



NORGES BANK

4 | 22

DESEMBER

**PENGEPOLITISK
RAPPORT**
MED VURDERING AV FINANSIELL STABILITET

Pengepolitisk rapport med vurdering av finansiell stabilitet blir lagt frem fire ganger i året, i mars, juni, september og desember. Rapporten vurderer utsiktene for renten og danner beslutningsgrunnlaget for fastsettelse av nivået på motsyklisk 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>Fremtidsprisene for energi og andre råvarer er fortsatt høye</i>	15
2 FINANSIELLE FORHOLD	18
2.1 Pengepolitikken siden september	18
2.2 Rentene til husholdninger og foretak	18
2.3 Kronekursen	20
– <i>Indeks for finansielle forhold (FCI) for Norge</i>	22
3 NORSK ØKONOMI	25
3.1 Produksjon og etterspørsel	25
3.2 Arbeidsmarkedet	30
– <i>Lavere kapasitetsutnyttning fremover</i>	33
3.3 Priser og lønninger	35
– <i>Usikkerhet om prisdannelsen når inflasjonen er høy</i>	40
4 PENGEPOLITISK ANALYSE	42
4.1 Mål og tilbakeblikk	42
4.2 Ny informasjon og nye vurderinger	43
4.3 Pengepolitisk innretning og drivkrefter bak endringene i rentebanen	44
– <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	56

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 er gitt i denne rapporten. Fra og med 2023 vil beslutningen fattes på rentemøtene i januar, mai, august og november. Det innebærer at vurderingene av motsyklisk kapitalbuffer ikke vil være en del av *Pengepolitisk rapport* fremover. Norges Banks rammeverk for motsyklisk kapitalbuffer er beskrevet i *Norges Bank Memo 4/2022*.

Beslutningsprosessen for Pengepolitisk rapport 4/22

På møtene 30. november, 6. desember og 9. desember drøftet komiteen de økonomiske utsiktene, innretningen av pengepolitikken og nivået på bufferkravet. På grunnlag av drøftingene og en anbefaling fra bankens administrasjon fattet komiteen på møtet 14. desember vedtak om styringsrenten og nivået på bufferkravet.

Pengepolitiske vurderinger

Konsumprisene har steget raskt, og prisveksten er klart over målet. Det er fortsatt høy aktivitet i norsk økonomi, og arbeidsledigheten har holdt seg svært lav. Samtidig ser vi nå et omslag i økonomien.

Siden forrige pengepolitiske rapport har prisveksten vært høyere enn ventet, og den ser ut til å holde seg høy lenger enn tidligere anslått. Samtidig ser arbeidsmarkedet ut til å være litt strammere enn ventet. På den annen side er renten hevet mye på kort tid, og pengepolitikken har begynt å virke innstrammende på økonomien. Omslaget i økonomien kan se ut til å bli noe mer markert enn vi så for oss i september.

Norges Banks komité for pengepolitikk og finansiell stabilitet vedtok på møtet 14. desember å sette styringsrenten opp fra 2,5 til 2,75 prosent. Slik komiteen nå vurderer utsiktene og risikobildet, vil styringsrenten mest sannsynlig settes videre opp i første kvartal neste år.

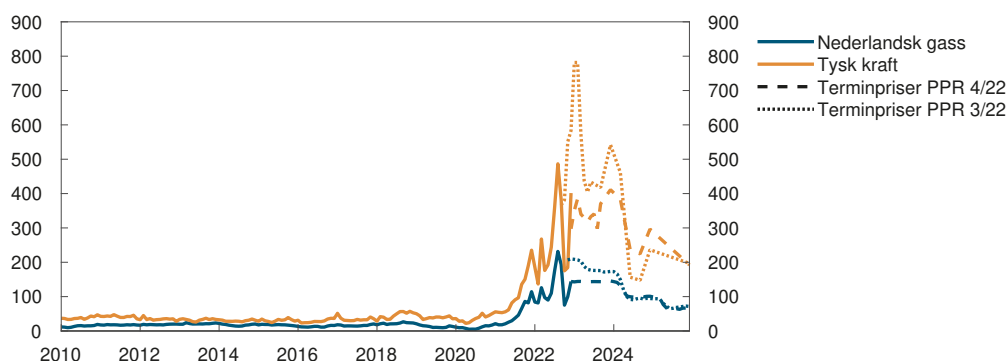
Høy inflasjon og svekkede vekstutsikter internasjonalt

Høye energipriser, høy etterspørsel og begrensninger på tilbudssiden har ført til høy inflasjon internasjonalt det siste året, men konsumprisveksten kan nå ha passert toppen i noen land, blant annet i USA. Fremtidspriser tyder på at både gass- og kraftprisene vil holde seg høye det nærmeste året, men at de deretter vil avta. Prisene på en del andre råvarer har falt det siste halvåret, og forstyrrelsene i de globale forsyningskjedene ser ut til å ha avtatt. Prisene på å frakte varer mellom land har falt mye.

Den høye prisveksten har ført til at sentralbankene hos flere av våre handelspartnere har hevet styringsrentene til de høyeste nivåene på mer enn ti år. Arbeidsmarkedene er stramme, men fallet i arbeidsledigheten synes å ha stoppet i flere land. Lønnsveksten har steget og ventes å holde seg høy også neste år. Den økonomiske aktiviteten hos våre handelspartnere har vært litt høyere enn anslått i forrige rapport, men fremover-skuende indikatorer tyder på svakere vekst fremover. Vi venter at høy prisvekst og økte

Figur A Lavere gass- og kraftpriser

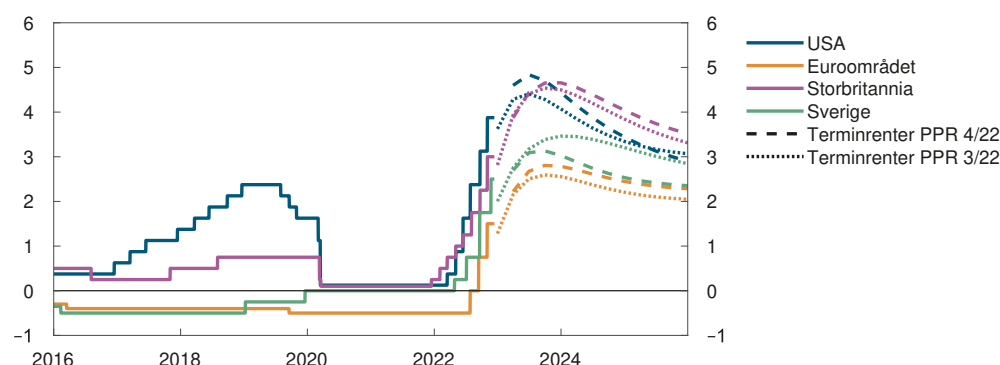
Øre/kWh



Kilde: Refinitiv Datastream

Figur B Kraftig innstramning i pengepolitikken i mange land

Styringsrenter og beregnede terminrenter. Prosent



Kilder: Bloomberg, Refinitiv Datastream og Norges Bank

renter vil dempe forbruksveksten. Samtidig har de høye energiprisene ført til at flere bedrifter i Europa har nedskalert produksjonen. Vi venter at BNP-veksten hos våre handelspartnere blir lav neste år.

Store svingninger i finansmarkedene

Det har vært store svingninger i finansmarkedene siden forrige rapport. Forventningene til styringsrentene internasjonalt, slik de måles i markedet, ligger litt høyere den nærmeste tiden, men indikerer forventninger om at sentralbankene gradvis vil senke tempoet i rentehevingene det neste året.

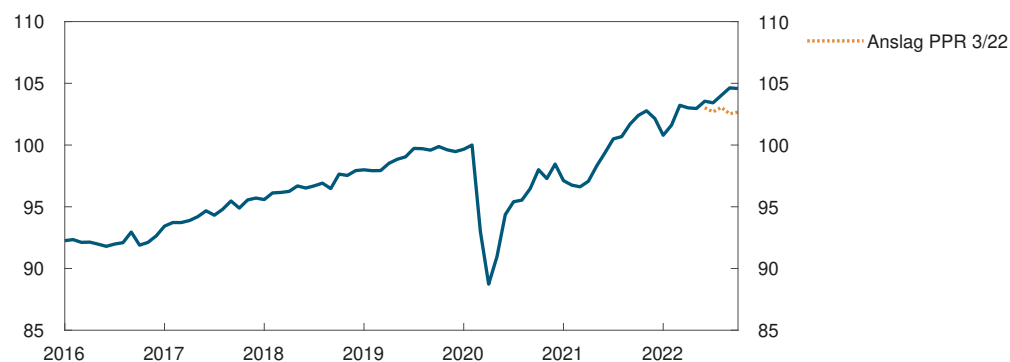
Kursen på norske kroner har svingt mye de siste månedene, men er nå om lag som anslått i forrige rapport. Store svingninger i finansmarkedene bidrar til usikkerhet om utviklingen i kronekursen fremover. Norske styringsrenteforventninger har falt siden september. Høyere påslag i pengemarkedet har bidratt til økte lånekostnader for foretak. Oppgangen i boliglånsrentene har vært om lag som ventet.

Høy aktivitet i norsk økonomi, men utsikter til svakere vekst fremover

Aktiviteten i norsk økonomi har vært høyere gjennom 2022 enn tidligere lagt til grunn, og de siste månedene har BNP for Fastlands-Norge steget mer enn ventet. Høy prisvekst

Figur C Høyere økonomisk aktivitet enn anslått

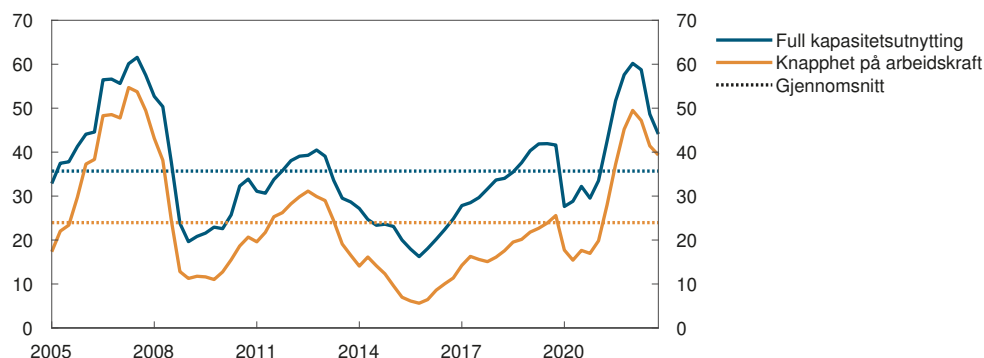
BNP for Fastlands-Norge. Sesongjustert. Indeks. Februar 2020 = 100



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur D Redusert knapphet på arbeidskraft

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



Kilde: Norges Bank

og økte renter har dempet husholdningenes kjøpekraft, men konsumet har så langt holdt seg bedre oppe enn anslått i forrige rapport.

