedriftene mer enn vi venter og bidra til høyere prisvekst. Det vil kunne føre til lavere foretaksinvesteringer og konsum enn anslått. Høye energipriser gir samtidig økte inntekter til staten. Det kan gi høyere offentlige overføringer enn vi legger til grunn og dermed løfte kjøpekraften til husholdningene.

3.2 Arbeidsmarkedet

Arbeidsmarkedet er stramt

Arbeidsledigheten er lav, og en høy andel av befolkningen er i jobb. Sysselsettingen har økt betydelig det siste året, og i andre kvartal var det nær 150 000 flere i jobb enn på samme tid i fjor. Det var noe høyere enn vi anslo i forrige rapport. Foreløpige tall tyder på at sysselsettingen fortsatte å øke i juli. Veksten i sysselsettingen i 2022 kommer på tross av svak utvikling i BNP. I årets to første kvartaler vokste sysselsettingen med nær 1½ prosent, mens BNP bare økte med ¼ prosent. Det innebærer at produktiviteten har falt.

Figur 3.10 Flere lønnstakere på korttidsopphold
Antall ikke-bosatte lønnstakere. Antall i tusen. Sesongjustert



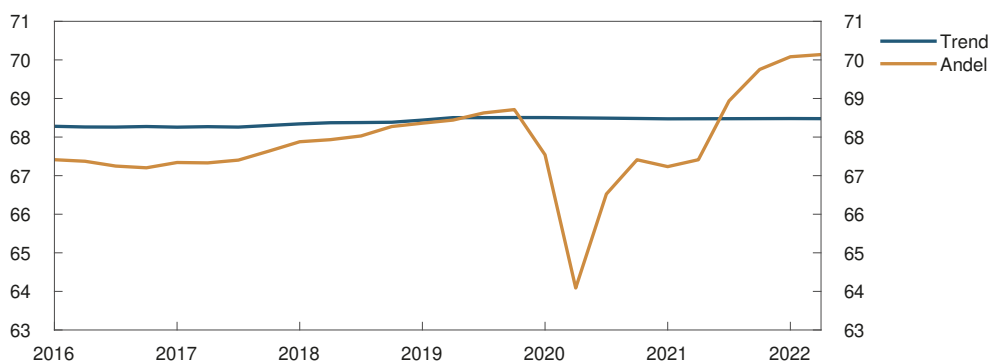
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Oppgangen i sysselsettingen gjenspeiler at færre er arbeidsledige, men også at flere har kommet inn på arbeidsmarkedet. Antall lønnstakere på korttidsopphold i Norge har økt markert den siste tiden, og raskere enn vi så for oss i juni, se figur 3.10.

I tillegg har flere bosatte som før sto utenfor arbeidsmarkedet, kommet i jobb, se figur 3.11. Disse ser ut til å komme fra alle deler av befolkningen, men oppgangen har vært særlig sterk blant bosatte som har innvandret til Norge. Innvandrere og lønnstakere på korttidsopphold har stått for om lag halvparten av veksten i sysselsettingen det siste året.

Ved utgangen av august var 47 900 personer registrert som helt ledige. Justert for normale sesongvariasjoner utgjør det 1,6 prosent av arbeidsstyrken. Det er som anslått i junirapporten. Sist gang ledigheten var like lav som nå, var i 2008. Det er langtidsledigheten som har bidratt til fallet i arbeidsledigheten. Samtidig har tilstrømmingen av nye helt ledige arbeidssøkere økt den siste tiden ifølge NAV, og antallet som har vært ledige i mindre enn seks måneder har økt litt. Det kan tilsa at arbeidsledigheten vil ta seg opp fremover.

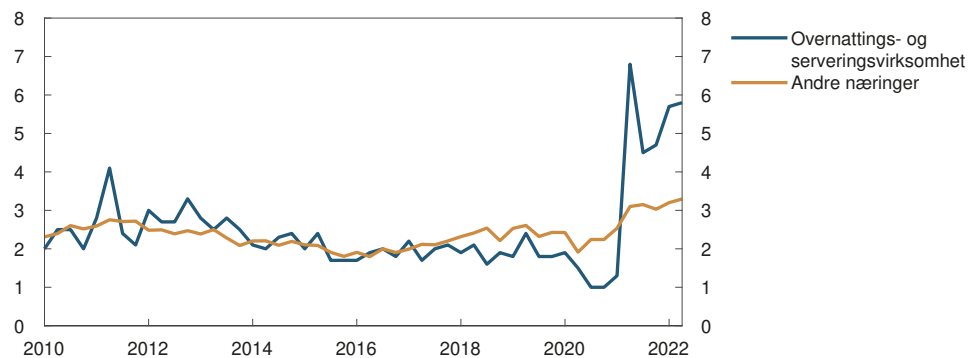
Figur 3.11 Høyere andel av befolkningen i jobb
Sysselsatte som andel av befolkningen. 15–74 år. Prosent



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 3.12 Mange ledige stillinger

Ledige stillinger som andel av alle stillinger. Prosent



Kilde: Statistisk sentralbyrå

Knappheten på arbeidskraft har avtatt

Etterspørselen etter arbeidskraft er høy. Antall ledige stillinger er det høyeste som har vært målt i Statistisk sentralbyrås utvalgsundersøkelse, som går tilbake til 2010. Det er særlig innen overnatting- og serveringsvirksomhet at antall ubesatte stillinger er høyt, men også når vi holder denne næringen utenom, er det mange ledige stillinger, se figur 3.12. Også NAVs statistikk viser at det lyses ut mange nye stillinger, men trenden i antall nye ledige stillinger har falt de siste månedene. Det kan tyde på at etterspørselen etter arbeidskraft er i ferd med å avta.

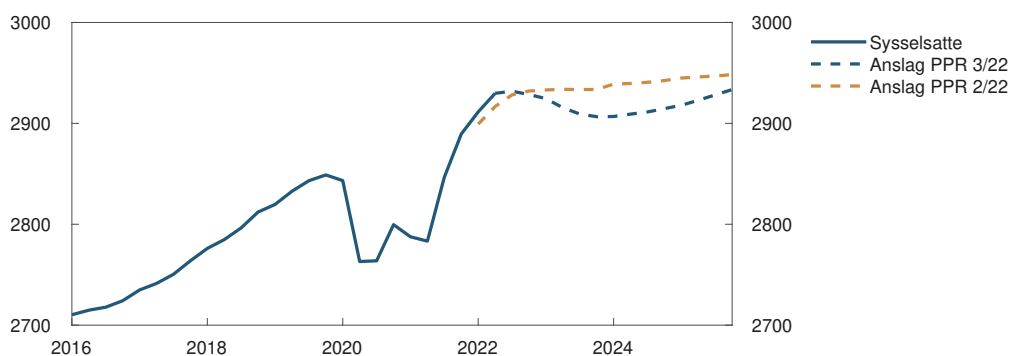
I august meldte 46 prosent av kontaktene i vårt regionale nettverk at knapphet på arbeidskraft begrenset produksjonen. Andelen er lavere enn i mai.

Ledigheten ventes å stige litt

Sysselsettingen anslås å endre seg lite de nærmeste månedene. Kontaktene i Regionalt nettverk ventet i august at sysselsettingen ville øke mindre de neste tre månedene enn den har gjort de siste månedene. Også Norges Banks forventningsundersøkelse indikerer svakere vekst i sysselsettingen den nærmeste tiden.

Figur 3.13 Utsikter til fall i sysselsettingen

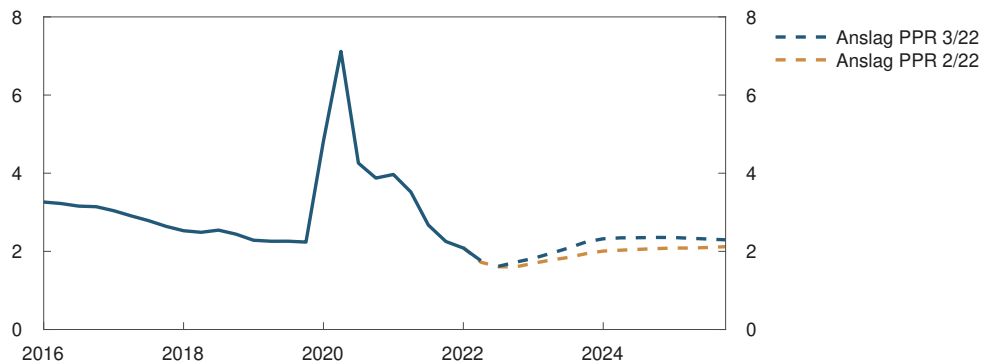
Sysselsatte. Antall i tusen. Sesongjustert



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 3.14 Noe høyere ledighet fremover

Registrert ledighet som andel av arbeidsstyrken. Sesongjustert. Prosent



Kilder: NAV og Norges Bank

Anslagene i denne rapporten innebærer at økonomien har passert toppen av konjunktursyklusen. Det tilsier svakere utvikling i sysselsettingen også videre fremover. Vi anslår at antallet i jobb vil falle de neste to årene og deretter øke litt, se figur 3.13.

Vi venter at antallet arbeidstakere på korttidsopphold fortsatt vil øke fremover. Økende arbeidsledighet i mange land i Øst-Europa ventes å bidra til at flere vil søke arbeid i Norge. Krigen i Ukraina fører til en økning i antall flyktninger til Norge. Vi ser for oss at en del av disse vil komme inn i det norske arbeidsmarkedet de nærmeste årene. Isolert sett bidrar det til å dempe presset i arbeidsmarkedet. På den annen side venter vi at lavere økonomisk aktivitet vil dempe arbeidstilbudet noe de nærmeste årene.

Arbeidsledigheten ventes å øke gravis fremover, og nå en topp i 2024 om lag på nivå med tiden like før pandemien, se figur 3.14. Anslagene for ledigheten er litt høyere enn i forrige rapport.

OMSLAG I NORSK ØKONOMI

Vår vurdering er at kapasitetsutnyttningen i norsk økonomi er høyere enn normalt, men at den har begynt å avta. Omslaget i økonomien har kommet noe raskere enn vi så for oss i forrige rapport og ser ut til å bli mer markert. Vi venter at kapasitetsutnyttningen faller under et normalt nivå i andre halvår neste år og deretter blir værende under et normalt nivå gjennom resten av prognoseperioden.

Kapasitetsutnyttningen, eller produksjonsgapet, uttrykker hvor mye av de samlede ressursene i økonomien som er i bruk. Produksjonsgapet er definert som forskjellen mellom den faktiske produksjonen (BNP) og produksjonspotensialet i økonomien. Økonomiens produksjonspotensial bestemmes av produktivitetstrenden og sysselsettingstrenden.

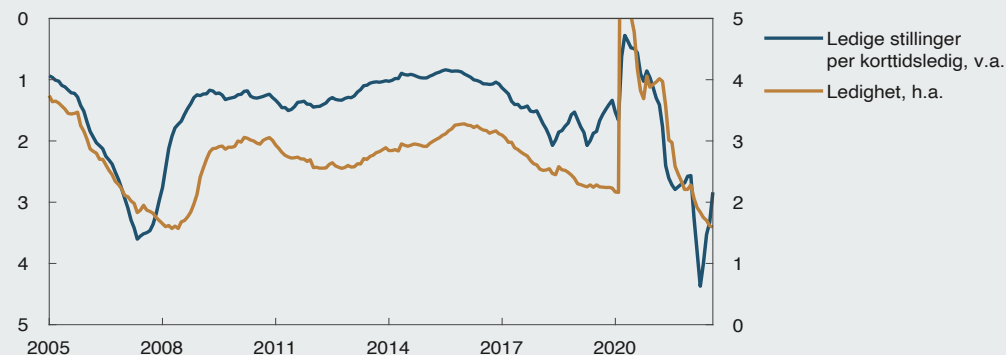
Produksjonspotensialet og produksjonsgapet kan ikke observeres og må derfor anslås. Vårt anslag på produksjonsgapet bygger på en samlet vurdering av en rekke indikatorer og modeller. Vi legger særlig vekt på utviklingen i arbeidsmarkedet.

Vår vurdering er at kapasitetsutnyttningen nådde et normalt nivå i løpet av høsten 2021, etter å ha steget gjennom året. Oppgangen fortsatte inn i 2022. I andre kvartal falt ledigheten, og sysselsettingen var noe høyere enn ventet, samtidig som også tilbudet av arbeidskraft økte noe mer enn vi så for oss. Samlet sett er vår vurdering at produksjonsgapet i andre kvartal var i overkant av 2 prosent, som anslått i forrige rapport.

Inn i tredje kvartal er det klare tegn til at kapasitetsutnyttningen har begynt å avta. BNP for Fastlands-Norge falt i juli. Tilstrømmingen av nye helt ledige arbeidssøkere har økt den siste tiden, og antall korttidsledige har økt. Beholdningen av nye stillinger holder seg fortsatt høy, men antall nye utlyste stillinger har avtatt de siste månedene. Flere korttidsledige og færre nye utlyste stillinger har ført til at antall korttidsledige per stilling har økt i det siste, se figur 3.A. Det kan indikere at også arbeidsledigheten vil øke fremover.

Bedriftene i Regionalt nettverk meldte i august om at kapasitetsutnyttningen var høy, men likevel noe lavere enn i mai. Knappheten på arbeidskraft var fortsatt stor, men ikke

Figur 3.A Tegn til at det snur i arbeidsmarkedet
Ledighet som andel av arbeidsstyrken i prosent. Sesongjustert



Kilder: NAV, Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

like stor som i mai, ifølge kontaktene. Indikatorene fra Regionalt nettverk tyder på at kapasitetsutnyttningen avtok i tredje kvartal, se figur 3.B. Samlet anslår vi at produksjons-gapet har avtatt til noe under 2 prosent i tredje kvartal som er lavere enn anslått i forrige rapport (se figur F på side 9).