Arbeidsmarkedet er stramt. Sysselsettingen har fortsatt å stige, og arbeidsledigheten har holdt seg svært lav. Den sesongjusterte registrerte ledigheten var 1,6 prosent i november, som var litt lavere enn anslått i forrige rapport. Det er fortsatt stor mangel på arbeidskraft, men knappheten avtar. Andelen av bedrifter i vårt regionale nettverk som rapporterte at mangel på arbeidskraft begrenser produksjonen, falt videre i november. Antall ubesatte stillinger har også avtatt.

Bedriftene i Regionalt nettverk venter samlet sett en klar nedgang i produksjonen det neste halve året. Bedriftene venter at sterk pris- og kostnadsvekst, høyere rente og færre offentlige prosjekter vil dempe etterspørselen fremover.

Vi har sett et omslag i boligmarkedet. Boligprisene har falt mer enn anslått, og antallet usolgte boliger har økt markert. Vi venter at boligprisene vil falle videre frem mot høsten neste år. Lavere boligpriser reduserer husholdningenes formue, og sammen med utsikter til en betydelig nedgang i husholdningenes disponible realinntekt neste år ventes det å bidra til fall i konsumet fra i år til neste år. Husholdningene sparer nå mindre av inntektene sine, og vi venter at sparingen holder seg lav fremover.

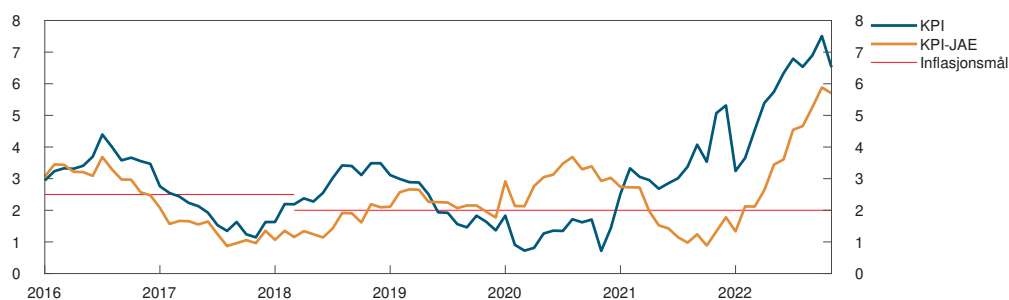
Vi anslår at aktiviteten i norsk økonomi vil falle den nærmeste tiden. Høyere prisvekst og en svakere utvikling i boligmarkedet ventes å bidra til en raskere nedkjøling i norsk økonomi enn vi så for oss i september. Store investeringer innen petroleumsnæringen og aktivitet knyttet til klimaomstilling ventes å løfte aktiviteten noe lenger frem.

Utsikter til at prisveksten holder seg høy lenger

Prisveksten her hjemme er høy og klart høyere enn anslått i forrige rapport. I november var tolv månedersveksten i konsumprisindeksen (KPI) 6,5 prosent. Særlig prisene på energi og matvarer har steget mye det siste året, men også prisene på en rekke andre varer og tjenester har steget mer enn normalt. Tolv månedersveksten i konsumprisindeksen justert for avgiftsendringer og uten energivarer (KPI-JAE) har steget videre og var 5,7 prosent i november. Det er høy vekst i prisene både på varene vi importerer og på norskproduserte varer og tjenester. Andre indikatorer for den underliggende prisveksten har også steget. Vi venter at prisveksten vil holde seg høyere enn tidligere anslått i tiden fremover.

Figur E Prisveksten er klart over målet på 2 prosent

KPI og KPI-JAE. Tolv månedersvekst. Prosent



Kilde: Statistisk sentralbyrå

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

Lønnsveksten i år ser ut til å bli høyere enn i fjor. Det må blant annet ses i sammenheng med at arbeidsmarkedet er svært stramt. Registerbasert lønnsstatistikk indikerer at lønnsveksten i årets tre første kvartaler kan ha vært litt lavere enn anslått, og anslaget for lønnsveksten i 2022 er nå nedjustert til 3,9 prosent. Det innebærer en kraftig nedgang i reallønningene. Norges Banks forventningsundersøkelse viser at forventningene til lønnsveksten i 2023 har økt siden september og at det er forventninger om en klar oppgang i den nominelle lønnsveksten til neste år.

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.

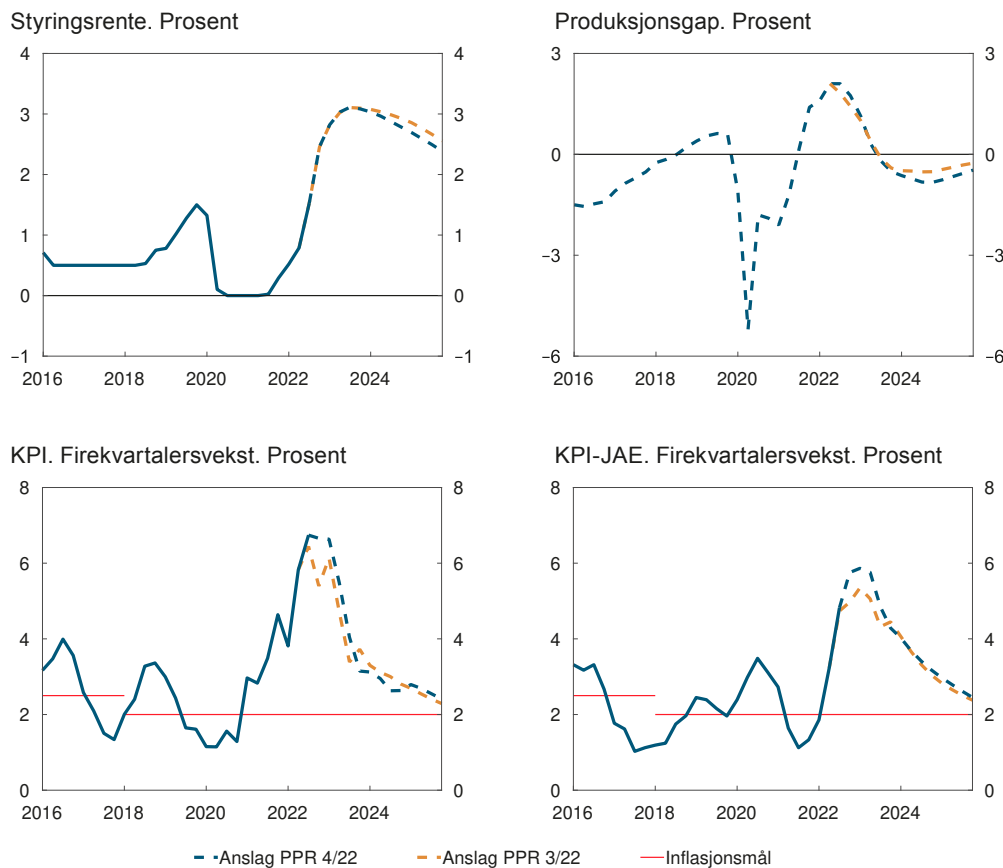
Komiteens vurdering er at det fortsatt er behov for en høyere rente for å dempe inflasjonen. Konsumprisene har steget raskt, og prisveksten er klart over målet. Det er fortsatt høy aktivitet i norsk økonomi, og arbeidsledigheten har holdt seg svært lav. Samtidig ser vi nå et omslag i økonomien, og høyere prisvekst bidrar til svekket kjøpekraft for husholdningene. Mindre press i økonomien vil etter hvert bidra til å dempe prisveksten.

Siden forrige pengepolitiske rapport har prisveksten vært høyere enn ventet, og den ser ut til å holde seg høy lenger enn tidligere anslått. Samtidig ser arbeidsmarkedet ut til å være litt strammere enn ventet. På den annen side er renten hevet mye på kort tid, og pengepolitikken har begynt å virke innstrammende på økonomien. Omslaget i økonomien kan se ut til å bli noe mer markert enn vi så for oss i september.

Prognosen for styringsrenten indikerer en styringsrente som ligger rundt 3 prosent neste år. Inflasjonen anslås å avta og nærme seg målet på noe sikt. Kapasitetsutnyttningen ventes å avta, for så å holde seg noe under et normalt nivå de neste årene. Arbeidsledigheten vil da øke noe, men fra et lavt nivå.

I diskusjonen var komiteen opptatt av at prognosene for norsk økonomi er mer usikre enn normalt. Det er usikkerhet om hvordan husholdningene vil tilpasse seg høy prisvekst

Figur F Høyere styringsrente bidrar til å dempe prisveksten



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

og økte renter og om hvordan den høye prisveksten i seg selv påvirker lønns- og prisdannelsen. Det videre forløpet for renten vil avhenge av den økonomiske utviklingen. Dersom presset i økonomien vedvarer, og det blir utsikter til at inflasjonen holder seg høy lenger enn vi nå anslår, kan det bli behov for en høyere rente enn det vi nå ser for oss. Dersom inflasjonen avtar raskere eller arbeidsledigheten blir høyere enn ventet, kan renten bli lavere enn anslått.

Komiteen vedtok enstemmig å sette styringsrenten opp med 0,25 prosentenheter til 2,75 prosent. Slik komiteen nå vurderer utsiktene og risikobildet, vil styringsrenten mest sannsynlig settes videre opp i første kvartal neste år.

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

14. desember 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 14. desember 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. Ved et tilbakeslag som gir eller vil kunne gi klart redusert tilgang på kreditt, bør kravet til motsyklisk kapitalbuffer settes ned.

Det er fortsatt høy aktivitet i norsk økonomi, og arbeidsledigheten har holdt seg svært lav. Samtidig ser vi nå et omslag i økonomien. Prognosene for norsk økonomi er mer usikre enn normalt.