Vi venter at veksten i fastlandsøkonomien blir svak fremover. Kapasitetsutnyttningen anslås å avta videre og komme under et normalt nivå i andre halvår neste år. Vi ser for oss at den fortsatt vil være noe under et normalt nivå ved utgangen av 2025.

Siden forrige rapport har vi justert ned anslaget for produksjonspotensialet. Det må ses i sammenheng med at produktiviteten nok en gang har utviklet seg svakt og svakere enn ventet, se venstre panel i figur 3.C. Produktivetsveksten i Norge har avtatt over tid, men har vært ekstra svak de siste årene. Trendveksten i produktiviteten¹ har falt fra et høyt nivå før finanskrisen til om lag 0,6 prosent nå, se høyre panel i figur 3.C. Informasjon fra nasjonalregnskapet og Regionalt nettverk, samt vurderinger av BNP og sysselsettingsutviklingen indikerer at produktiviteten vil være 1,3 prosent lavere ved utgangen av året enn anslått i forrige rapport. Den svake utviklingen i år gjør at vi nå anslår at produktiviteten vil være lavere enn tidligere anslått også de neste årene.

Vi har samtidig oppjustert anslaget for sysselsettingspotensialet i lys av at det ser ut til å komme flere lønnstakere på korttidsopphold enn ventet. Det har isolert sett løftet anslaget for produksjonspotensialet.

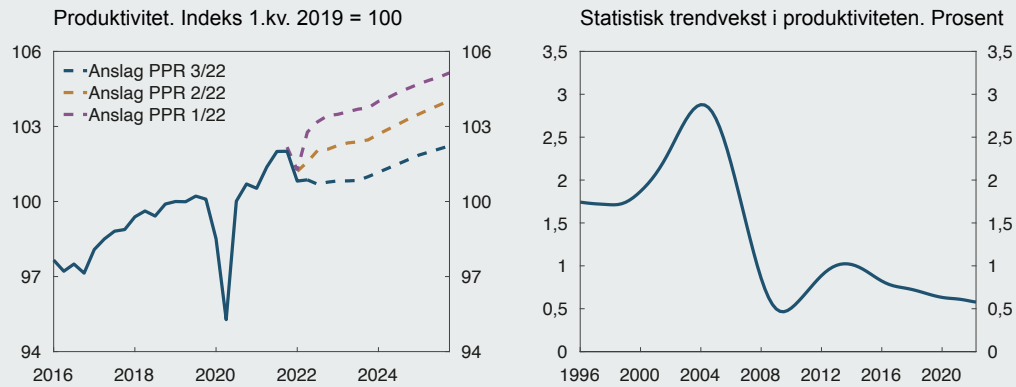
Samlet anslår vi at produksjonspotensialet fremover vil vokse med i overkant av 1 prosent årlig, som følge av en vekst i sysselsettingstrenden på ½ prosent og en vekst i produktivitetstrenden på litt over ½ prosent. Anslagene for trendveksten fremover er litt lavere enn i forrige rapport.

Figur 3.B Lavere kapasitetsutnyttning blant bedriftene



Kilde: Norges Bank

¹ Målt ved veksten i trendkomponenten fra et Hodrick og Prescott-filter med lambda = 1600.

Figur 3.C Svak produktivetsutvikling

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

3.3 Priser og lønninger

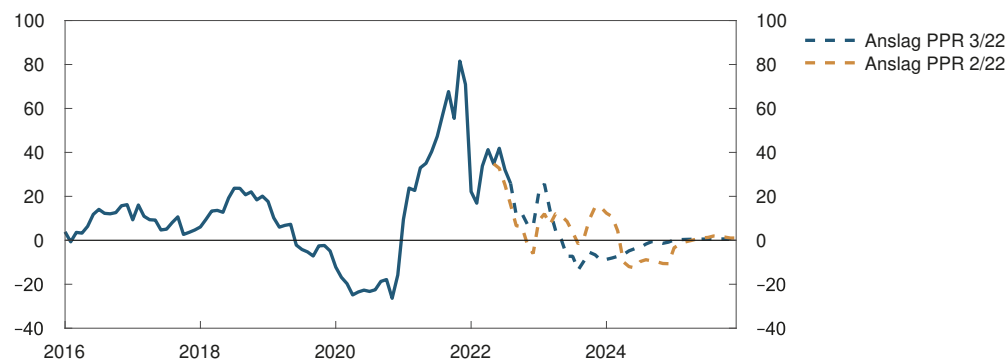
Høy prisvekst

Konsumprisene stiger nå raskt, og raskere enn vi anslo i forrige rapport. Etter en årsvekst i konsumprisindeksen (KPI) på 3,5 prosent i fjor har tolv månedersveksten økt gjennom 2022. I august var KPI 6,5 prosent høyere enn i august i fjor. En viktig årsak til oppgangen er at prisene på energivarer har steget kraftig, se figur 3.15.

Også veksten i KPI justert for avgiftsendringer og uten energivarer (KPI-JAE) har tatt seg opp. Tolv månedersveksten i KPI-JAE har økt fra omkring 1 prosent i fjor høst til 4,7 prosent i august i år. Også andre indikatorer for underliggende inflasjon har steget det siste året og ligger klart over inflasjonsmålet på 2 prosent, se figur 3.16.

Figur 3.15 Sterk vekst i prisene på energivarer

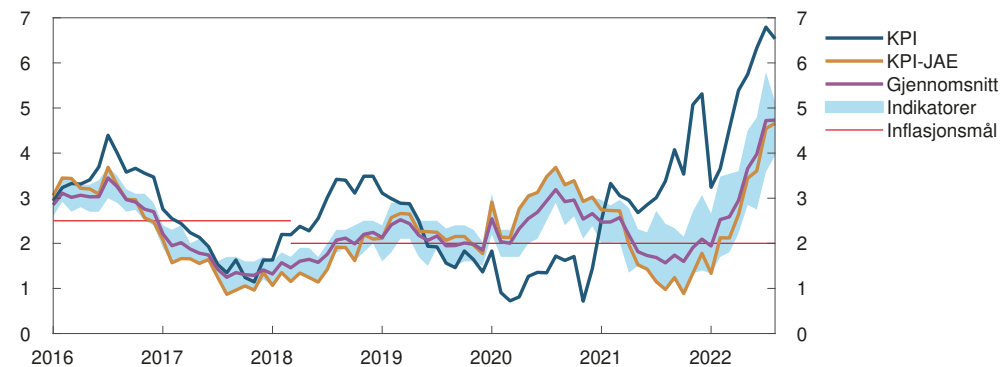
Energiprisindeksen i KPI. Tolv månedersvekst. Prosent



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 3.16 Konsumprisveksten har økt

KPI og indikatorer for underliggende inflasjon. Tolvmånedersvekst. Prosent



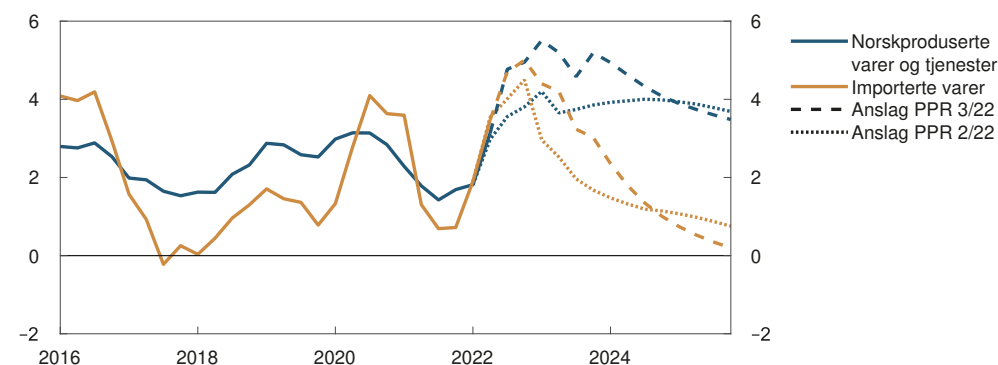
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Prisveksten har økt for de fleste vare- og tjenestegrupper, og særlig for matvarer og alkoholfri drikke. Også prisveksten på hotell- og restauranttjenester har vært sterk den siste tiden. Det reflekterer trolig høy etterspørsel, økte lønnskostnader og høyere priser på mat. Oppgang i prisveksten på transportvarer og -tjenester utenom fly gjenspeiler trolig økte drivstoffpriser og høyere etterspørsel etter reiser etter pandemien. Husleieprisene har også steget litt raskere den siste tiden, men veksten er lavere enn i KPI-JAE samlet.

Prisveksten på norskproduserte varer og tjenester har steget den siste tiden, og mer enn vi anslo i junirapporten, se figur 3.17. Tolvmånedersveksten i prisene på varer og tjenester som produseres i Norge var 4,7 prosent i august. Fremover venter vi at deler av de økte strømkostnadene for bedriftene vil veltes over i utsalgsprisene (se ramme på side 39). Vi venter at det, sammen med økte kostnader til lønn og innsatsvarer vil føre til at prisveksten på innenlandsproduserte varer og tjenester vil fortsette å stige den nærmeste tiden. Den svake utviklingen i produktiviteten vil trolig også løfte prisveksten. Etter hvert venter vi at lavere kapasitetsutnyttning og fall i energiprisene vil bidra til å dempe prisveksten på norskproduserte varer og tjenester.

Figur 3.17 Høyere inflasjon enn ventet

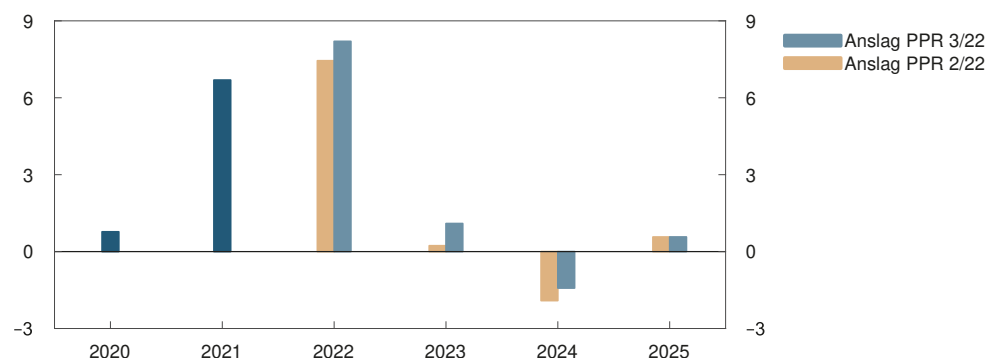
Norskproduserte varer og tjenester og importerte varer i KPI-JAE. Firekvartalersvekst. Prosent



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 3.18 Sterke prisimpulser fra utlandet

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



Kilder: Refinitiv Datastream og Norges Bank

Tolvmånedersveksten i prisene på importerte konsumvarer var 4,7 prosent i august. Økte prisimpulser fra utlandet, se figur 3.18, gjenspeiler oppgangen i prisene på energi og råvarer internasjonalt, men også at fraktprisene fortsatt er høye. Fra neste år anslår vi at prisimpulsene fra utlandet vil bli svakere, som følge av utsikter til lavere vekst i produsentprisene og at fraktprisene anslås å falle. Sammen med en noe sterkere krone venter vi at det vil dempe prisveksten på konsumvarer vi importerer.

Vi anslår at firekvartalersveksten i KPI-JAE vil øke til 5,3 prosent i første kvartal neste år og deretter avta gradvis til 2,4 prosent ved utgangen av 2025.

Anslagene for inflasjonen de neste par årene er klart høyere enn i forrige rapport, men lite endret mot slutten av prognoseperioden.

Terminprisene på energi, som vi legger til grunn i anslagene, indikerer at prisene både på strøm og drivstoff vil løfte KPI gjennom vinteren. Deretter ventes veksten i energiprisene å avta markert. Strømstøtteordningen til husholdningene bidrar til å dempe strømprisene i KPI. I anslagene legger vi til grunn at ordningen videreføres gjennom hele prognoseperioden. Vi venter at firekvartalersveksten i KPI vil holde seg høy frem til første kvartal neste år og deretter avta. Firekvartalersveksten i KPI ved utgangen av 2025 anslås til 2,3 prosent.

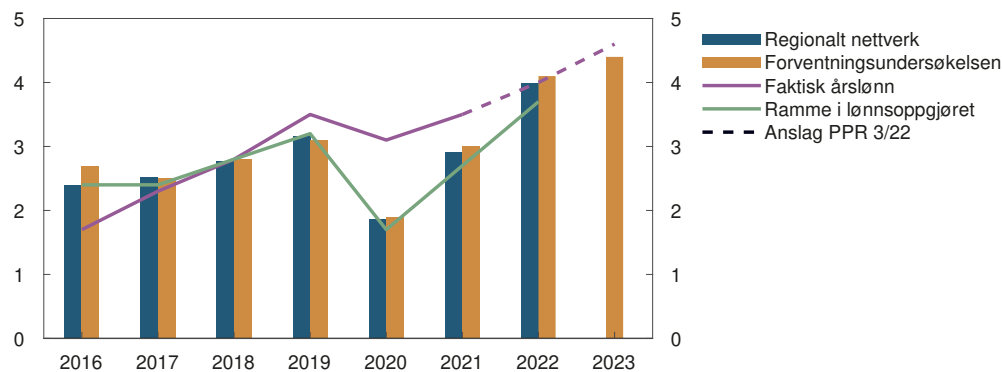
Høyere lønnsvekst, men svak reallønnsutvikling

Tilstrammingen i arbeidsmarkedet har bidratt til at lønnsveksten har tatt seg gradvis opp de siste par årene.