Eiendomspriser har økt mye de siste årene, og mange husholdninger har høy gjeld. Slike sårbarheter vil kunne forsterke et tilbakeslag. I høst har kredittveksten til husholdningene avtatt, mens kredittveksten til foretakene har holdt seg oppe. Samtidig har bolig- og næringseiendomspriser falt, og vi venter at de vil falle videre. Fortsatt lave avkastningskrav øker faren for et større fall i næringseiendomsprisene.

Kredittverdige husholdninger og foretak synes å ha god tilgang på kreditt, selv om det er noen tegn til at bankene strammer inn på sin kredittpraksis. I obligasjonsmarkedet har risikopåslagene steget markert i år, særlig for næringseiendomsforetak.

Norske banker oppfyller kapitalkravene og har god lønnsomhet. Vi venter lave tap i bankene fremover. Analyser i *Finansiell stabilitet 2022* viser at bankene er robuste og at de kan møte tap og opprettholde utlån ved et kraftig tilbakeslag i økonomien. Kravet til motsyklisk kapitalbuffer på 2,5 prosent bidrar til at bankene bevarer motstandskraft slik at de kan utføre oppgavene sine effektivt også ved tilbakeslag.

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

14. desember 2022

1 Internasjonal økonomi

Konsumprisveksten er svært høy i mange land. Prisene på europeisk gass og kraft er fremdeles på høye nivåer, men fremtidsprisene for det nærmeste året er lavere enn i september. Den sterke prisveksten bidrar til lavere kjøpekraft for husholdningene. Vi venter at BNP-veksten hos våre handelspartnere blir lav neste år. Anslaget er nedjustert fra forrige rapport. De store svingningene i internasjonale finansmarkeder har vedvart siden september. Markedsprisingen indikerer litt høyere styringsrenteforventninger den nærmeste tiden enn i september, og at sentralbankene gradvis vil redusere takten i den pengepolitiske tilstrammingen.

Høye gass- og kraftpriser demper aktiviteten fremover

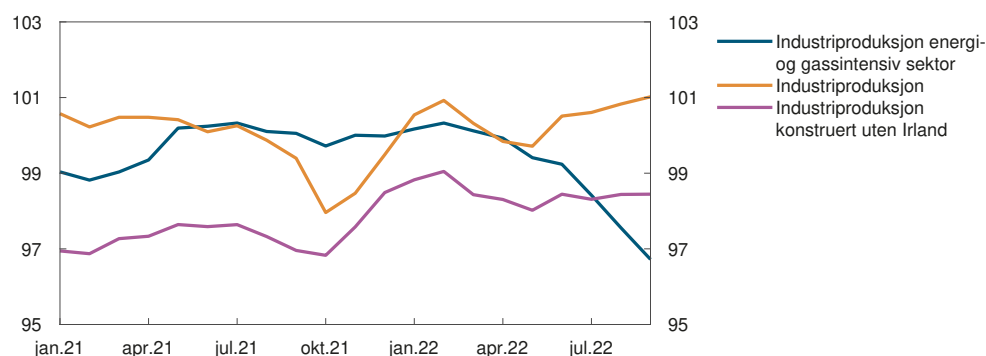
Hos de fleste av Norges handelspartnere er arbeidsmarkedene stramme, og BNP steg mer enn ventet fra andre til tredje kvartal. Veksten tiltok i USA og Kina, mens det var små endringer i aktivitetsnivåene i euroområdet og Storbritannia.

For de nærmeste kvartalene er vekstutsiktene svake. Gass- og kraftprisene i Europa er fremdeles på historisk høye nivåer. Ifølge fremtidsprisene vil gass- og kraftprisene holde seg høye, men nivået for det nærmeste året er lavere enn lagt til grunn i forrige rapport, se ramme på side 15. Flere bedrifter i Europa har i høst nedskalert virksomheten på grunn av høye energikostnader, se figur 1.1. I flere land får husholdningene økonomisk støtte fra myndighetene, men utgiftene til energi vil likevel være høye de nærmeste kvartalene. Det er vanskelig å anslå de økonomiske konsekvensene av utviklingen i gass- og kraftmarkedene. Vi venter nå at de høye prisene på gass og kraft demper aktiviteten i Europa mer enn vi la til grunn i forrige rapport.

Veksten i konsumprisene er svært høy. Samtidig har mange sentralbanker økt styringsrentene betydelig siden i vår, og markedets renteforventninger indikerer ytterligere økninger frem mot sommeren 2023 både i Europa og USA. Vi venter at husholdningene vil redusere sparingen ytterligere, men de høye levekostnadene bidrar til at forbruket i Europa trolig faller de neste kvartalene. Aktivitetsindikatorer for både tjenestesektoren

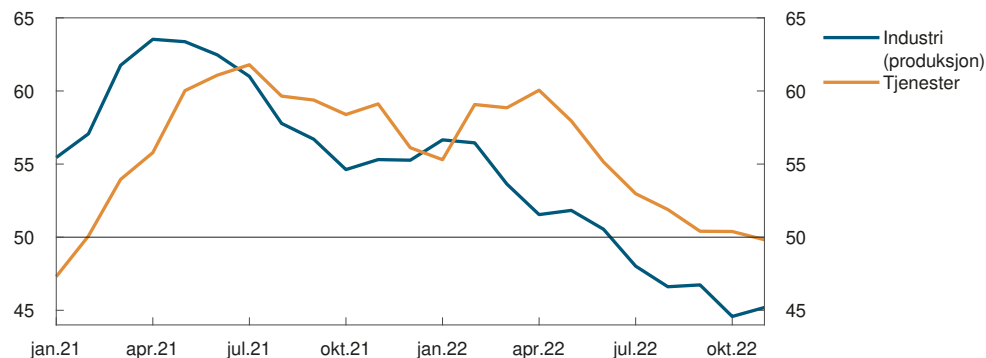
Figur 1.1 Kraftkrevende industriproduksjon i euroområdet har falt

Industriproduksjon. Indeks. 2019 = 100. Tremåneders glidende gjennomsnitt



Kilder: Eurostat og Norges Bank

Figur 1.2 Aktivitetsindikatorerne tyder på lavere vekst i Europa
PMI industri (produksjon) og tjenester



Kilder: Refinitiv Datastream og Norges Bank

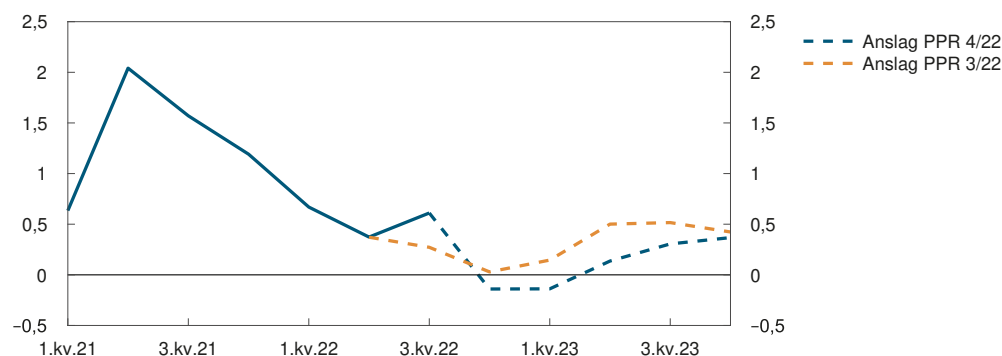
og industrien er lave, se figur 1.2, og vi venter fall i investeringene fremover. Samlet innebærer dette at den økonomiske aktiviteten i Europa trolig avtar gjennom høsten og vinteren. I tillegg vil nedstengninger i forbindelse med økt koronasmitte dempe veksten i Kina.

Vi legger til grunn at pengepolitikken strammes til i tråd med markedets renteforventninger, og at råvareprisene utvikler seg i tråd med fremtidsprisene. I Storbritannia er det planlagt betydelig tilstramming i finanspolitikken, mens økte forsvars- og energiinvesteringer i Europa trolig løfter aktiviteten utover i prognoseperioden. I Kina venter vi at veksten fremover blir lavere enn i årene før pandemien. Det skyldes delvis tiltak for å sikre en vekst som er mer drevet av innenlandsk konsum og mindre avhengig av handel med utlandet, men også som følge av vedvarende handelskonflikter med andre land. Vi anslår at BNP-veksten hos handelspartnerne avtar fra 3,4 prosent i 2022 til 0,5 prosent i 2023, før den tar seg opp igjen i 2024, se tabell 1 i vedlegget. Anslagene for 2023 og 2024 er nedjustert fra septemberrapporten, se figur 1.3. Importveksten hos handelspartnerne anslås å falle fra over 7 prosent i 2022 til under 0 i 2023.

Høy konsumprisvekst

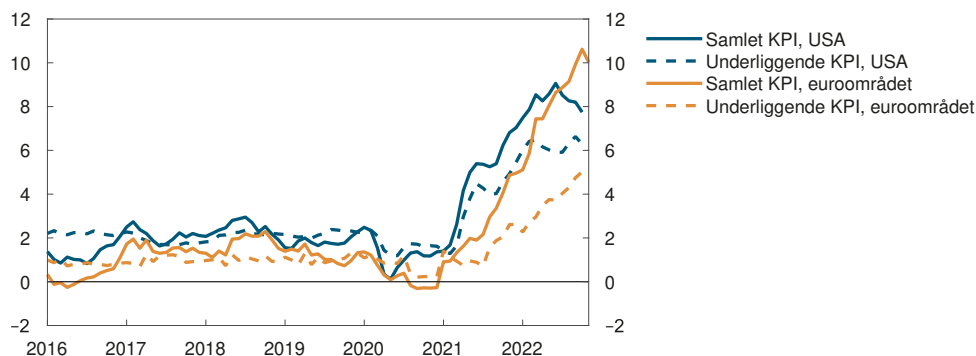
Pandemirelaterte forhold både på tilbuds- og etterspørselssiden og krigen i Ukraina har bidratt til høy inflasjon hos viktige handelspartnere siden i fjor høst, men konsumpris-

Figur 1.3 Svakere vekstutsikter
BNP handelspartnere. Kvartalsvekst. Sesongjustert. Prosent



Kilder: Refinitiv Datastream og Norges Bank

Figur 1.4 Fortsatt høy konsumprisvekst
Konsumpriser. Tolv månedersvekst. Prosent



Kilde: Refinitiv Datastream

veksten kan nå ha passert toppen i noen land, blant annet i USA. Tolv månedersveksten i konsumprisindeksen i USA har falt noe de siste månedene, mens den underliggende konsumprisveksten har holdt seg på litt over 6 prosent, se figur 1.4. Også i euroområdet falt samlet konsumprisvekst fra oktober til november, til 10 prosent. Det er svært høy prisvekst på både energi og mat. Den underliggende konsumprisveksten var på 5 prosent i november. De siste månedene har den underliggende prisveksten hos handelspartnerne vært høyere enn anslått i forrige rapport, særlig i Europa.