Årslønnsveksten i fjor ble 3,5 prosent. I forrige rapport anslo vi at lønnsveksten ville øke videre til 3,9 prosent i år. Lønnstatistikk for andre kvartal i år indikerer at lønnsveksten kan ha vært litt høyere enn vi så for oss i juni. Samtidig har forventningene til lønnsveksten i år steget litt. Samlet venter partene i arbeidslivet nå en lønnsvekst på 4,1 prosent i år ifølge Norges Banks forventningsundersøkelse, se figur 3.19. Kontaktene i vårt regionale nettverk venter at lønnsveksten blir 4,0 prosent. Vi har oppjustert anslaget for årslønnsveksten i år til 4,0 prosent.

Forventningene til lønnsveksten neste år har steget ifølge Forventningsundersøkelsen, og samlet venter partene i arbeidslivet nå en lønnsvekst på 4,4 prosent i 2023.

Figur 3.19 Forventninger om høyere lønnsvekst
Årslønnsvekst. Prosent



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

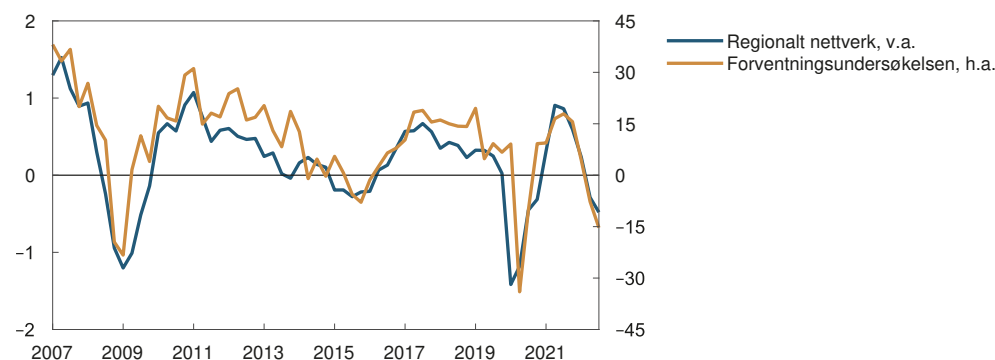
Vi anslår at lønnsveksten blir høyere neste år enn i år, drevet av utsikter til at konsumprisveksten blir høy. Forventningsundersøkelsen og Regionalt nettverk indikerer samtidig svekket lønnsomhet i bedriftene, se figur 3.20. Det gjenspeiler trolig at bedriftene ikke fullt ut får veltet økte kostnader til strøm og andre innsatsvarer over i prisene, i tillegg til at produktiviteten har utviklet seg svakt den siste tiden. Sammen med en gradvis økning i arbeidsledigheten ventes lavere lønnsomhet isolert sett å dempe lønnsveksten.

Høye priser på gass gir en sterk bedring i Norges bytteforhold overfor utlandet. Historisk har bedret bytteforhold bidratt til å løfte lønnsveksten, blant annet ved at økte oljepriser har ført til økte oljeinvesteringer og økt lønnsomhet i leverandørnæringen. Oppgangen i gassprisene ventes ikke i samme grad å øke aktiviteten på kort sikt, men litt utover i prognoseperioden venter vi at de økte petroleumsinntektene vil gi økt aktivitet og løfte lønnsomheten i fastlandsbedriftene. Nedgang i strømprisene utover i prognoseperioden vil også redusere bedriftenes kostnader og gi rom for økt lønnsvekst.

Vi anslår at lønnsveksten blir 4,6 prosent i 2023 og deretter avtar, se figur 3.21. Anslagene er lite endret fra forrige rapport.

Figur 3.20 Svekket lønnsomhet i bedriftene

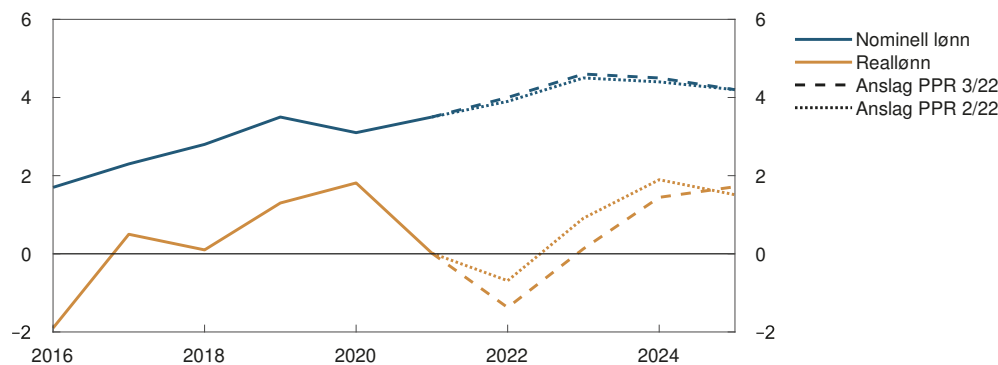
Endring i driftsmarginen ifølge Regionalt nettverk og Forventningsundersøkelsen



Kilder: Epinion, Ipsos, Opinion og Norges Bank

Figur 3.21 Svak reallønnsutvikling

Årsvekst. Prosent



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Etter at reallønnen holdt seg uendret i fjor, ligger det an til en klar reallønnsnedgang i år. I våre prognoser er veksten i reallønnen nær null i 2023. Fra 2024 anslår vi at lønningene igjen vil stige mer enn konsumprisene. Anslagene innebærer en årlig reallønnsvekst omkring 0,5 prosent i gjennomsnitt for årene 2022 til 2025. Det er lavere enn i forrige rapport.

Vi er uvanlig usikre på pris- og lønnsutviklingen fremover. Terminprisene på energi har svingt mye den siste tiden, og prisene kan vise seg å bli betydelig høyere eller lavere enn terminprisene nå indikerer, og som vi legger til grunn. Samtidig er det stor usikkerhet om hvordan historisk høye strømpriser vil påvirke lønnsdannelsen og bedriftenes prissetting. Her er det lite erfaring å bygge på.

Høye strømpriser gir en betydelig økning i inntektene til staten og kommunene, mens det øker kostnadene for private bedrifter og husholdninger, også når vi tar hensyn til strømstøtteordninger. I anslagene for pris- og lønnsveksten legger vi til grunn at kostnadene vil bæres dels av arbeidstakerne som vil få en svak reallønnsutvikling og dels av bedriftene som får svekket sin lønnsomhet. Byrdefordelingen mellom bedrifter og arbeidstakere kan bli en annen enn vi ser for oss, slik at også lønns- og prisveksten blir en annen.

Dersom arbeidstakerne forhandler seg til en sterkere lønnsutvikling enn vi ser for oss, kan også prisveksten i sin tur bli høyere. Skulle på den annen side bedriftene velte en mindre del av energikostnadene over i prisene, vil det gi lavere prisvekst og lavere lønnsomhet. Det vil bidra til å dempe lønnsveksten.

Det er også mulig at de store energiinntektene vil føre til økte offentlige overføringer eller støtteordninger. Støtteordninger kan på den ene siden bidra til at pris- og lønnsveksten dempes. På den annen side kan det øke etterspørselen i økonomien, noe som isolert sett kan øke pris- og lønnsveksten.

FORVENTNINGER OM HØYERE PRISVEKST

Forventningene til prisveksten har steget den siste tiden. Inflasjonsforventningene har en tendens til å stige når inflasjonen avviker mye fra målet.

Forventningene til prisveksten, slik de måles i Norges Banks forventningsundersøkelse, har økt den siste tiden, se figur 3.D. Prisforventningene er høyest på ett års sikt, men også forventningene til prisveksten på lengre sikt har økt og ligger over inflasjonsmålet på 2 prosent.

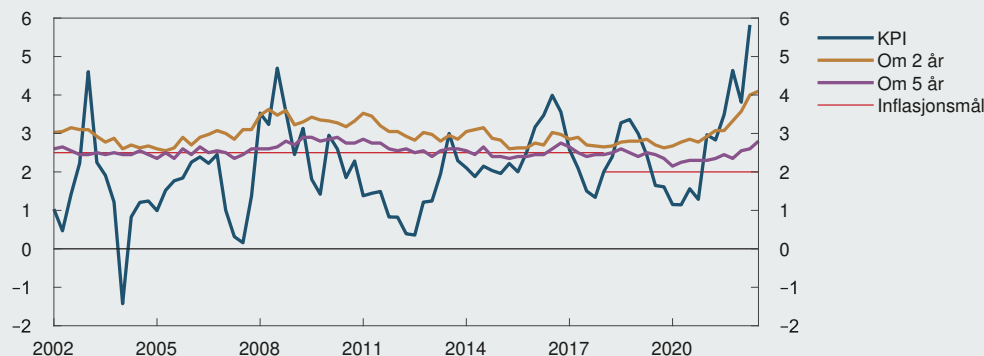
Forventninger om fremtidig inflasjon kan ha betydning for mange økonomiske beslutninger, som lønns- og prisfastsetting. Når forventningene til prisveksten på mellomlang og lang sikt reagerer lite på ny informasjon og ligger nær inflasjonsmålet, omtaler vi inflasjonsforventningene som forankret. Forankrede inflasjonsforventninger virker i seg selv stabiliserende på lønns- og prisfastsettingen. Så lenge det er tillit til at inflasjonen vil være lav og stabil, vil svingninger i prisveksten rundt målet på 2 prosent trolig ikke ha vesentlige samfunnsøkonomiske kostnader. Da kan pengepolitikken også bidra til en stabil utvikling i realøkonomien.

I forventningsundersøkelsen stiller vi spørsmål til partene i arbeidslivet og økonomer i finansnæringen og i academia om hva de tror om konsumprisveksten ett år frem, to år frem og fem år frem i tid. Også husholdninger og næringslivsledere får spørsmål om prisforventninger ett år og to til tre år frem. Inflasjonsforventningene har vært økende for alle gruppene siden i fjor vår. I samme periode har også den faktiske konsumprisveksten vært stigende.

Utviklingen den siste tiden kan tyde på at den uvanlig høye prisveksten har ført til at inflasjonsforventningene har økt. Ser vi på utviklingen over en lengre tidsperiode, ser vi at samvariasjonen mellom KPI og langsiktige inflasjonsforventninger tar seg litt opp i perioder der inflasjonen avviker mye fra målet, men den har variert mye over tid, se figur 3.E.

Figur 3.D Inflasjonsforventningene har økt

Forventninger til inflasjonen frem i tid. Prosent

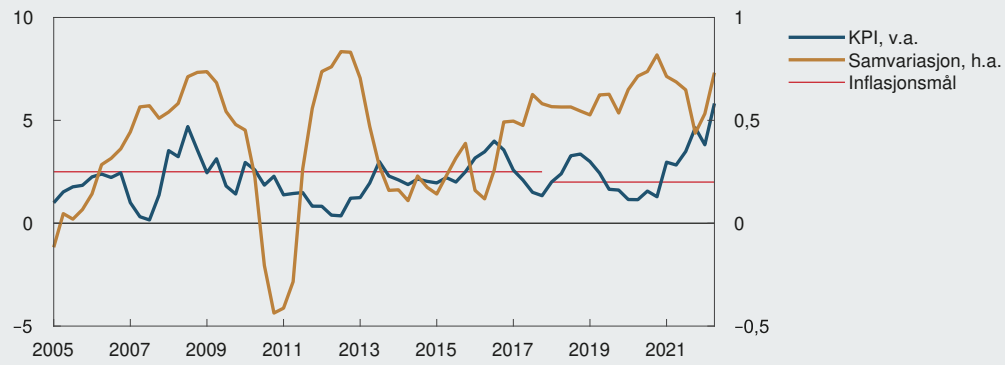


Kilder: Epinion, Ipsos, Opinion og Statistisk sentralbyrå

Figur 3.E Inflasjonsforventningene har økt når inflasjonen har vært høy

KPI. Prosent.

Samvariasjon mellom KPI og langsiktige inflasjonsforventninger



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

KRAFTPRISENE ØKER UNDERLIGGENDE INFLASJON OG DEMPER INVESTERINGENE

De svært høye prisene på kraft gir økte kostnader for norske bedrifter utenom kraftsektoren. Vi legger til grunn at bedriftene venter deler av kostnadsveksten over i sine utsalgspriser, men at kostnadsøkningen også svekker lønnsomheten for bedriftene. Lavere lønnsomhet fører til lavere investeringer og produksjon, samtidig som høye priser på kraft og gass øker investeringene innen kraftforsyning og petroleumsvirksomhet.

For de fleste bedriftene, med unntak av kraftkrevende industri, varierer strømutfgiftene i takt med spotprisen på kraft, se venstre panel i figur 3.F. Historisk har imidlertid svingninger i kraftprisene vært relativt kortvarige og strømutfgifter har samlet sett utgjort en liten del av driftskostnadene for norske bedrifter. Vi finner lite empirisk belegg for at svingninger i strømkostnader har hatt vesentlig betydning for bedriftenes prissetting og investeringsatferd, og effekter av kraftpriser har ikke vært inkludert i våre modeller.