Kostnadene for å frakte varer har falt betydelig det siste halvåret. Ratene for transport av varer fra Asia til USA er nede på samme nivåer som før pandemien. Samtidig har prisene på flere råvarer falt markert i sommer og høst. Det vil etter hvert dempe prisveksten på konsumvarer. På den annen side har høye energipriser bidratt til kostnadsøkninger som vi venter at bedriftene i noen grad velter over i prisene på varer og tjenester.

Arbeidsmarkedene er stramme, men fallet i arbeidsledigheten synes å ha stoppet opp i flere land, og etterspørselen etter arbeidskraft ser ut til å være på vei ned både i USA og Europa. Lønnsveksten hos våre viktigste handelspartnere anslås å bli om lag 4,5 prosent både i år og neste år. Deretter venter vi at lønnsveksten gradvis avtar. Langsiktige markedsbaserte inflasjonsforventninger er lite endret siden septemberrapporten og ligger nær inflasjonsmålene både i USA og euroområdet. Vi anslår at den underliggende prisveksten for handelspartnerne samlet vil avta fra 4,8 prosent i år til litt over 4 prosent i 2023 og deretter gradvis reduseres til rundt 2 prosent. Anslagene er oppjustert fra septemberrapporten.

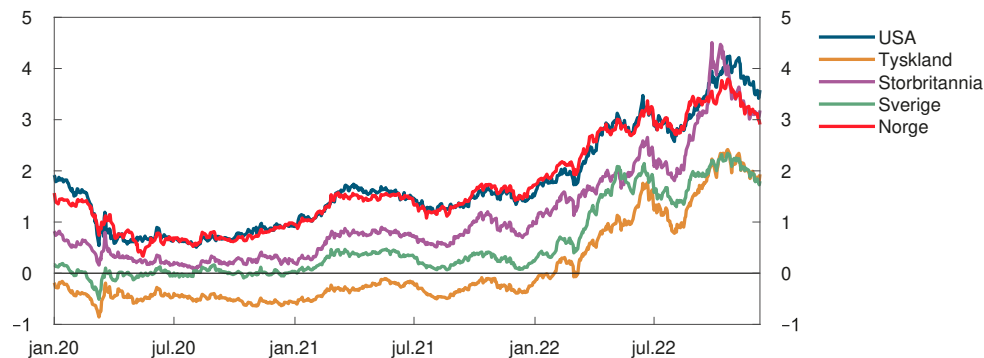
Videre oppgang i styringsrentene ute

Siden forrige rapport har sentralbankene ute fortsatt den pengepolitiske tilstrammingen, hovedsakelig på grunn av den høye prisveksten. Sentralbankene i USA, euroområdet, Storbritannia og Sverige har alle hevet sine styringsrenter, som nå er på de høyeste nivåene siden finanskrisen. Markedsaktørenes forventninger til styringsrentene den nærmeste tiden har steget litt siden forrige rapport. Samtidig indikerer markedsprisingen forventninger om at sentralbankene gradvis vil senke takten i rentehevingene det neste året, noe de fleste sentralbankene også har signalisert.

De store svingningene i finansmarkedene har vedvart. Langsiktige internasjonale statsrenter økte i høst, men har de siste ukene falt tilbake til om lag samme nivå som ved

Figur 1.5 Svingninger i lange renter

Renter på tiårs statsobligasjoner i utvalgte land. Prosent



Kilde: Bloomberg

septemberrapporten, se figur 1.5. Internasjonale aksjeindekser er litt høyere enn ved forrige rapport, mens kredittpåslagene for foretaksobligasjoner har falt.

Usikkerhet om den økonomiske utviklingen

Den pågående krigen i Ukraina bidrar til usikkerhet om utviklingen fremover. Effektene av at mange land strammer inn pengepolitikken samtidig er også usikre. Det er en risiko for at de økte levekostnadene for husholdningene og de økte driftsutgiftene for bedriftene fører til en svakere utvikling i forbruk og investeringer hos handelspartnerne enn vi nå anslår. Da vil også konsumprisveksten kunne komme raskere ned. Begrensninger i tilgangen på energi kan også dempe aktiviteten mer enn anslått. På den annen side kan husholdningene bruke mer av sine oppsparte midler, slik at veksten blir høyere enn ventet. I våre anslag vil lønnsinntakene 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. Koronapandemien bidrar fortsatt til usikkerhet. Lettelser i smittevern-tiltak i Kina kan løfte aktiviteten mer enn ventet på kort sikt, men det kan samtidig føre til flere nedstengninger lenger frem. Det er også risiko for ytterligere fall i boligmarkedet i Kina.

FREMTIDSPRISENE FOR ENERGI OG ANDRE RÅVARER ER FORTSATT HØYE

Prisene på energi og andre råvarer ligger an til å forbli høye fremover, selv om de har falt tilbake fra rekordnivåene tidligere i år.

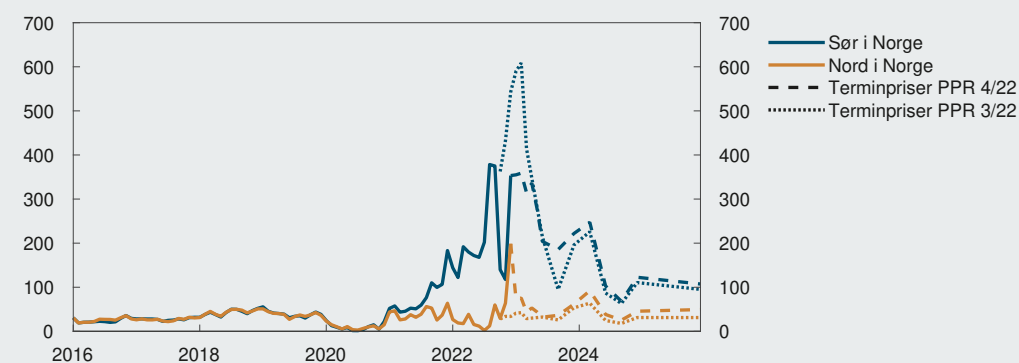
Viktige energipriser på kontinentet, som nederlandsk gasspris og tysk kraftpris, er lavere nå og for 2023 enn vi la til grunn i september (se figur A i Pengepolitiske vurderinger). Det kan ses i sammenheng med ulike politikktiltak fra EU for energisparing, økt energi-produksjon og signaler om mulige prisreguleringer. Gjennom høsten ble dessuten energiforbruket redusert som følge av mildt vær. I tillegg var vindkraftproduksjonen høy, og tilgangen på flytende gass var god. Europeiske gasslagre økte, og frykten for rasjonering til vinteren har blitt mindre. I de siste ukene har gass- og kraftprisene steget igjen særlig som følge av kaldt, stille og tørt vær.

Fremtidsprisene i Europa indikerer at gass- og kraftprisene kan forbli høye det nærmeste året. Usikkerheten om prisutviklingen er svært stor, særlig knyttet til nivået på russisk gasseksport og fransk kjernekraftproduksjon. I tillegg har været stor betydning. Lengre ut i tid indikerer fremtidskontraktene at prisene skal avta igjen, men de ventes å forbli høyere enn de har vært historisk, se tabell 1.A. Varig bortfall av russisk gass og problemer med fransk kjernekraftproduksjon vil kunne bidra til knapphet på energi i Europa de kommende årene.

Kraftprisene sør i Norge er også lavere enn lagt til grunn i september, se figur 1.A. Det skyldes utviklingen i gass- og kraftpriser i Europa og økt fyllingsgrad i vannmagasinene. Også fremtidsprisene for kraft sør i Norge er lavere enn i september. Men kaldt, stille og tørt vær har også her ført til høyere priser i det siste. Fremtidsprisene indikerer at kraftprisen ventes å være markert høyere de kommende årene enn hva den har vært historisk. Kraftprisen nord i Norge har økt mye den siste tiden, særlig som følge av lavere vindkraft- og kjernekraftproduksjon i Sverige og i Finland. Fremtidsprisene indikerer likevel at prisen nord i Norge vil forbli lavere enn sør i Norge.

Prisen på olje har falt siden september og er rundt 75 dollar per fat, se figur 1.B. Fremtidsprisene ut i tid er mindre endret og indikerer at oljeprisen vil falle ned mot 70 dollar per

Figur 1.A Lavere kraftpriser sør i Norge, men høyere nord i Norge
Øre/kWh



Kilder: Bloomberg, Refinitiv Datastream og Norges Bank

Tabell 1.A Energi- og råvarepriser

Prosentvis endring i anslag fra Pengepolitisk rapport 3/22 i parentes	Snittpris (2010-2019)	Faktiske priser og fremtidspriser ¹					
		2020	2021	2022	2023	2024	2025
Olje, USD/fat	80	42	71	101 (-1)	77 (-8)	75 (-4)	73 (-2)
Gass, USD/fat	40	18	87	207 (-16)	235 (-18)	180 (2)	120 (0)
Petroleum ² , USD/fat	63	34	85	164 (-16)	200 (-18)	153 (1)	106 (-1)
Kull, Euro/tonn	66	44	102	278 (-5)	241 (-17)	234 (-14)	213 (-18)
Utslippskvoter, Euro/tonn	10	25	53	81 (1)	89 (19)	94 (19)	99 (18)
Tysk kraft, Øre/kWh	36	36	106	265 (-20)	392 (-25)	297 (19)	192 (-3)
Nordisk kraft, Øre/kWh	32	12	64	148 (-16)	209 (20)	99 (25)	79 (24)
Kraft sør i Norge, Øre/kWh	31	10	78	205 (-26)	254 (-3)	135 (11)	107 (13)
Kraft nord i Norge, Øre/kWh	32	10	40	32 (23)	50 (35)	50 (47)	49 (58)
Aluminium, i tusen USD/tonn	1,9	1,7	2,5	2,7 (1)	2,5 (8)	2,6 (7)	2,7 (6)
Kobber, i tusen USD/tonn	6,8	6,2	9,3	8,8 (1)	8,5 (11)	8,5 (11)	8,5 (11)
Hvete, USD/tonn	210	202	258	331 (-2)	276 (-15)	280 (-10)	268 (-6)
Mais, USD/tonn	183	143	227	271 (-1)	246 (-5)	231 (-3)	214 (-1)

¹ Terminpriser per 9. desember 2022.