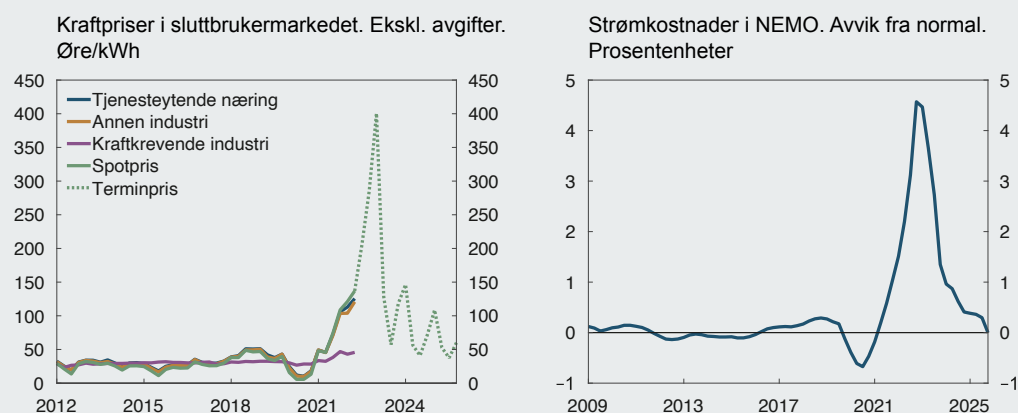
Kraftprisene har steget svært mye siden i fjor sommer, og fremtidsprisene tyder på at prisene vil være høye også i årene fremover.¹ Økningen i strømutfgiftene vil trolig ha så store effekter på bedriftenes kostnader at vi nå må ta hensyn til dette i vårt modellapparat.

Effekter på bedriftens kostnader og konsekvenser for konsumprisene

Vi legger til grunn at bedriftene øker sine utsalgspriser som følge av de høye strømkostnadene. Dermed vil prisoppgangen på kraft ikke bare ha effekt på energiprisene i KPI, men også indirekte via prisene på andre varer og tjenester i prisindeksen (KPI-JAE).

I analysene i denne rapporten har vi introdusert strømkostnader i NEMO og benyttet modellen for å forsøke å tallfeste effekten av økte kraftpriser på KPI-JAE. Den nye variabelen i NEMO er basert på en kostnadsindeks som anslår hvordan kraftprisene påvirker bedriftenes driftskostnader, se høyre panel i figur 3.F.² De nye strømkostnadene i NEMO

Figur 3.F Høyere elektrisitetspriser påvirker bedriftenes kostnader



Kilder: NordPool, Statistisk Sentralbyrå og Norges Bank

- 1 Regjeringens strømstøtte for bedriftene demper litt av oppgangen i de samlede strømkostnadene, og reduserer konsekvensene for noen av de mest utsatte bedriftene.
- 2 Anslagene for bedriftenes strømutfgifter er basert på tallmaterialet fra Eika, L. (2022) *Moderate strømsjokk for de fleste i næringslivet*. SSB.no.

bidrar til å løfte anslaget for årsveksten i KPI-JAE med i overkant av ½-prosentenhet neste år. I likhet med hva som er tilfelle for andre typer kostnader i analyserammeverket vårt, legger vi til grunn at det vil ta noe tid før alle bedrifter får justert sine utsalgspriser og at kostnadsveksten ikke får fullt gjennomslag til konsumprisene på kort og mellomlang sikt.

Effekter på investeringer og produksjon

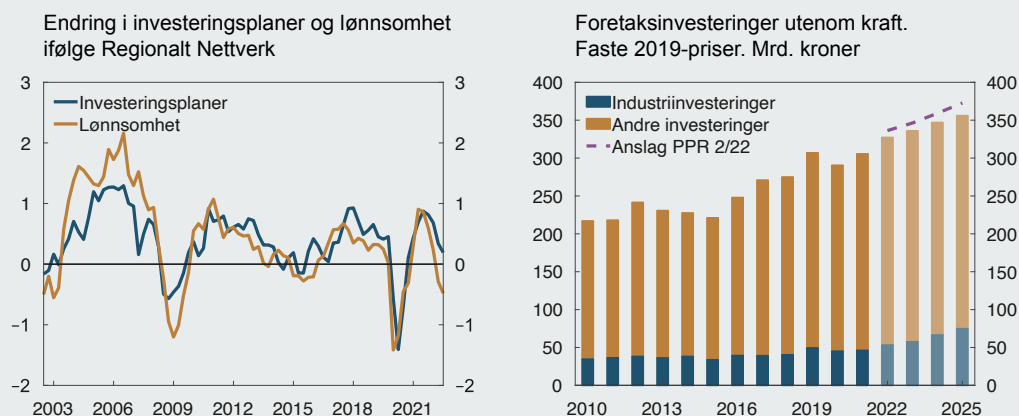
Gitt at bedriftene ikke tar ut hele kostnadsveksten i økte utsalgspriser vil kraftprisoppgangen bidra til å svekke lønnsomheten. Høye strømutgifter fører til at noen bedrifter stenger ned eller reduserer sin produksjon, men vi venter at nedstengingene vil ha begrenset effekt for samlet aktivitetsnivå i økonomien.

Historisk har det vært tett sammenheng mellom utviklingen i bedriftenes lønnsomhet og deres investeringsplaner, se venstre panel i figur 3.G. Svekket lønnsomhet begrenser bedriftenes investeringsevne og demper forventet lønnsomhet av investeringsprosjekter. Økningen i kraftprisene har bidratt til at vi har nedjustert våre anslag på foretaksinvesteringene utenom kraftsektoren, se høyre panel i figur 3.G.

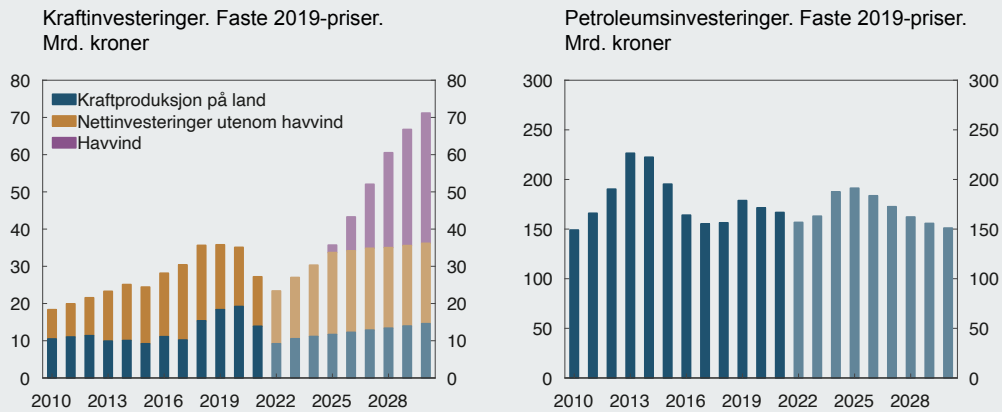
På den annen side gir høye energipriser økte investeringer i norsk og internasjonal energi-produksjon. Høye kraftpriser bidrar til at anslagene for investeringer i norsk kraftforsyning er høyere enn ved forrige rapport. Utsikter til vedvarende høye kraftpriser bedrer forventet lønnsomhet i ny kraftproduksjon, men vi legger til grunn at investeringene er lite prissensitive på kort sikt fordi det tar tid å prosjektere nye investeringer. Vi venter at kraftinvesteringene vil falle i år for så å øke mye de neste årene, se venstre panel i figur 3.H. Særlig venter vi at store havvindutbygginger bidrar til sterk vekst i kraftinvesteringene i andre halvdel av 2020-tallet.

Høye gasspriser øker investeringene i petroleumsvirksomheten. Vi venter imidlertid at effekten er begrenset, ettersom mye av potensialet for økte investeringer er tatt ut som følge av oljeskattepakken fra 2020. Vi anslår at olje- og gassinvesteringene øker markert frem til midten av tiåret, før de faller betydelig frem mot 2030, se høyre panel i figur 3.H.

Figur 3.G Lavere lønnsomhet demper investeringene



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 3.H Kraftig vekst i energiinvesteringene

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Forventninger om økte investeringer innen olje, gass, havvind og annen energiproduksjon internasjonalt bidrar til at vi har oppjustert anslagene for eksporten fra leverandørindustrien.

Samlet anslår vi at effekten av de høye energiprisene vil være negativ for investeringene i perioden frem mot 2025. Det er stor usikkerhet knyttet til hvordan prisoppgangen påvirker bedriftenes tilpasninger. Uten historiske sammenligningsgrunnlag og med stor usikkerhet knyttet til den videre utviklingen i kraftprisene, bidrar kraftsituasjonen til stor usikkerhet rundt inflasjonsanslagene. Det er også usikkerhet knyttet til konsekvensene for investeringer og produksjon.

4 Pengepolitisk analyse

Styringsrenten ble hevet fra 1,75 til 2,25 prosent på komitémøtet 21. september. Slik komiteen nå vurderer utsiktene og risikobildet, vil styringsrenten mest sannsynlig settes videre opp i november. I denne rapporten er det lagt til grunn at renten økes til rundt 3 prosent i løpet av vinteren.

Inflasjonen er klart over målet, og det er utsikter til at den vil holde seg høy lenger enn tidligere anslått. Komiteens vurdering er at det er behov for en høyere rente for å bringe inflasjonen ned mot målet. En raskere renteoppgang nå reduserer risikoen for at prisveksten fester seg på et høyt nivå.

Prognosene er mer usikre enn normalt. Våre anslag for inflasjon, kapasitetsutnyttning og styringsrenten har endret seg mye det siste året. Dersom utsiktene eller komiteens vurdering av sammenhengene i økonomien endres, vil også rentebanen justeres.

4.1 Mål og tilbakeblikk

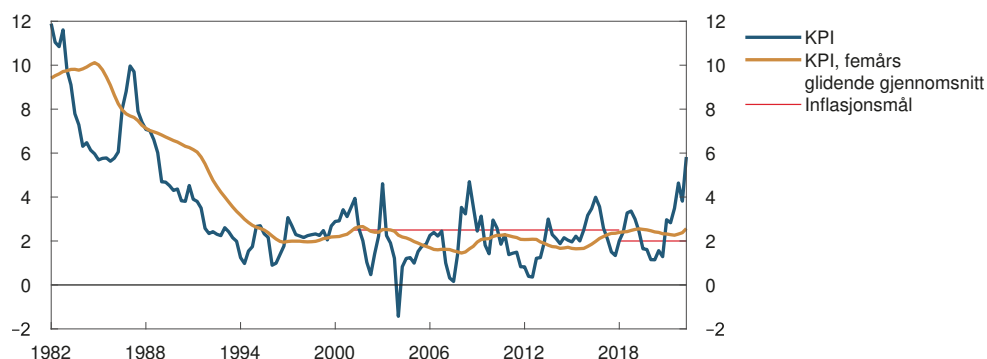
Det overordnede målet for pengepolitikken er lav og stabil inflasjon. Det operative målet er en årsvekst i konsumprisene som over tid er nær 2 prosent. Fra innføringen av inflasjonsmålet i 2001 til mars 2018 var måltallet 2,5 prosent. Et glidende snitt av årsveksten i konsumprisene har siden 2001 ligget nær 2 prosent, se figur 4.1. Siden starten av 2021 har imidlertid veksten i KPI i gjennomsnitt vært over målet.

Inflasjonsstyringen skal være fremoverskuende og fleksibel, slik at den kan bidra til høy og stabil produksjon og sysselsetting samt til å motvirke oppbygging av finansielle ubalanser. Den pengepolitiske strategien er nærmere beskrevet i ramme på side 48.

For å bidra til å stabilisere inflasjonen rundt målet har styringsrenten i flere omganger blitt hevet det siste året. Prognosen i forrige rapport innebar at styringsrenten ville heves til 1,5 prosent i august og deretter settes videre opp til rundt 3 prosent frem mot

Figur 4.1 Inflasjonen i snitt nær målet på to prosent

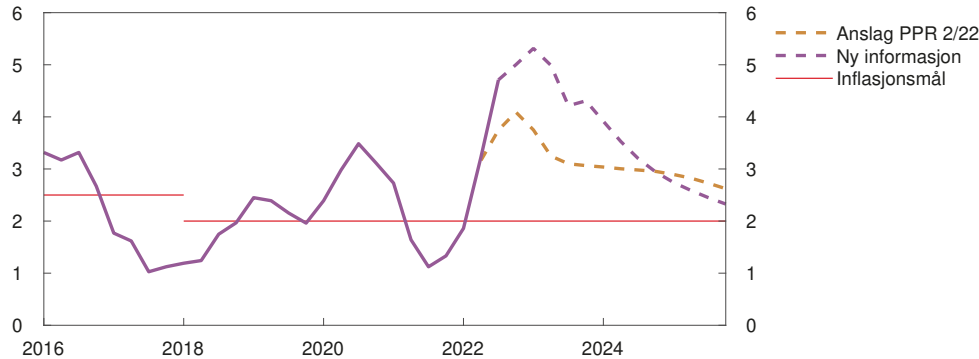
KPI. Firekvartalersvekst. Prosent



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 4.2 Høyere inflasjon

KPI-JAE. Anslag betinget på ny informasjon om den økonomiske utviklingen og prognosen for styringsrenten fra PPR 2/22. Firekvartalersvekst. Prosent



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

sommeren neste år. Høyere inflasjon enn ventet førte til at styringsrenten ble hevet til 1,75 prosent i august.

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. I denne øvelsen ser vi spesielt på utsiktene for kapasitetsutnyttningen og prisveksten, som er to viktige hensyn komiteen legger vekt på i utformingen av pengepolitikken.