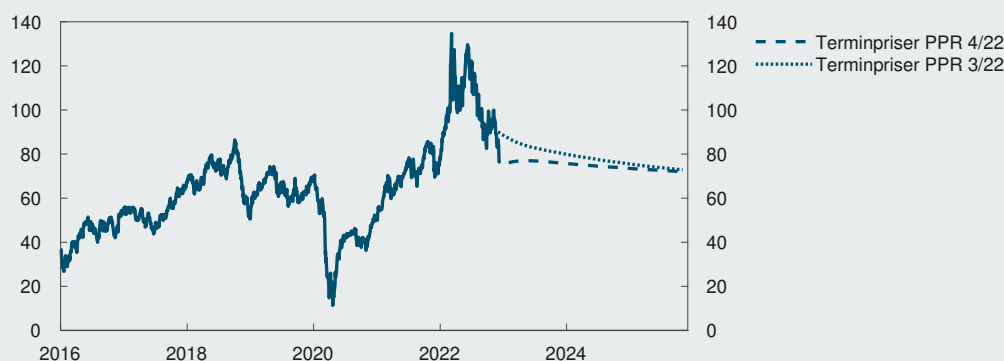
² En beregnet pris på norsk petroleumseksport. Prisen er beregnet på grunnlag av oljens og gassens andel i historiske tall for eksporten. For fremtidsprisene har olje og gass andeler beregnet på grunnlag av markedets forventede priser

Kilder: Refinitiv Datastream og Norges Bank

fat i 2025, se tabell 1.A. Oljeprisen kan falle mer hvis veksten i verdensøkonomien svekkes ytterligere. På den annen side kan oljeprisen holdes oppe dersom OPEC-pluss kutter videre i produksjonen. I tillegg er det stor usikkerhet om effektene på russisk oljeeksport av EUs sanksjoner mot import av russisk olje og G7s pristak på salg av russisk olje til andre land.

Figur 1.B Lavere oljepris

USD/fat



Kilder: Refinitiv Datastream og Norges Bank

Prisene på industrimetaller har steget noe siden rapporten i september. Økt behov for metaller i energiomstillingen bidrar til økt etterspørsel etter metaller, mens høyere energikostnader og andre forhold på produksjonssiden begrenser tilbudet. Fremtidsprisene er lite endret sammenliknet med forrige rapport, og indikerer at prisene vil bli høyere de kommende årene enn i årene før pandemien, se tabell 1.A.

Prisene på globale jordbruksvarer og gjødsel er samlet sett noe lavere enn i september, men de er fortsatt betydelig høyere enn i årene før pandemien. Mer tørke og flom, geopolitisk usikkerhet og økte priser på innsatsvarer bidrar til at også fremtidsprisene på jordbruksvarer er høye, men disse har avtatt noe fra forrige rapport.

2 Finansielle forhold

De finansielle forholdene i Norge er litt strammere nå enn ved forrige rapport. Høyere styringsrente har bidratt til at boliglånsrenten og renten på foretaksfinansiering har økt videre. Høyere påslag i pengemarkedet har ført til en ytterligere økning i utlånsrenten til foretakene. Valutakursen har svingt mye, men er nå nær nivåene fra september.

2.1 Pengepolitikken siden september

På rentemøtet 21. september ble det besluttet å heve styringsrenten fra 1,75 til 2,25 prosent. I den pengepolitiske rapporten ble det lagt til grunn at styringsrenten ville øke videre til rundt 3 prosent i løpet av vinteren. Ved rentemøtet 2. november ble styringsrenten satt videre opp til 2,50 prosent.

På forhånd hadde markedsaktørene priset inn en viss sannsynlighet for en større renteheving i november. Markedets renteforventninger har falt siden fremleggelsen av septemberrapporten, og ligger lavere enn prognosen for styringsrenten i denne rapporten.

Vi har utviklet en indikator for finansielle forhold utover det som følger av styringsrenten, se utdyping på side 22. Indikatoren viser at slike finansielle forhold strammet seg til gjennom høsten, men er nå nær nivåene ved forrige rapport.

2.2 Rentene til husholdninger og foretak

Høyere boliglånsrente fremover

Husholdningenes renteutgifter har steget i takt med økningene i styringsrenten. Ved utgangen av oktober var gjennomsnittlig utlånsrente på utestående boliglån 3,3 prosent, nær 1 prosentenheter høyere enn ved inngangen til juli. Det er om lag som anslått.

Rundt 85 prosent av økningen i styringsrenten siden i fjor høst har så langt slått gjennom til boliglånsrenten. Gjennomslaget fra styringsrenten til innskuddsrenten har vært vesentlig lavere enn til utlånsrenten, men har økt litt den siste tiden. Den gjennomsnittlige innskuddsrenten til husholdningene var 1,1 prosent ved utgangen av oktober. Lavere gjennomslag til innskuddsrenten har gjort det mulig for bankene å opprettholde den underliggende lønnsomheten uten å øke boliglånsrentene like mye som styringsrenten.

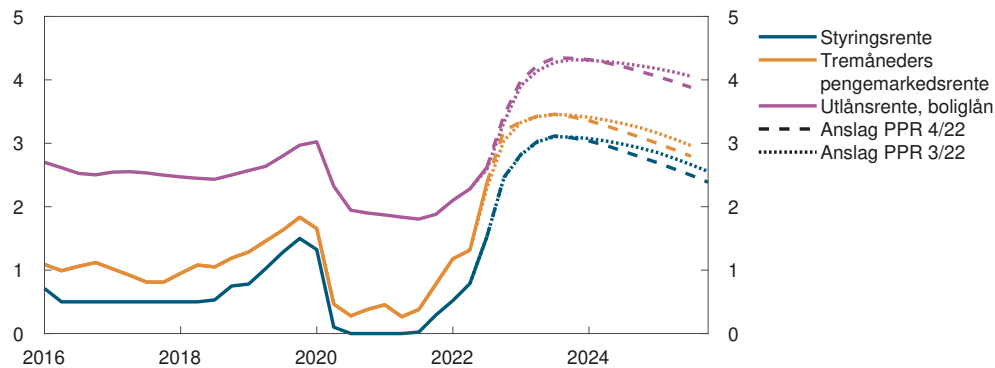
Vi anslår at boliglånsrenten fortsetter å øke etter hvert som styringsrenten settes videre opp, men fortsatt noe mindre enn økningen i styringsrenten. Prognosene innebærer at boliglånsrenten stiger til 4,3 prosent i løpet av neste år, se figur 2.1.

Høyere rentekostnader på ny foretaksfinansiering

Rentebærende krongjeld i norske fastlandsbedrifter består i hovedsak av banklån og verdipapirgjeld. Det siste året har ny foretaksfinansiering i bank og obligasjonsmarkedet blitt gradvis dyrere.

Foretaksfinansiering til flytende rente er i stor grad knyttet til pengemarkedsrenten, tremåneders Nibor, både i bank- og i obligasjonsmarkedet. Når rentene har økt det siste

Figur 2.1 Husholdningenes boliglånsrente har økt
Renter. Prosent



Kilder: Refinitiv Datastream, Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

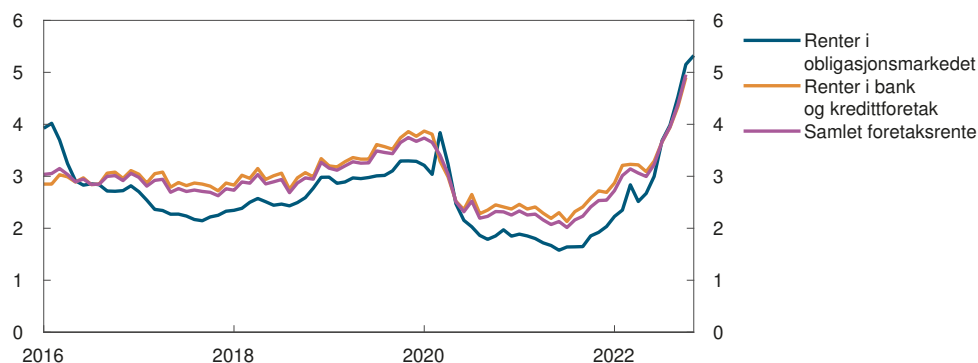
året, skyldes det først og fremst høyere styringsrente og forventninger om videre renteoppgang, se figur 2.2. Siden september har også pengemarkedspåslaget i Nibor vært høyere enn vi la til grunn i forrige rapport. Dette skyldes i hovedsak økte priser på finansiering i det amerikanske pengemarkedet og lav strukturell likviditet i det norske bank-systemet. Så langt i fjerde kvartal har påslaget vært i underkant av 0,6 prosentenheter, se figur 2.3. Vi venter at påslaget vil avta gradvis mot 0,35 prosentenheter gjennom vinteren. Anslagene ligger nær markedets prising av pengemarkedspåslaget frem i tid.

I tillegg til pengemarkedsrenten betaler foretakene et påslag for ny finansiering i form av en margin på bankfinansiering og et risikopåslag i obligasjonsmarkedet. Fordi utestående bankgjeld i sum er om lag tre ganger større enn obligasjonsgjelden, er det særlig endringer i bankenes utlånsmargin som vil påvirke foretakene. Historisk har risikopåslaget i obligasjonsmarkedet svingt betydelig, mens bankenes utlånsmargin på nye lån over lengre tid har vært forholdsvis stabil.