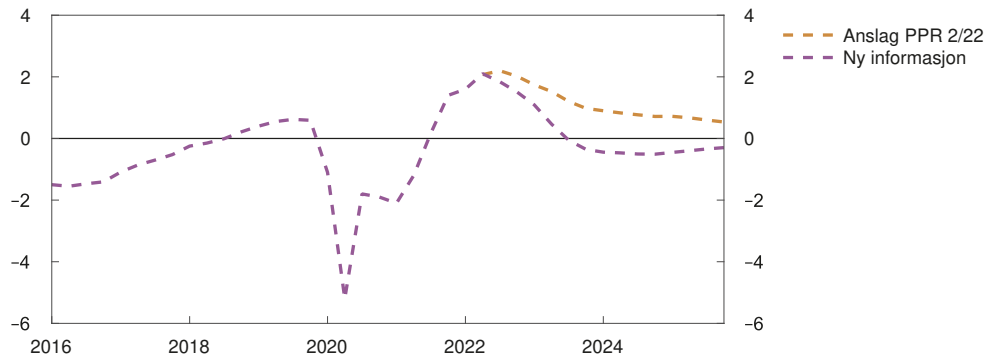
Underliggende prisvekst målt ved KPI-JAE har tiltatt den siste tiden. Økte terminpriser på energi tilsier at bedriftenes kostnader vil fortsette å øke mer enn ventet. Vi legger til grunn at dette vil slå ut i høyere priser på varer og tjenester i tiden som kommer. I tillegg anslår vi at de internasjonale prisimpulsene blir sterkere enn tidligere lagt til grunn for første del av prognoseperioden. I øvelsen med ny informasjon og uendret rentebane er anslaget for prisveksten vesentlig oppjustert for de neste to årene, men er litt lavere i siste del av anslagsperioden, se figur 4.2.

Kapasitetsutnyttningen i økonomien er høyere enn normalt, men vi vurderer den nå til å være noe lavere enn lagt til grunn i forrige rapport. Høyere pris- og kostnadsvekst enn ventet demper husholdningenes realinntekt og bedriftenes lønnsomhet. Det trekker ned anslagene for konsum og investeringer. Samtidig bidrar svakere etterspørsel enn anslått fra Norges handelspartnere til å redusere eksporten fra fastlandsøkonomien. I øvelsen med ny informasjon og uendret rentebane faller produksjonsgapet raskere enn anslått i forrige rapport og blir omkring én prosentenheter lavere i løpet av neste år, se figur 4.3.

Den modelltekniske øvelsen illustrerer avveilingen komiteen står overfor i innretningen av pengepolitikken. Inflasjonsutsiktene indikerer at det er behov for strammere pengepolitikk enn vi så for oss i juni. Det vil dempe prisveksten og gjøre at den kommer mer ned fra et høyt nivå enn dersom rentebanen forblir uendret. Utsikter til lavere produksjon og sysselsetting indikerer isolert sett at renten bør settes noe lavere enn inflasjonen alene tilsier.

Figur 4.3 Utsikter til lavere kapasitetsutnyttning

Anslag på produksjonsgapet. Betinget på ny informasjon om den økonomiske utviklingen og prognosen for styringsrenten fra PPR 2/22. Prosent



Kilde: Norges Bank

En enkel regel indikerer økt styringsrente

En estimert enkel regel, som er basert på hvordan Norges Bank tidligere har satt renten, oppsummerer det historiske reaksjonsmønsteret i pengepolitikken, se Pengepolitisk rapport 2/22. Når vi kombinerer denne regelen med endringen i anslagene for produksjonsgap og inflasjon, får vi en indikasjon på hvordan pengepolitikken normalt har reagert på tilsvarende informasjon.

Oppjusteringen av prognosen for inflasjonen gjør at den enkle regelen nå indikerer en høyere rente de nærmeste kvartalene enn hva denne regelen gjorde i forrige rapport, se figur 4.4.

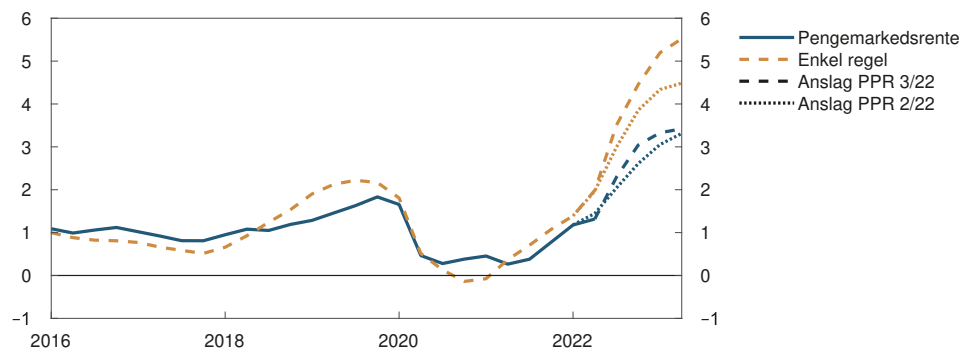
Markedet priser inn en høyere rentebane

Rentene i markedet kan si oss noe om hvordan markedsaktører tolker ny informasjon og hvordan de tror Norges Bank vil reagere.

Markedets styringsrenteforventninger er høyere enn de var i juni for hele anslagshorisonen, og økningen er spesielt stor i første halvdel av perioden, se figur 4.5. Markedsprisingen indikerer at styringsrenten vil nå en topp på omkring 3,5 prosent i løpet av neste år, før den avtar til omkring 3 prosent mot slutten av prognoseperioden.

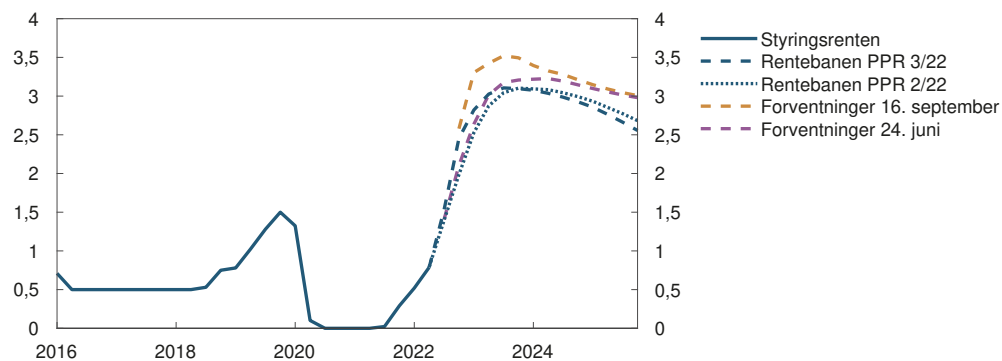
Figur 4.4 Enkel regel indikerer høyere rente

Pengemarkedsrente. Prosent



Kilder: Refinitiv Datastream og Norges Bank

Figur 4.5 Markedets forventninger til styringsrenten har økt
Styringsrenten. Prosent



Kilder: Refinitiv Datastream og Norges Bank

Styringsrenten skal videre opp

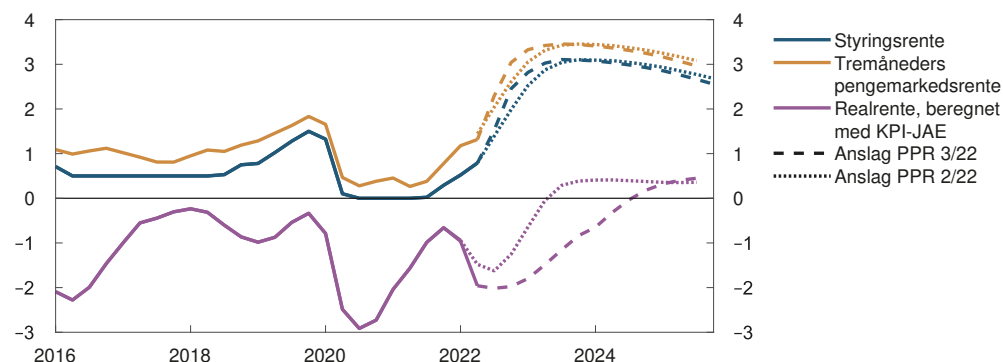
Rentebanen viser utviklingen i styringsrenten som vi legger til grunn for anslagene i rapporten. Banen indikerer en noe raskere økning i styringsrenten enn i junirapporten, se figur 4.6. Vi legger nå til grunn at renten vil øke til rundt 3 prosent i løpet av vinteren.

Inflasjonen ser ut til å holde seg høy lenger enn tidligere anslått. Det tilsier at det nå er nødvendig med en strammere pengepolitikk. Vi venter at en raskere renteoppgang vil redusere risikoen for at prisveksten fester seg på et høyt nivå og for at vi må stramme kraftigere inn i pengepolitikken lenger frem.

En strammere pengepolitikk vil trolig også dempe veksten i realøkonomien ytterligere. En høyere rente gjør det mindre attraktivt å konsumere og investere, og den bremser etterspørselen etter arbeidskraft. Utsiktene til svakere kapasitetsutnyttning enn normalt og lavere inflasjon utover i anslagshorisonten gjør at rentebanen etter hvert flater ut og avtar noe.

Selv om vi nå anslår en raskere økning i styringsrenten enn i forrige rapport, betyr den økte inflasjonen at realrenten blir lavere enn tidligere anslått. Realrenten ventes å ligge

Figur 4.6 Styringsrenten øker
Renter. Prosent



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

under det nøytrale nivået i tiden fremover, se figur 4.6.¹ Vi legger likevel til grunn, som i forrige rapport, at pengepolitikken vil bidra til å dempe inflasjonen og veksten i realøkonomien. Selv om en lavere realrente kan stimulere økonomien gjennom å gjøre det mer attraktivt å fremskynde forbruk og investeringer, vil den høyere nominelle renten bremse den økonomiske aktiviteten ved å senke husholdningenes disponible inntekt. Vi anslår en svakere utvikling i disponibel realinntekt enn før. Mange husholdninger vil måtte dekke inn høyere rentebetalinger på gjelden og høyere priser på varer og tjenester ved å senke konsumet. Det gjelder spesielt for dem som ikke har mulighet til å trekke på oppsparte midler eller redusere avdrag på lån. Vi venter samlet sett at den pengepolitiske innretningen vil virke innstrammende på økonomien.

Dersom de økonomiske utsiktene, risikobildet eller vurderingen av økonomiens virkemåte endrer seg, kan også renten bli en annen enn rentebanen nå indikerer. Våre prognoser har blitt betydelig revidert i løpet av det siste året, og det er uvanlig vanskelig å anslå inflasjon og kapasitetsutnyttning fremover. Det er spesielt usikkert hvor høye energi- og råvareprisene blir og hvor stort gjennomslag disse prisene får til bedriftenes prissetting og til lønnsdannelsen.

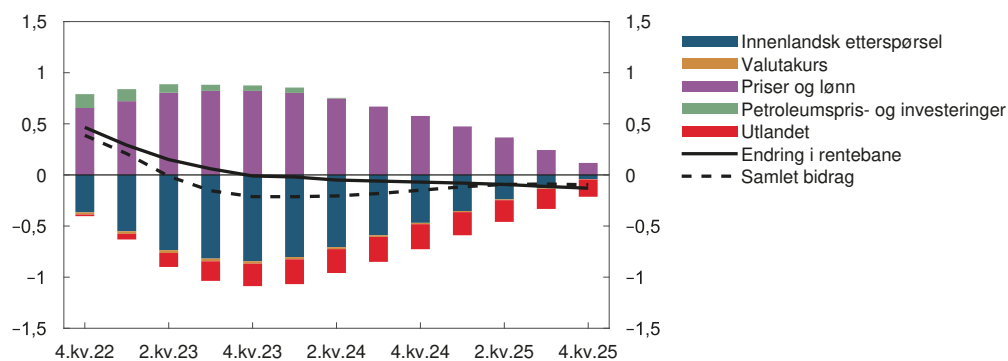
4.3 Faktorene bak endringer i rentebanen

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

Anslaget for prisveksten er betydelig høyere enn i forrige rapport og er høyere enn det kapasitetsutnyttningen i økonomien alene tilsier. Vi venter at økte energikostnader for bedriftene vil gi seg utslag i høyere priser på norskproduserte varer og tjenester enn tidligere anslått. Vi venter også at prisene på importerte varer vil øke mer enn tidligere lagt til grunn de nærmeste månedene, men disse prisimpulsene blir svakere fra neste år. Faktorer knyttet til kategorien *pris og lønn* bidrar derfor samlet sett til en oppjustering av rentebanen, se lilla søyler.

Figur 4.7 Økt inflasjon trekker rentebanen opp

Akkumulerte bidrag. Prosentenheter



Kilde: Norges Bank

¹ Det nøytrale nivået for realrenten er det nivået som er forenlig med en balansert utvikling i økonomien på mellomlang sikt. Vi legger normalt til grunn at den nøytrale realrenten er omkring 0 prosent, se ramme i Pengepolitisk rapport 2/22.

Omslaget i norsk økonomi ser ut til komme tidligere enn vi ventet i juni, og vi anslår en svakere utvikling i etterspørselen fremover. Faktorer knyttet til *innenlandsk etterspørsel* trekker derfor rentebanen ned, se mørkeblå søyler. Noe av dette skyldes at vi tror høyere enn ventet pris- og kostnadsvekst vil redusere konsum og investeringer, og det i større grad enn hva hovedmodellen fanger opp.² Det er i renteregnskapet fanget opp med større mørkeblå søyler enn vi ellers ville hatt.

Terminprisene for olje er noe lavere enn i forrige rapport, mens terminprisene for gass er langt høyere. Samlet anslår vi at prisendringene vil bidra til noe høyere aktivitet i petroleumsrelatert virksomhet og høyere investeringer i denne sektoren. Det bedre bytteforholdet mot utlandet bidrar også til å trekke opp lønnsveksten frem i tid. *Petroleumspris- og investeringer* trekker derfor rentebanen noe opp frem til starten av 2024, se grønne søyler.

Vi anslår nå en svakere vekst hos våre handelspartnere enn i forrige rapport. Dette bidrar til å trekke ned etterspørselen etter norske varer i utlandet og dermed eksporten fra fastlandsøkonomien. På grunn av en lavere rentedifferanse mot utlandet legger vi nå til grunn en noe svakere kronekurs enn vi så for oss i juni. Det bidrar isolert til å øke prisen på importerte varer målt i norske kroner og til å øke anslaget for nettoeksporten. Samlet sett trekker likevel faktorer knyttet til *utlandet* rentebanen ned, se røde søyler.

Kronekursen er noe sterkere enn endringene i petroleumsprisen og rentedifferansen mot utlandet tilsier. Det gjør at faktorene knyttet til *valutakursen* isolert bidrar til å flytte rentebanen ned, men bidraget fra disse faktorene er lite, se oransje søyler.

Rentebanen uttrykker en samlet vurdering av ny informasjon samt komiteens avveining mellom målene for pengepolitikken. Renteregnskapet viser bidragene til endring i rentebanen fra forrige rapport slik det tolkes av vår hovedmodell NEMO. Endringen i rentebanen vil normalt avvike fra endringen i modellbanen. I denne rapporten er rentebanen oppjustert omtrent like mye som modellbanen i starten av prognoseperioden og nedjustert omtrent like mye mot slutten. Rentebanen ligger noe høyere enn modellbanen i 2023 og 2024.

² Vår hovedmodell NEMO tilsier en svakere konsumrespons av lavere realinntekt enn andre modeller i vårt modellapparat. Se utdyping om konsumeffekter av renteendringer i Pengepolitisk rapport 2/22.

NORGES BANKS PENGEPOLITISKE STRATEGI

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

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

Lav og stabil inflasjon

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

Høy og stabil produksjon og sysselsetting

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

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

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

Motvirke oppbygging av finansielle ubalanser

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

Reaksjonsmønster

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

5 Beslutningsgrunnlag for motsyklisk kapitalbuffer

Norges Banks komité for pengepolitikk og finansiell stabilitet har vedtatt å opprettholde kravet til motsyklisk kapitalbuffer på 2,5 prosent.

Norske husholdninger har høy gjeld, men det siste året har gjeldsveksten avtatt. Veksten i eiendomsprisene har også avtatt, etter å ha vært høy under koronapandemien. Fremover venter vi at eiendomsprisene vil falle noe, og at kredittveksten avtar videre. Kredittverdige husholdninger og foretak synes å ha god tilgang på kreditt.

Vi venter lave tap i bankene fremover, men det er stor usikkerhet om den videre økonomiske utviklingen. Sårbarheter i det finansielle systemet kan føre til at forstyrrelser får større konsekvenser for norsk økonomi. Det kan gi økte tap i bankene. Norske banker har god lønnsomhet og oppfyller kravene til kapital og likviditet. Kravet til motsyklisk kapitalbuffer gjør bankene mer solide, og dermed mer robuste i møte med forstyrrelser.

5.1 Tilgang på kreditt

Kredittverdige foretak synes å ha god tilgang på kreditt. Bankene har god kapasitet til å imøtekomme kredittetterspørsel. I obligasjonsmarkedet har risikopåslagene på nye utstedelser til foretak steget i år, se figur 5.1. Det er imidlertid ikke tegn til at kredittverdige foretak er stengt ute fra obligasjonsmarkedet. Oppgangen i risikopåslag har vært størst innen næringseiendom. Økte risikopåslag har trolig bidratt til lavere emisjonsaktivitet i obligasjonsmarkedet så langt i år. Samtidig har utlånsveksten fra norske banker økt.

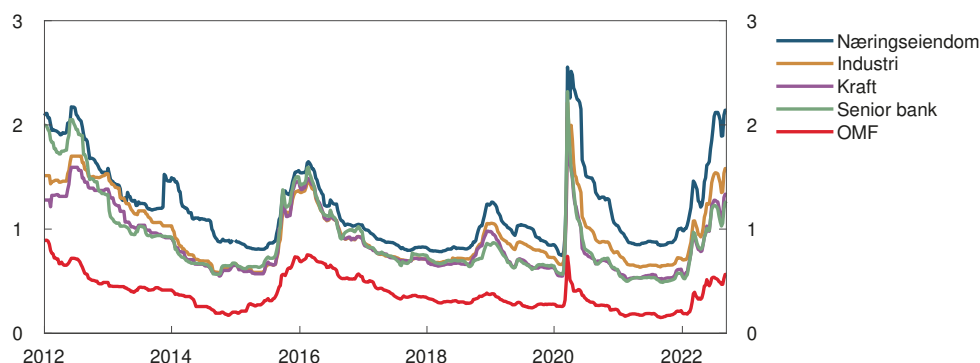
Husholdninger synes også å ha god tilgang på kreditt. I Norges Banks utlånsundersøkelse fra august meldte bankene om uendret låneetterspørsel og kredittpraksis overfor husholdninger og foretak i andre kvartal, og de ventet ingen endringer for inneværende kvartal.

Rammeverk for beslutning om motsyklisk kapitalbuffer

Beslutning om nivå på motsyklisk kapitalbuffer baseres på vurderinger av fire hovedområder: (i) syklisk sårbarhet, (ii) tilgang på kreditt, (iii) bankenes evne til å tåle tap, og (iv) effekten av en endring i kravet på bankene og økonomien. Mer informasjon om vårt rammeverk finnes i *Norges Bank Memo 4/2022*. En oppdatert figurpakke med alle indikatorer som inngår i rammeverket, finnes på Norges Banks nettsider.

Figur 5.1 Risikopåslag i obligasjonsmarkedet har økt

Høy kredittvurdering. Femårs løpetid. Prosentenheter over tremåneders Nibor



Kilder: DNB Markets og Nordic Bond Pricing

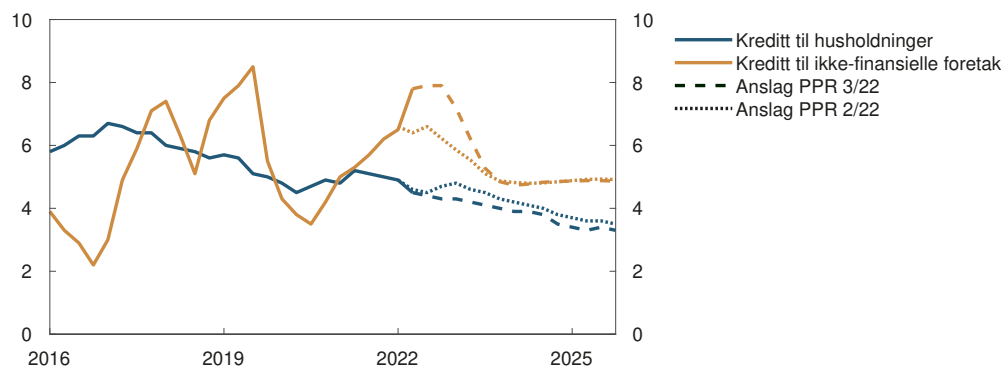
5.2 Syklisk sårbarhet og risiko i det finansielle systemet

Erfaring viser at tilbakeslag i økonomien gjerne blir kraftigere dersom de kommer etter en periode med høy vekst i kreditt og formuespriser. Lave renter bidro til at eiendomspriser økte mye under koronapandemien, og veksten i husholdningenes gjeld tiltok. Det siste året har veksten avtatt. Samlet sett er vurderingen av syklisk sårbarhet i det finansielle systemet om lag som før pandemien. Fremover venter vi at eiendomsprisene vil falle noe, og at kredittveksten avtar videre. På sikt kan det dempe sårbarhetene i det finansielle systemet.

Samtidig er det nå stor usikkerhet om den videre økonomiske utviklingen. Økte renter og høy prisvekst kan gi et mer markert fall i eiendomspriser og en kraftigere avdemping i økonomien enn vi ser for oss. Usikkerhet om de globale vekst- og inflasjonsutsiktene har bidratt til store svingninger i finansmarkedene, og energiprisene i Europa har steget kraftig den siste tiden. Store svingninger i internasjonale markeder kan gi forstyrrelser som forplanter seg til det norske finansielle systemet. Sårbarheter i det finansielle systemet kan bidra til at forstyrrelser får større konsekvenser for norsk økonomi. Det kan gi økte tap i bankene.

Figur 5.2 Lavere kredittvekst fremover

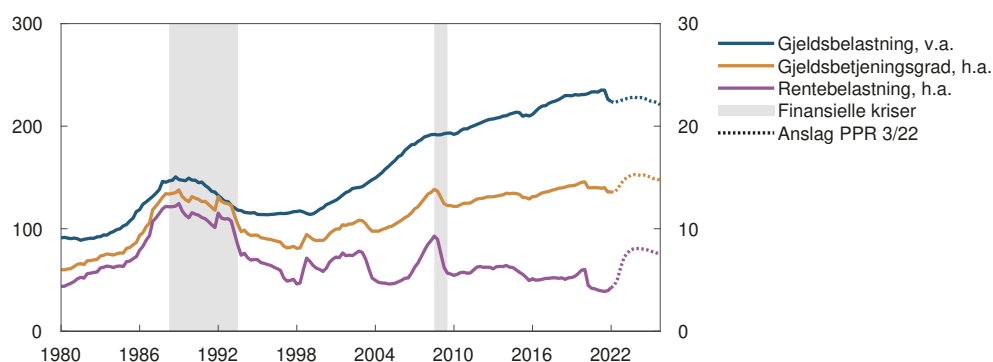
Firekvartalersvekst. Prosent



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 5.3 Husholdningenes rentebelastning øker

Prosent



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Husholdningenes rentebelastning øker

Veksten i kreditt til husholdningene har falt gradvis de siste kvartalene, i tråd med en mer moderat utvikling i boligmarkedet, se figur 5.2. Siden forrige rapport har veksten vært noe lavere enn ventet. Vi anslår at kredittveksten til husholdningene vil fortsette å avta gradvis gjennom prognoseperioden som følge av høyere utlånsrenter og lav boligprisvekst.

Husholdningenes gjeldsbelastning, det vil si gjeld i forhold til inntekt, er høy og har vokst mye over lengre tid, se figur 5.3. Høy inntektsvekst, særlig i form av økte aksjeutbytter, bidro til at gjeldsbelastningen falt mot slutten av fjoråret. Gjeldsbelastningen ventes å øke svakt ut neste år, før den avtar. Ved utgangen av prognoseperioden anslås gjeldsbelastningen å være tilbake til nivået i 2017.

Det høye gjeldsnivået og økte utlånsrenter gjør at husholdningene må bruke en større andel av inntekten på renteutgifter fremover. Rentebelastningen anslås om lag å doble seg frem mot starten av 2024, for deretter å avta noe. Husholdningenes gjeldsbetjeningsgrad, som inkluderer både renter og beregnede avdrag, ventes å øke til et historisk høyt nivå.

Det er usikkerhet om husholdningenes tilpasning til et markert høyere rentenivå. Dersom mange husholdninger strammer mye inn på konsumet samtidig, kan det redusere foretakenes inntjening og evne til å betale gjeld. I neste omgang kan det gi økte tap på bankenes utlån og forsterke en nedgang i norsk økonomi.

De siste årene har koronapandemien lagt store begrensninger på husholdningenes forbruksmuligheter og bidratt til høy sparing. Husholdningene sparer nå mindre av inntektene sine, men har samlet sett fortsatt mye oppsparte midler etter pandemien. Det gjør dem bedre rustet i møte med økte utgifter.

Foretakenes innenlandske kredittvekst har vært høyere enn anslått i forrige rapport (figur 5.2). Det var økt utlånsvekst fra bankene som trakk veksten opp, og det var særlig lån til industri og tjenesteyring som bidro til økt samlet kredittvekst i foretakene. Utviklingen kan ses i sammenheng med økte investeringer i industrien i andre kvartal. I tråd med investeringsanslagene, venter vi at kredittveksten til foretakene holder seg høy ut året, før den faller og stabiliserer seg på et lavere nivå. For en nærmere omtale av foretaksinvesteringene, se kapittel 3.

Sårbarheter i husholdningssektoren

Høy gjeld i husholdningene og sterk vekst i boligprisene gjennom pandemien er de viktigste sårbarhetene i husholdningssektoren, se omtale i *Finansiell stabilitet 2021*. Husholdningenes gjeld er dominert av lån med pant i bolig, og gjeldsutviklingen er nært knyttet til utviklingen i boligpriser. Store og brå fall i boligpriser vil derfor redusere egenkapitalen i bolig for mange husholdninger. Perioder med vedvarende høy boligprisvekst og kredittvekst øker sårbarheten i husholdningssektoren. Dersom boligprisene og gjelden vokser raskere enn inntektene, blir husholdningene mer sårbare for inntektsbortfall og økte renter.