Den siste tiden har bankenes utlånsmargin, slik den reflekteres i rentestatistikken fra Statistisk sentralbyrå, avtatt litt. Flere spørreundersøkelser, som Norges Banks utlånsundersøkelse for tredje kvartal, kan imidlertid indikere at utlånsmarginen vil stige noe

Figur 2.2 Høyere foretaksrente

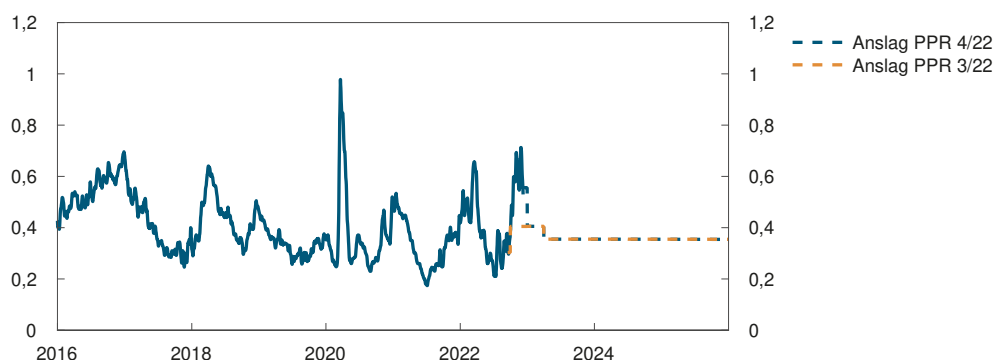
Rente på ny finansiering i kroner til flytende rente for ikke-finansielle foretak i Fastlands-Norge. Prosent



Kilder: Nordic Bond Pricing, Stamdata, Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 2.3 Pengemarkedspåslaget har vært høyere enn anslått

Pengemarkedspåslag. Prosentenheter



Kilder: Refinitiv Datastream og Norges Bank

fra dagens nivå. Risikopåslagene på ny finansiering i obligasjonsmarkedet har steget markert det siste året, og økte videre inn i fjerde kvartal. De siste ukene har påslagene samlet sett falt tilbake til nivåene fra september. For næringseiendomsforetak har risiko-påslagene fortsatt å stige.

Flere foretak benytter seg av fastrenteavtaler på deler av sin gjeld. For slike lån er det nivået på langsiktige renter som særlig vil ha betydning for kostnaden ved ny finansiering. Det siste året har langsiktige renter økt, men de har falt noe siden forrige rapport.

Hovedindeksen på Oslo Børs er litt høyere enn i september, men den har svingt en del i perioden. Spredningen mellom underindeksene har vært stor. Aksjene i oppdretts-selskaper falt betydelig etter at regjeringen annonserte grunnrenteskatt på havbruks-næringen, mens industri-, teknologi- og materialaksjer har steget mye.

2.3 Kronekursen

Utsikter til sterkere krone

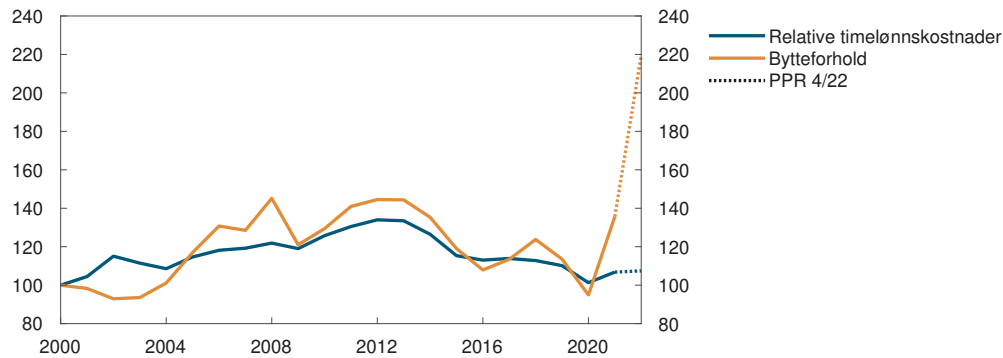
Kronekursen, målt ved den importveide kursindeksen I-44, har svekket seg siden års-skiftet og perioden har vært preget av store svingninger. Utviklingen må ses i sammenheng med at rentene hos våre handelspartnere har steget mer enn rentene i Norge. I tillegg har høy inflasjon i mange land og Russlands invasjon av Ukraina ført til stor usikkerhet i finansmarkedene. Usikkerheten har bidratt til en høyere risikopremie på norske kroner.

På den annen side har høye petroleumspriser gjennom 2022 bidratt til en betydelig forbedring i Norges bytteforhold overfor utlandet. Over tid har det vært en relativt nær sammenheng mellom bytteforholdet og realvalutakursen, se figur 2.4. Kronekursen har ikke styrket seg i 2022, slik historiske sammenhenger med bytteforholdet kunne tilsi. Det kan blant annet ha sammenheng med betydelig usikkerhet om varigheten av oppgangen i petroleumsprisene, samt utviklingen i andre drivkrefter for kronekursen.

Siden septemberrapporten har kronekursen svingt mye, men er nå nær nivåene fra september. Utviklingen er samlet sett i tråd med anslagene fra forrige rapport, til tross for at petroleumsprisene har avtatt og at rentene ute har økt mer enn rentene her hjemme. Vi legger til grunn at kronekursen holder seg nær dagens nivå den nærmeste tiden.

Figur 2.4 Svåkere kronekurs enn bytteforholdsgevinster kunne tilsi

Relative timelønnskostnader i industrien og bytteforholdet overfor utlandet. Indeks. 2000 = 100

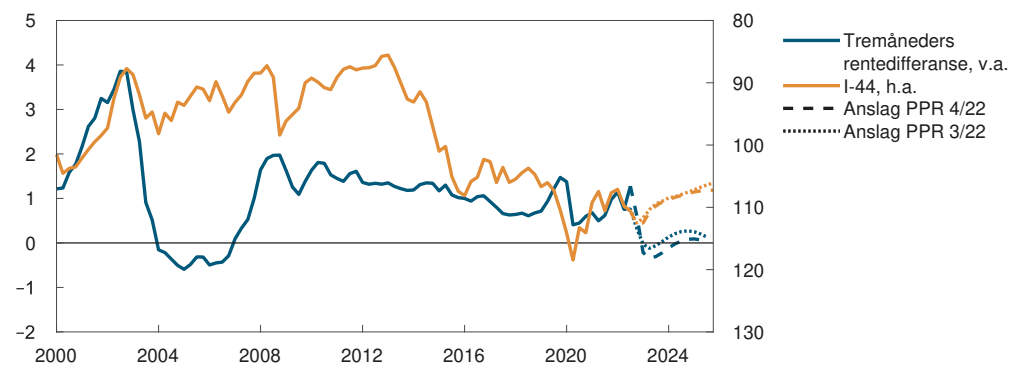


Kilder: Det tekniske beregningsutvalg for inntektsoppgjørene, Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Etter hvert venter vi at usikkerheten i de internasjonale finansmarkedene avtar og at kursen styrker seg, se figur 2.5. Anslagene er lite endret fra forrige rapport, men det er stor usikkerhet om den videre kursutviklingen. Anslagene innebærer at norske renter vil være lavere enn rentene hos handelspartnerne gjennom neste år, for første gang siden før finanskrisen. Det kan tilsi en svakere utvikling i kronekursen enn vi ser for oss. Skulle på den annen side inflasjonen internasjonalt avta raskere enn lagt til grunn, vil det kunne redusere uroen i internasjonale finansmarkeder ytterligere og føre til en sterkere kronekurs. Tidvis dårlig likviditet i kronemarkedet kan bidra til å forsterke svingninger i kronekursen.

Figur 2.5 Sterkere kronekurs enn rentedifferanse kunne tilsi

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



Kilder: Refinitiv Datastream og Norges Bank

INDEKS FOR FINANSIELLE FORHOLD (FCI) FOR NORGE

Finansielle forhold sier noe om hvor lett det er for banker, husholdninger og bedrifter å få finansiering og til hvilke vilkår. Styringsrenten er viktig fordi den bestemmer den kort-siktige risikofrie renten som ligger til grunn for andre finansielle priser, men det er ikke nok å se på styringsrenten alene. Flere andre faktorer kan også påvirke finansielle forhold. Vi har derfor utviklet en indeks for finansielle forhold (FCI – «Financial conditions index») for å få et samlet inntrykk av pris og tilgjengelighet for ulike typer finansiering utover det som følger av styringsrenten. Empiriske øvelser viser at indeksen kan bidra til å forklare utviklingen i samlet aktivitet i norsk økonomi.

En indeks for finansielle forhold kan være nyttig for å skille ut viktige signaler fra støy på tvers av finansielle markeder, og anvendes derfor aktivt av mange lands sentralbanker, institusjoner og større investeringsbanker. For eksempel kan premier for kreditt-, likviditets- og valutarisiko i ulike markeder svinge mye over tid og bidra til at renter svinger mer enn det som følger av endringer i styringsrenten. Endringer i risikovilje og forventninger til fremtidig inntjening og renter kan videre gi store svingninger i formuespriser, uavhengig av styringsrenten. Finansielle priser kan i neste omgang blant annet påvirke utviklingen i konsum og realinvesteringer.

Ved utviklingen av indikatoren, har vi lagt vekt på at den skal være forholdsvis enkel å konstruere og dekke de viktigste finansielle størrelsene i norsk økonomi. Den foretrukne indikatoren inneholder derfor relativt få variabler og har mange fellestrekk med indikatorer som benyttes av Sveriges Riksbank og Danmarks Nationalbank. Ettersom indeksen er ment å fange opp utviklingen i samlede finansielle forhold utover endringer i styringsrenten, er rentene i indeksen justert for styringsrenten og forventede styringsrenter. Vi har også beregnet indikatorer basert på et større utvalg variabler, men resultatet endrer seg ikke vesentlig. Siden renter inngår som risikopåslag, og formuespriser er normalisert i forhold til en beregnet trendutvikling, vil variasjoner i inflasjonen i utgangspunktet ikke påvirke tolkningen av indeksen.

Som indikatorer for husholdningenes finansieringsforhold har vi inkludert utlånsrenten og boligpriser. Siden mange husholdninger har lån med flytende rente, vil en endring i utlånsrenten kunne få stor betydning for de samlede lånekostnadene til husholdningene. Endringer i boligpriser vil påvirke husholdningenes finansielle stilling og mulighet til å ta opp lån ettersom boliger også utgjør et viktig panteobjekt. Som mål på bedriftenes finansieringsforhold og kostnader ved lånefinansiering inkluderer indeksen obligasjons- og bankutlånsrenter. Vi tar også med mål for bankenes lånekostnader for tidlig å fange opp endringer i lånekostnader før de eventuelt gir seg utslag i endrede utlånsrenter til husholdninger og foretak. Påslagene i markedene for obligasjoner med fortrinnsrett og seniorobligasjoner er derfor inkludert i indeksen. I tillegg har vi inkludert aksjepriser basert på hovedindeksen ved Oslo Børs, både nivået målt som avvik fra et glidende gjennomsnitt og volatiliteten. Aksjeprisene kan gi informasjon om kostnader knyttet til egenkapitalfinansiering. Vi har også inkludert volatiliteten i den importveide valutakursen som en indikator for hvor kostbart det er for aktørene å sikre seg mot kurs-svingninger.

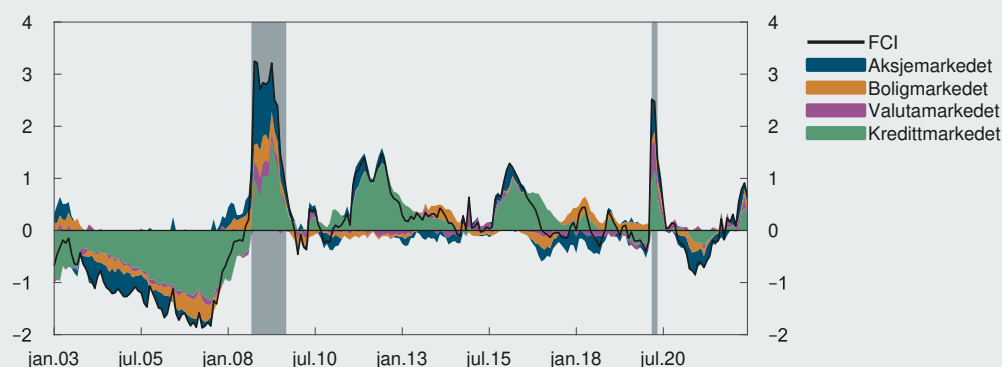
For å representere den typiske variasjonen fra variablene i én indeks, bruker vi prinsippal-komponent-analyse på standardiserte variabler.¹ Man kunne også tatt et enkelt gjennomsnitt av variablene eller beregnet vektorer ved bruk av andre metoder, men våre beregninger tilsier at indeksen ikke ville vært vesentlig annerledes.

Figur 2.A viser utviklingen i FCI fra januar 2003 på månedsfrekvens. Siste verdi er snittet av daglige observasjoner til og med 9. desember 2022. Indeksen er dekomponert i bidragene fra de ulike delmarkedene. Siden indeksen er standardisert, vil den variere rundt null. Den kan derfor ikke tolkes direkte, men sier noe om hvor stramme eller lempelige de finansielle forholdene er sammenlignet med et historisk snitt. Kredittmarkedet er særlig viktig for å forklare endringer i indeksen over tid. Det reflekterer at det norske finansielle systemet er bankbasert og at endringer i pengemarkedspåslaget påvirker mange av rentene. Dekomponeringen antyder at alle delmarkedene bidro til mer lempelige finansielle forhold frem til finanskrisen i 2007–2008, og dermed til å dempe tilstramningen fra en økt styringsrente. I 2008 ble de finansielle forhold betydelig strammere, før de normaliserte seg gjennom 2009. Den andre store tilstramningen i indeksen var i mars 2020, men tilstramningen var kortvarig sammenlignet med finanskrisen. Gjennom høsten har FCI-en steget, noe som kan ha forsterket bidraget fra innstramningen i pengepolitikken i perioden. Så langt i desember har indeksen falt noe tilbake igjen.

Figur 2.B viser vår FCI for Norge sammen med lignende indikatorer utviklet av IMF på kvartalsfrekvens. Figuren viser at selv om indeksene inkluderer noe ulike variabler, så kan det se ut som at finansielle forhold i Norge har fulgt utviklingen ute. Unntaket er under oljeprisfallet i 2015, da finansielle forhold strammet seg mer til her hjemme. Finansielle forhold har samlet sett strammet seg noe til i år, både i Norge og internasjonalt.

Figur 2.A Strammere finansielle forhold i høst

Indeks for finansielle forhold. Standardavvik fra gjennomsnitt



Kilder: Bloomberg, Eiendomsverdi, Finansportalen, Finn.no, Nordic Bond Pricing, Real Estate Norway, Statistisk sentralbyrå, Thomson Reuters og Norges Bank

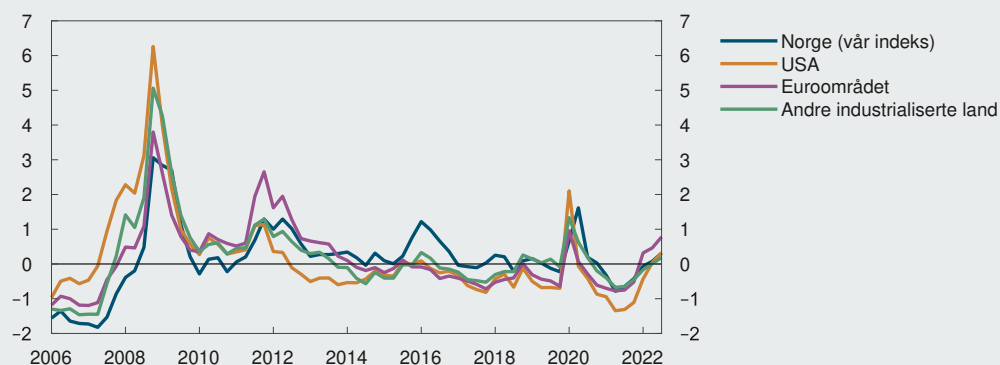
¹ Det innebærer at et gjennomsnitt er trukket fra alle variablene. I tillegg er variablene dividert med sitt standardavvik. Det gjør at alle variabler får samme skala.

For å evaluere egenskapene til indikatoren, har vi undersøkt i hvilken utstrekning den bidrar til å forklare utviklingen i samlet aktivitet i norsk økonomi, målt ved bruttonasjonalprodukt for Fastlands-Norge (BNP-FN). I en kommende artikkel², gjennomfører vi en øvelse der vi skiller ut det vi kan karakterisere som uventet variasjon i FCI, dvs. eksogen variasjon, fra det som kan forklares av andre makroøkonomiske variabler. Vi anvender en såkalt SVAR-modell («Structural Vector Auto-Regressive») for å gjennomføre øvelsen. I modellen inngår også styringsrenten og BNP-FN. I øvelsen viser vi at eksogene endringer i FCI-en påvirker veksttakten i økonomien. Den negative aktivitetsimpulsen fra en tilstramming i finansielle forhold er større enn aktivitetsløftet som følger av en tilsvarende oppmyking i finansielle forhold (asymmetri). I tilfeller med eksogene finansielle tilstramminger er det videre slik at det forholdsmessige fallet i BNP-veksten blir større jo mer markert tilstrammingen er (ikke-lineær respons). Basert på denne modellen, tilsier en uventet økning i indikatoren med en enhet at BNP faller med 0,8 prosent etter ett år. Virkningen av en uventet økning i styringsrenten på ett prosentpoeng er større og noe mer varig. Etter ett år faller BNP med 1,3 prosent. Disse effektene er svært usikre.

Indikatoren kan supplere analyser av finansielle forhold som allerede inngår i vårt modellapparat. I hovedmodellen, NEMO, inngår både utlånsrenten til husholdninger og en vektet foretaksrente basert på utlåns- og obligasjonsrenter. Det innebærer at endringer i risiko- og pengemarkedspåslag som påvirker disse rentene, vil være ivaretatt i den pengepolitiske analysen. Det samme gjelder for endringer i bankenes finansieringskostnader som også kan påvirke utlånsrentene. I tillegg inngår boligprisene i NEMO. Indikatoren kan likevel hjelpe oss å si noe bredere om finansielle forhold og gi oss tidlige signaler om risiko og stramhet i finansielle forhold. Ved større endringer i indikatoren, f.eks. knyttet til endringer i markedsvolatilitet og større skift i aksjemarkedene, kan den i tillegg gi nye signaler. Som nevnt over, kan indikatoren særlig bidra til å gi signaler om nedside-risiko i realøkonomien ved større økninger i indeksen.

Figur 2.B Finansielle forhold strammer seg til i Norge og utlandet

Indeks for finansielle forhold. Standardavvik fra gjennomsnitt



Kilder: IMF og Norges Bank

² I et kommende Norges Bank Staff Memo (Bowe, Gerdrup, Maffei-Faccioli og Olsen, 2022) dokumenteres indeksen og SVAR-analysen mer i detalj.

3 Norsk økonomi

Konsumprisene har steget raskt, og inflasjonen er klart høyere enn målet på 2 prosent. Samtidig er arbeidsledigheten lav, og en høy andel av befolkningen er i jobb. Lønnsveksten har økt, og vi anslår at den stiger videre neste år.

Høy konsumprisvekst og økte renter bidrar til å dempe etterspørselen, og vi anslår at norsk økonomi har nådd konjunkturtoppen. Boligprisene har falt de siste månedene, og vi venter at husholdningene vil redusere sitt konsum fremover. Investeringene i Fastlands-Norge er ventet å avta fra høye nivåer.

Fra neste år venter vi at lavere kapasitetsutnyttning, lavere prisimpulser fra utlandet og fall i energiprisene bidrar til at prisveksten avtar og nærmer seg inflasjonsmålet på noe sikt. Arbeidsledigheten ventes å stige noe, men fra et lavt nivå.