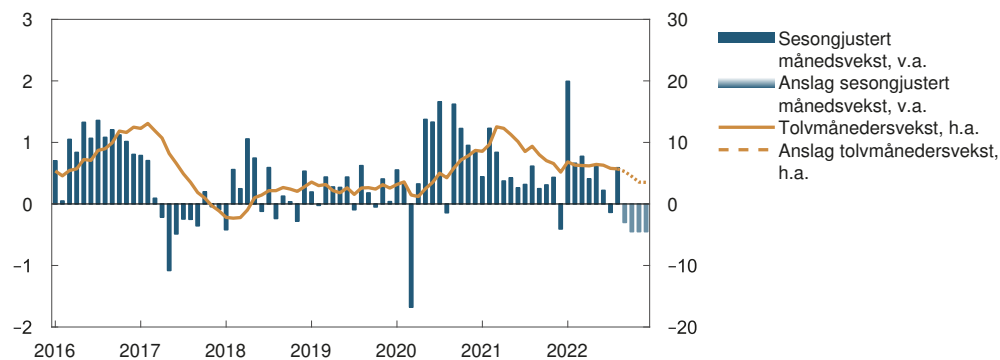
Gjelden i norske børsnoterte foretak, utenom foretak innen finans og olje- og gassutvinning, har vokst i tråd med lønnsomheten de siste seks årene sett under ett. I 2019 og 2020 var lønnsomheten i foretakene lav. Det bidro til en midlertidig oppgang i gjeldsbelastningen.¹ I andre kvartal i år var egenkapitalavkastningen noe over gjennomsnittet for de siste seks årene. De høye energiprisene den siste tiden vil øke foretakenes kostnader og trolig bidra til å svekke lønnsomheten for foretak utenfor energisektoren fremover, se ramme på side 39.

Utsikter til lavere boligpriser

Boligprisene økte mer enn inntektene gjennom pandemien, og sårbarheten i boligmarkedet økte. I løpet av fjoråret avtok boligprisveksten, se figur 5.4. Det skyldes trolig økte utlånsrenter og en normalisering av husholdningenes forbruksmønster. Boligprisene økte markert i mange land under pandemien, men den siste tiden har prisene flatet ut eller falt i flere land.

Her hjemme har høy etterspørsel og få usolgte boliger bidratt til å holde boligprisveksten oppe i begynnelsen av året, men prisveksten avtok i sommer. Siden forrige rapport har boligprisveksten likevel vært litt sterkere enn ventet. Selv om omsetningen var høyere enn normalt i august, førte den høye tilførselen av bruktboliger lagt ut for salg til en økning i antall usolgte boliger i markedet.

Figur 5.4 Boligprisveksten avtar
Prosent

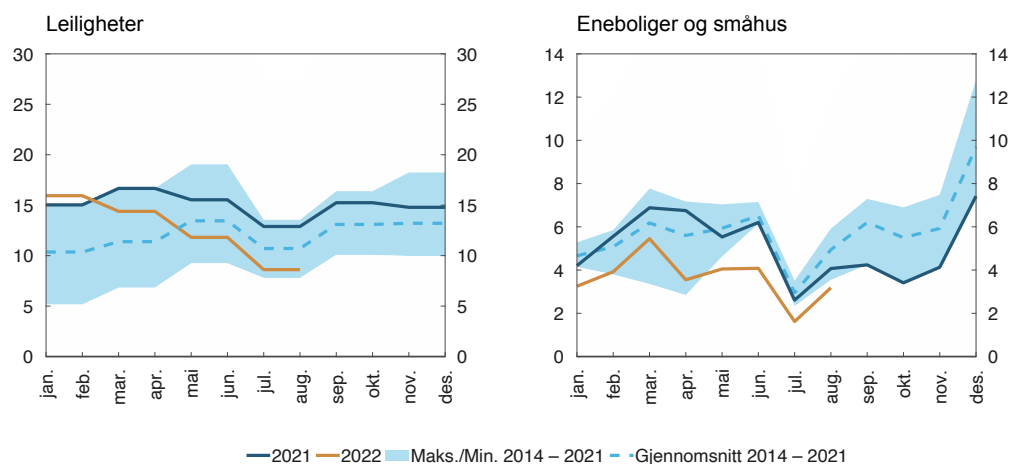


Kilder: Eiendom Norge, Eiendomsverdi, Finn.no og Norges Bank

¹ Gjeldsbelastning er her rentebærende gjeld fratrukket kontanter i forhold til ordinært resultat før skatt

Figur 5.5 Lavt nyboligsalg

Omsetning av nye boliger. Antall i hundre



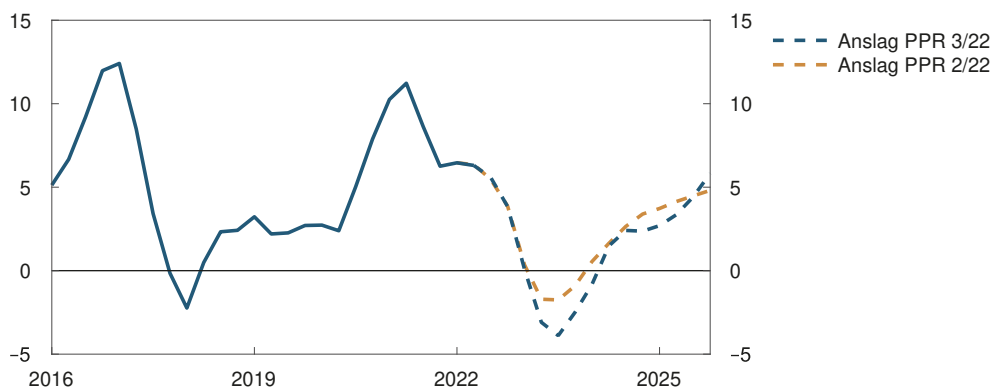
Kilder: Boligprodusentenes Forening, ECON Nye boliger, Samfunnsøkonomisk Analyse og Norges Bank

I nyboligmarkedet falt salget av nye eneboliger og småhus i fjor da prisene på trelast steg betydelig, se figur 5.5. Det samlede nyboligsalget ble holdt oppe av et relativt godt salg av nye leiligheter, men siden mai har salget av nye leiligheter også falt til et lavt nivå. Det må ses i sammenheng med avdempingen i bruktboligmarkedet og at økte byggekostnader for leiligheter trolig har bidratt til at det legges ut færre nye prosjekter for salg. Det lave salget av nye boliger vil trolig dempe boligbyggingen fremover, se også kapittel 3. Boligbyggingen har de tre siste årene vært lavere enn veksten i antall husholdninger, og vi venter at dette varer ved de neste årene.

Vi venter at boligprisene vil falle med om lag 4 prosent det neste året som følge av økte utlånsrenter, se figur 5.6. Boligprisveksten anslås så å ta seg noe opp igjen utover i prognoseperioden. Boligprisanslagene er nedjustert siden forrige rapport, blant annet som følge av en raskere renteoppgang og et mindre stramt arbeidsmarked fremover. At vi venter noe lavere boligbygging fremover, trekker isolert sett boligprisene opp.

Figur 5.6 Lavere vekst i boligprisene fremover

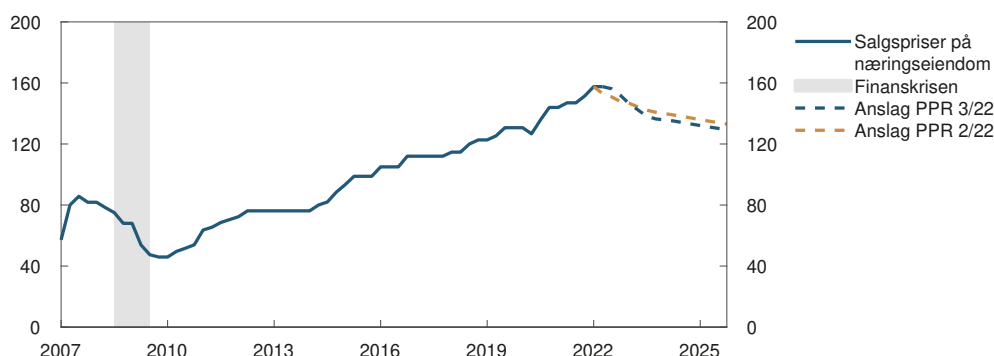
Firekvarterersvekst. Prosent



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

Figur 5.7 Prisene på næringsseiendom ventes å falle

Beregnete salgspriser. Tusen kroner per kvadratmeter



Kilder: JLL og Norges Bank

Etter en periode med svært lave utlånsrenter og høy gjeldsbelastning i husholdningene, er det usikkerhet rundt husholdningenes tilpasning når konsumpriser og renter øker mye. For eksempel kan husholdningenes etterspørsel etter bolig være mer sensitiv for renteøkninger enn det vi legger til grunn. Endringer i husholdningenes forventninger til boligprisutviklingen kan også bidra til et større boligprisfall enn anslått, for eksempel ved at mange fremskynder boligsalg og utsetter boligkjøp.

Utsikter til lavere priser på næringsseiendom

Det har vært en markert oppgang i salgsprisene på næringsseiendom over lengre tid, se figur 5.7. I andre kvartal i år har salgsprisene på de mest attraktive kontorlokalene i Oslo flatet ut, og prisene har falt i flere andre europeiske hovedsteder. Salgsprisene beregnes som leiepriser delt på et avkastningskrav.

Oppgangen i salgsprisene i Oslo siden midten av 2021 skyldes markert økte leiepriser. Som følge av lav tilførsel av nye kontorbygg og høy sysselsetting, venter vi at den høye leieprisveksten fortsetter ut året. Deretter venter vi moderat leieprisvekst som følge av mer avdempet vekst i norsk økonomi.

Avkastningskravet avhenger av utviklingen i langsiktige renter og risikopremier. Det observerte avkastningskravet for prestisjelokaler i Oslo har vært på et rekordlavt nivå siden utgangen av 2020 til tross for at de langsiktige rentene har økt. Markedsaktører peker imidlertid på at avkastningskravene den siste tiden har økt innen de fleste næringsseiendomssegmentene i norske byer. Avkastningskravet har også steget i flere europeiske hovedsteder. Vi venter en gradvis økning i avkastningskravet fremover.

Samlet tilsier anslagene for leieprisvekst og avkastningskrav at salgsprisene på næringsseiendom skal falle i årene fremover, og ved utgangen av prognoseperioden anslår vi at prisene er tilbake til nivået fra før pandemien. Anslag for salgsprisene er litt nedjustert siden forrige rapport.

Lave avkastningskrav gjør næringsseiendomsprisene særlig sårbare for økte renter eller risikopremier. En brå økning i avkastningskravet kan føre til et markert fall i salgsprisene. Mange næringsseiendomsforetak har høy gjeld i forhold til inntekt, og økt rente vil føre til at en større del av inntekten må brukes på å betjene gjelden. Dersom avdempingen i økonomien blir kraftigere enn vi ser for oss, kan leieprisveksten bli svakere. Det vil føre til lavere salgspriser, og det vil svekke næringsseiendomsforetakenes gjeldsbetjenings-eвне. Prisveksten på næringsseiendom de siste årene har ikke vært motsvart av tilsvarende

Sårbarheter i næringseiendom

Bankenes høye eksponering mot næringseiendom og lave avkastningskrav er viktige sårbarheter i det finansielle systemet, se omtale i *Finansiell stabilitet 2021*. Innen næringseiendom er kontormarkedet særlig viktig for finansiell stabilitet siden bankene har betydelige utlån til dette segmentet. En relativt stor andel av kontormassen ligger i Oslo, og salgsprisene for de mest attraktive kontorlokalene (prestisjelokaler) i Oslo benyttes som en viktig indikator for sårbarheten i næringseiendom.

opplåning. Det har økt foretakenes egenkapitalandel, og de står dermed bedre rustet ved prisfall.

Et markert fall i prisene på næringseiendom kan føre til at noen næringseiendomsforetak får utfordringer med å refinansiere sin obligasjonsgjeld. Obligasjonsmarkedet har blitt en viktig finansieringskilde for mange næringseiendomsforetak, og rentene som foretakene møter i markedet har økt betydelig i år. Det er relativt store volumer av obligasjoner utstedt av næringseiendomsforetak som kommer til forfall de neste årene.

I tråd med prognosene i denne rapporten venter vi at bankene får lave tap på næringseiendom fremover. Erfaringer fra Norge og andre land viser imidlertid at tapene i denne sektoren kan bli store ved kraftige tilbakeslag.

Økte marginkrav i markedet for finansiell krafthandel

Den siste tiden har oppgangen i energiprisene skapt store utfordringer for kraftprodusenter og andre aktører i det finansielle kraftmarkedet i Norden. Finansielle derivater gjøres opp i sentrale motparter, og aktører i markedet må stille marginer, ofte i form av innskudd, som sikkerhet for sine forpliktelser til endelig oppgjør. Den sterke oppgangen i prisene på energi har utløst store marginkrav. I slike situasjoner kan likviditetsproblemer som oppstår hos én aktør forplante seg videre i det finansielle systemet. For å unngå at solide kraftprodusenter misligholder slike kontrakter på grunn av likviditetsproblemer, har den svenske og finske regjeringen etablert garantiordninger for lån til kraftprodusenter. Disse tiltakene bidrar til å fremme finansiell stabilitet i det nordiske markedet. Norske myndigheter følger situasjonen løpende, og så langt har det ikke vært behov for norske tiltak.²

5.3 Bankene

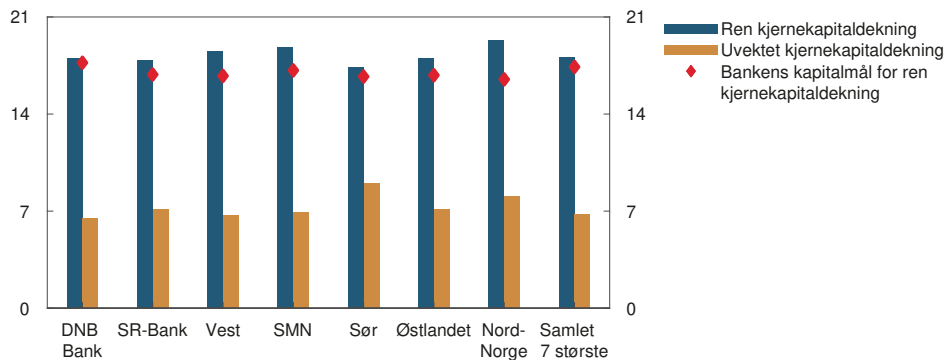
Norske banker har god lønnsomhet. Løpende lønnsomhet er bankenes førstelinjeforsvar mot økte tap. Egenkapitalavkastningen for de store norske bankene var på 12 prosent i andre kvartal, og er på linje med nivået fra før pandemien. Økte netto renteinntekter trakk lønnsomheten opp, mens svakere utvikling i andre driftsinntekter trakk den ned.

Utlånstapene som andel av brutto utlån for alle norske banker var nær null i andre kvartal. Bankene har tilbakeført tidligere tapsnedskrivninger, noe som gjenspeiler at den økonomiske utviklingen har vært bedre enn bankene ventet. Nivåene på bankenes totale tapsnedskrivninger på balansen er nær nivået fra før pandemien. Det indikerer at mulighetsrommet for ytterligere tilbakeføringer er begrenset hos de store bankene. I tillegg vil økte renter og høy prisvekst trolig øke tapene noe på utlån til kunder med svak gjeldsbetjeningsevne. Samlet sett venter vi at utlånstapene normaliseres fremover.

² Se pressemelding fra Finansdepartementet 4. september 2022.

Figur 5.8 Bankene er godt rustet til å oppfylle vedtatte bufferkrav

Prosent. Per 2. kv. 2022



Kilder: Bankkonsernernes kvartalsrapporter og Norges Bank

Bankene er solide. De store bankene oppfyller allerede kapitalkravene som vil gjelde ved utgangen av mars neste år, inkludert krav til motsyklisk kapitalbuffer på 2,5 prosent, se figur 5.8. Sammen med god lønnsomhet gjør det dem godt rustet til å tåle økte tap. Den rene kjernekapitaldekningen økte med 0,1 prosentenheter for de syv store bankene samlet i andre kvartal, etter å ha falt med 0,8 prosentenheter i første kvartal. EUs bankpakke trådte i kraft i Norge 1. juni 2022, og inneholdt blant annet endringer som reduserer bankenes kapitalkrav for utlån til små og mellomstore bedrifter. Reduksjonen i kapitalkrav for slike utlån er beregnet av Finanstilsynet til å øke ren kjernekapitaldekning for norske banker samlet med mellom 0,3 og 0,5 prosentenheter.

Norske banker har god tilgang på markedsfinansiering. Risikopåslagene de betaler for nye seniorobligasjoner og obligasjoner med fortrinnsrett (OMF), har steget litt videre fra forrige rapport (figur 5.1). Bankene oppfyller krav til likviditetsreserver og langsiktig finansiering med god margin og er godt rustet til å møte uro i finansieringsmarkedene.

Vedlegg

Tabeller med detaljerte anslag

Tabell 1 Internasjonale anslag

| Endring i anslag fra Pengepolitisk rapport 2/22 i parentes | Vekter ¹ Prosent | Prosentvis endring fra foregående år | | | | |
|--|--------------------------------|--------------------------------------|------------|------------|------------|------------|
| | | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 |
| BNP | | | | | | |
| USA | 9 | 5,7 (0) | 1,7 (-0,6) | 1,2 (-0,6) | 1,7 (0,1) | 1,9 (0,2) |
| Euroområdet | 35 | 5,2 (-0,1) | 3,2 (0,5) | 0,2 (-1,9) | 1,5 (-0,2) | 2,1 (0,7) |
| Storbritannia | 11 | 7,4 (0) | 3,4 (-0,2) | 0,4 (-0,5) | 1,1 (-0,1) | 1,7 (0,3) |
| Sverige | 13 | 4,8 (-0,1) | 2,8 (0,9) | 0,5 (-1,2) | 1,8 (0,1) | 1,8 (0,1) |
| Kina | 7 | 8,1 (0) | 2,6 (-0,8) | 5 (-0,1) | 4,8 (-0,2) | 4,5 (-0,4) |
| 13 handelspartnere ¹ | 100 | 5,8 (0) | 3,1 (0,1) | 1,1 (-1,1) | 2 (-0,1) | 2,3 (0,3) |
| 5 handelspartnere ² | | 5,9 (-0,1) | 2,9 (0,1) | 1 (-1,2) | 1,9 (-0,1) | 2,3 (0,4) |
| Priser | | | | | | |
| Underliggende prisvekst ³ | | 2 (0) | 4,6 (0,3) | 3,6 (0,6) | 2,2 (-0,1) | 2,1 (0,1) |
| Lønnsvekst ⁴ | | 4 (0) | 4,3 (0,1) | 4,2 (0,2) | 3,5 (0,1) | 2,8 (0) |
| Priser på konsumvarer Norge importerer ⁵ | | 2 (0) | 7,6 (0,8) | 3,2 (0,9) | 1,2 (0,5) | 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: Refinitiv Datastream og Norges Bank

Tabell 2a Konsumpriser. Tolvmånedersvekst. Prosent

| | 2022 | | | | | | |
|---|------|-----|-----|-----|-----|-----|-----|
| | jun | jul | aug | sep | okt | nov | des |
| KPI | | | | | | | |
| Faktisk | 6,3 | 6,8 | 6,5 | | | | |
| Anslag PPR 2/22 | 5,6 | 5,1 | 5,4 | 4,6 | | | |
| Anslag PPR 3/22 | | | | 6,0 | 5,8 | 5,4 | 5,1 |
| KPI-JAE | | | | | | | |
| Faktisk | 3,6 | 4,5 | 4,7 | | | | |
| Anslag PPR 2/22 | 3,4 | 3,2 | 4,2 | 3,9 | | | |
| Anslag PPR 3/22 | | | | 5,0 | 5,0 | 5,0 | 4,9 |
| Importerte varer i KPI-JAE | | | | | | | |
| Faktisk | 3,8 | 4,5 | 4,7 | | | | |
| Anslag PPR 2/22 | 4,0 | 3,7 | 4,9 | 3,4 | | | |
| Anslag PPR 3/22 | | | | 4,9 | 4,9 | 5,3 | 4,8 |
| Norskproduserte varer og tjenester i KPI-JAE | | | | | | | |
| Faktisk | 3,6 | 4,6 | 4,7 | | | | |
| Anslag PPR 2/22 | 3,2 | 2,9 | 3,8 | 4,2 | | | |
| Anslag PPR 3/22 | | | | 5,0 | 5,0 | 4,9 | 4,9 |

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Tabell 2b Boligpriser. Månedsvækst. Sesongjustert. Prosent

| | 2022 | | | | | | |
|-----------------|------|------|------|------|------|------|------|
| | jun | jul | aug | sep | okt | nov | des |
| Faktisk | 0,2 | -0,1 | 0,6 | | | | |
| Anslag PPR 2/22 | 0,2 | -0,2 | -0,2 | -0,2 | | | |
| Anslag PPR 3/22 | | | | -0,3 | -0,5 | -0,5 | -0,5 |

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

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

| | 2022 | | | | | | |
|-----------------|------|-----|-----|-----|-----|-----|-----|
| | jun | jul | aug | sep | okt | nov | des |
| Faktisk | 1,7 | 1,6 | 1,6 | | | | |
| Anslag PPR 2/22 | 1,7 | 1,7 | 1,6 | 1,6 | | | |
| Anslag PPR 3/22 | | | | 1,7 | 1,7 | 1,7 | 1,8 |

Kilder: NAV og Norges Bank

Tabell 2d BNP for Fastlands-Norge. Månedsvækst. Sesongjustert. Prosent

| | 2022 | | | | | | |
|-----------------|------|------|-----|------|-----|-----|-----|
| | jun | jul | aug | sep | okt | nov | des |
| Faktisk | 0,3 | -0,3 | | | | | |
| Anslag PPR 2/22 | 0,5 | 0,2 | 0,2 | 0,1 | | | |
| Anslag PPR 3/22 | | | 0,3 | -0,5 | 0,1 | 0,1 | 0,1 |

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

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

| | 2022 | | | |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|
| | 1.kv. | 2.kv. | 3.kv. | 4.kv. |
| Faktisk | | -0,4 | 0,7 | |
| Anslag PPR 2/22 | | 1,0 | 0,8 | 0,2 |
| Anslag PPR 3/22 | | | -0,1 | 0,0 |

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Tabell 3 Anslag på makroøkonomiske hovedstørrelser

| Endring i anslag fra Pengepolitisk rapport 2/22 i parentes | Mrd.kr. 2021 | Prosentvis endring fra foregående år (der annet ikke fremgår) | | | | |
|--|-----------------|---|--------------|--------------|--------------|--------------|
| | | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 |
| Priser og lønninger | | | | | | |
| KPI | | 3,5 | 5,4 (0,8) | 4,5 (0,9) | 3,1 (0,6) | 2,5 (-0,2) |
| KPI-JAE | | 1,7 | 3,7 (0,5) | 4,8 (1,5) | 3,5 (0,5) | 2,6 (-0,2) |
| Årslønn | | 3,5 | 4,0 (0,1) | 4,6 (0,1) | 4,5 (0,1) | 4,2 (0,0) |
| Realøkonomi¹ | | | | | | |
| Bruttonasjonalprodukt (BNP) | 4129 | 4 | 2,2 (-0,3) | 0,8 (-0,8) | 0,8 (-0,3) | 0,3 (0,1) |
| BNP for Fastlands-Norge | 3259 | 4,2 | 2,8 (-0,7) | -0,3 (-1,4) | 0,4 (-0,5) | 1,1 (0,1) |
| Produksjonsgap for Fastlands-Norge (nivå) | | -0,4 | 1,7 (-0,3) | 0,2 (-1,2) | -0,5 (-1,3) | -0,4 (-1,0) |
| Sysselsetting, personer, KNR | | 1,2 | 3,5 (0,2) | -0,4 (-0,9) | -0,1 (-0,3) | 0,5 (0,3) |
| Registrert ledighet (rate, nivå) | | 3,1 | 1,8 (0,0) | 2,0 (0,2) | 2,3 (0,3) | 2,3 (0,2) |
| Etterspørsel¹ | | | | | | |
| Etterspørsel fra Fastlands-Norge | 3363 | 3,3 | 3,3 (-1,1) | 0,2 (-0,6) | 1,3 (-0,1) | 2,0 (0,3) |
| - Husholdningenes konsum | 1616 | 4,6 | 5,8 (-0,7) | -1,1 (-2,4) | 0,3 (-0,5) | 1,9 (0,4) |
| - Foretaksinvesteringer | 353 | 2,2 | 5,4 (-2,4) | 3,5 (-0,1) | 3,9 (-0,4) | 3,8 (-0,5) |
| - Boliginvesteringer | 206 | 0,6 | 0,0 (-1,8) | 1,0 (-1,4) | 1,4 (-0,1) | 2,1 (0,1) |
| - Offentlig etterspørsel | 1187 | 2,3 | -0,1 (-0,9) | 0,9 (2,1) | 1,8 (0,5) | 1,5 (0,2) |
| Petroleumsinvesteringer | 179 | -2,7 | -6,0 (2,0) | 4,0 (-4,0) | 15,0 (0,0) | 2,0 (-2,0) |
| Eksport fra Fastlands-Norge | 719 | 4,5 | 3,4 (-1,2) | 5,0 (-0,6) | 2,2 (-0,9) | 3,0 (0,8) |
| Import | 1212 | 1,8 | 10,7 (3,5) | 3,3 (-0,7) | 3,6 (-0,8) | 1,1 (0,0) |
| Boligpriser og gjeld | | | | | | |
| Boligpriser | | 9,1 | 5,5 (0,0) | -2,4 (-1,4) | 1,3 (-0,7) | 4,1 (-0,2) |
| Kreditt til husholdningene (K2) | | 5 | 4,3 (-0,4) | 4,0 (-0,3) | 3,4 (-0,4) | 3,3 (-0,2) |
| Renter, valutakurs og oljepris | | | | | | |
| Styringsrente (nivå) | | 0,1 | 1,3 (0,1) | 3,0 (0,1) | 3,0 (-0,1) | 2,7 (-0,1) |
| Importveid valutakurs (I-44) (nivå) | | 108,7 | 110,0 (-0,5) | 110,1 (1,1) | 108,1 (0,3) | 106,6 (-0,6) |
| Pengemarkedsrente hos handelspartnere (nivå) | | -0,2 | 1,2 (0,1) | 3,5 (0,5) | 3,1 (0,1) | 2,9 (0,0) |
| Oljepris Brent Blend. USD per fat | | 70,7 | 102,0 (-6,0) | 83,6 (-13,3) | 77,8 (-10,2) | 74,0 (-7,9) |
| Husholdningenes inntekt og sparing¹ | | | | | | |
| Disponibel realinntekt utenom aksjeutbytte | | 0,7 | 0,5 (-1,5) | -2,0 (-1,1) | 1,4 (-0,5) | 3,2 (0,9) |
| Sparerate utenom aksjeutbytte (rate, nivå) | | 6,9 | 1,8 (-0,8) | 0,9 (0,2) | 1,9 (0,1) | 3,0 (0,5) |
| Finanspolitikken | | | | | | |
| Strukturelt, oljekorrigert underskudd som andel av SPU ² | | 3,2 | 3,1 (0,2) | 2,6 (0,3) | 2,4 (0,1) | 2,5 (0,2) |
| Strukturelt, oljekorrigert underskudd som andel av trend-BNP | | 10,8 | 11,1 (0,8) | 9,4 (1,3) | 9,0 (0,8) | 9,4 (1,1) |

¹ Alle tall er virkedagskorrigeret.

² Statens pensjonsfond utland ved inngangen til året.

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

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

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

Pengepolitisk rapport 3|22 – september