3.1 Produksjon og etterspørsel

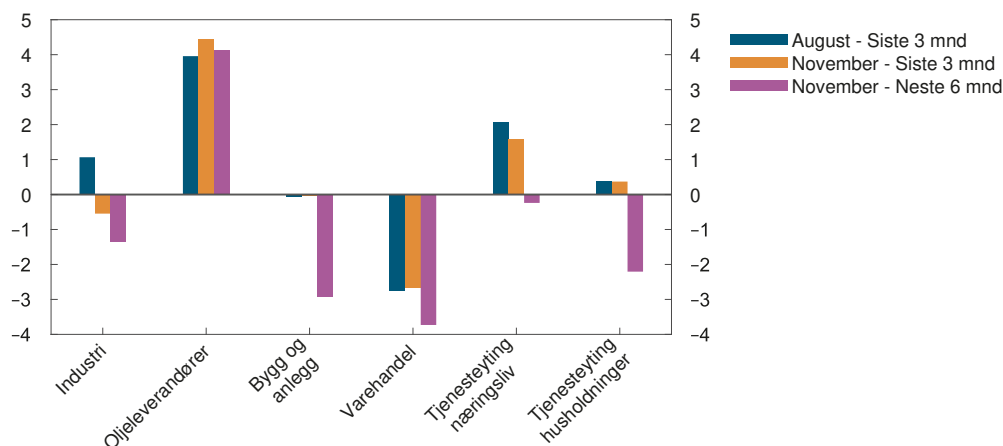
Omslag i fastlandsøkonomien

Aktiviteten i norsk økonomi har hentet seg inn etter koronapandemien. Reviderte tall fra nasjonalregnskapet tyder på at aktiviteten har vært høyere gjennom 2022 enn lagt til grunn i forrige rapport. I tredje kvartal vokste fastlandsøkonomien med 0,8 prosent.

Samtidig rapporterer vårt regionale nettverk om lavere vekst og utsikter til at aktiviteten avtar klart det neste halvåret, se figur 3.1. Bedriftene innen varehandel og annen husholdningsrettet tjenesteyting venter lavere etterspørsel som følge av lavere kjøpekraft i husholdningene. Ifølge bygge- og anleggsbedriftene har svakt nyboligsalg og lavere etterspørsel fra offentlig sektor redusert antall ordre. Svakere utvikling ute og hjemme demper utsiktene for industribedriftene, men høy etterspørsel fra energisektoren reduserer nedgangen og bidrar til sterk vekst blant oljeleverandørene.

Figur 3.1 Utsikter til avtakende aktivitet

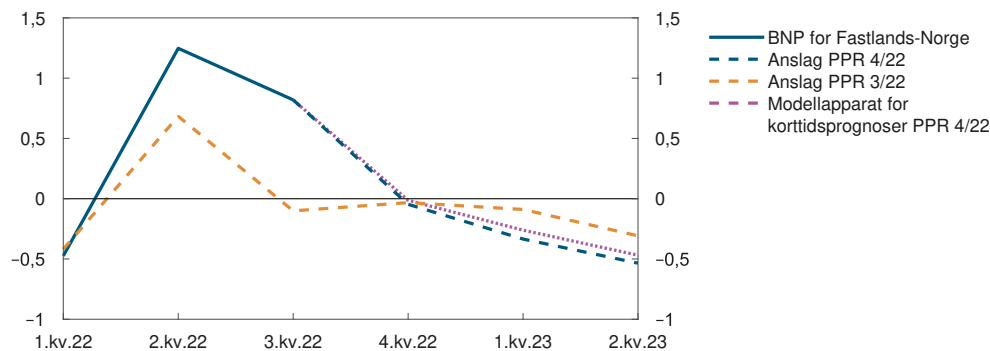
Rapportert og forventet vekst ifølge Regionalt nettverk. Annualisert. Prosent



Kilde: Norges Bank

Figur 3.2 BNP for Fastlands-Norge er ventet å avta

BNP for Fastlands-Norge. Kvartalsvekst. Sesongjustert. Prosent



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Vi anslår at norsk økonomi har nådd konjunkturtoppen, og at aktiviteten vil avta gjennom vinteren. Boligprisene har falt siden forrige rapport, og forventningsundersøkelser tyder på at økonomien er i ferd med å kjøle seg ned. Sammen med høyere prisvekst fører det trolig til at aktiviteten faller mer gjennom første halvår enn vi la til grunn i forrige rapport. Det er forenlig med anslagene fra vårt modellapparat for korttidsprognoser, hvor et bredt sett av empiriske modeller vektet sammen basert på historiske anslagsegenskaper, se figur 3.2.

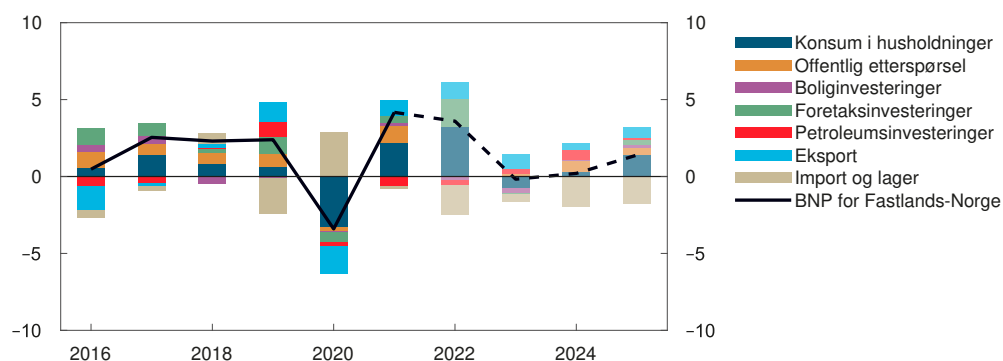
Vi anslår at BNP for Fastlands-Norge øker med 3,6 prosent i år. Det er særlig oppgang i husholdningenes konsum og bedriftenes investeringer som bidrar til veksten, se figur 3.3. Neste år ventet vi at lavere konsum vil føre til at aktiviteten i fastlandsøkonomien avtar med 0,2 prosent. I 2024 og 2025 anslår vi at den økonomiske aktiviteten vil ta seg gradvis opp. Økte investeringer innen petroleumsnæringen og aktivitet relatert til klimamotstilling løfter veksten i årene fremover.

Høy prisvekst og økte renter demper konsumet

Husholdningenes konsum har økt mye det siste året, og veksten fortsatte i tredje kvartal. Det er særlig tjenestekonsumet og nordmenns konsum i utlandet som har tatt seg opp, mens varekonsumet har avtatt så langt i år.

Figur 3.3 Husholdningenes konsum reduserer veksten fremover

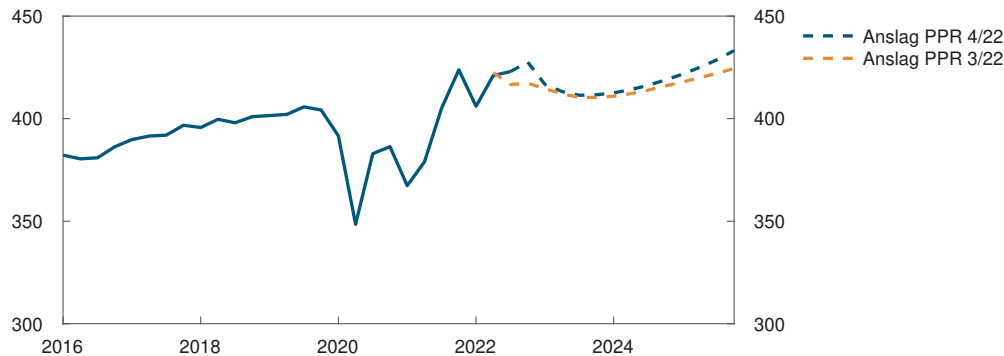
BNP for Fastlands-Norge. Årsvekst. Prosent. Bidrag til årsvekst. Prosentenheter



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 3.4 Lavere konsum neste år

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



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Konsumet har vært høyere enn anslått, til tross for at høy prisvekst og økte renteutgifter reduserer husholdningenes kjøpekraft. Spareraten har falt og var negativ i tredje kvartal. Det kan tyde på at husholdningene har opprettholdt sitt konsum ved å tære på oppsparte midler. Korttransaksjonsdata indikerer at konsumveksten har avtatt litt i høst, og tillit-sindikatorer for husholdningene er på svært lave nivåer.

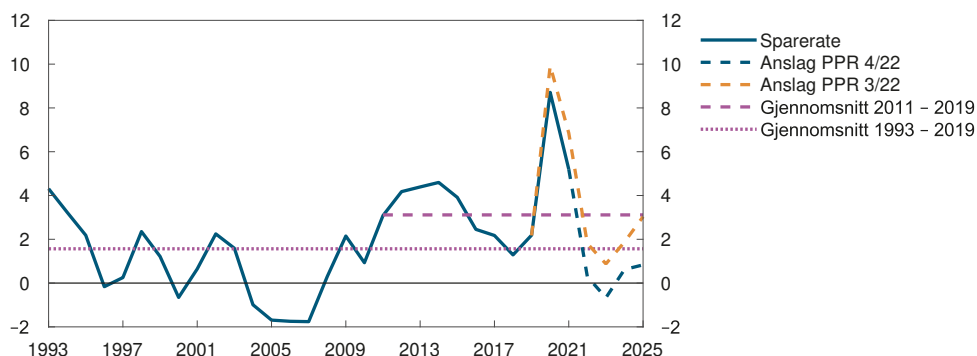
Vi anslår at konsumet faller med 1,5 prosent neste år, etter en vekst på 6,5 prosent i år, se figur 3.4. I våre anslag faller disponibel realinntekt betydelig i 2023. Lavere boligpriser reduserer husholdningenes formue og demper konsumet, ettersom en stor del av formue og gjeld er knyttet til bolig. Anslagene for konsum legger til grunn at husholdningene tærer på oppsparte midler, særlig i år og neste år. Vi anslår negativ sparing neste år og lavere sparingrate i årene fremover enn i årene før pandemien, se figur 3.5. Frem mot 2025 venter vi at høyere inntekter og lavere inflasjon igjen bidrar til vekst i konsumet.

Svakere utvikling i boligmarkedet

Boligprisene har falt med 2,6 prosent siden august, og antall usolgte boliger har økt markert. Vi venter at høyere rente vil bidra til at boligprisene faller videre frem mot høsten neste år, men at de da fortsatt vil være 12 prosent høyere enn nivåene fra før pandemien. Deretter anslår vi at boligprisene øker gradvis. Anslagene for boligprisene er lavere enn i forrige rapport, se figur 3.6. Se kapittel 5 for en nærmere omtale av boligmarkedet.

Figur 3.5 Markert fall i husholdningenes sparing

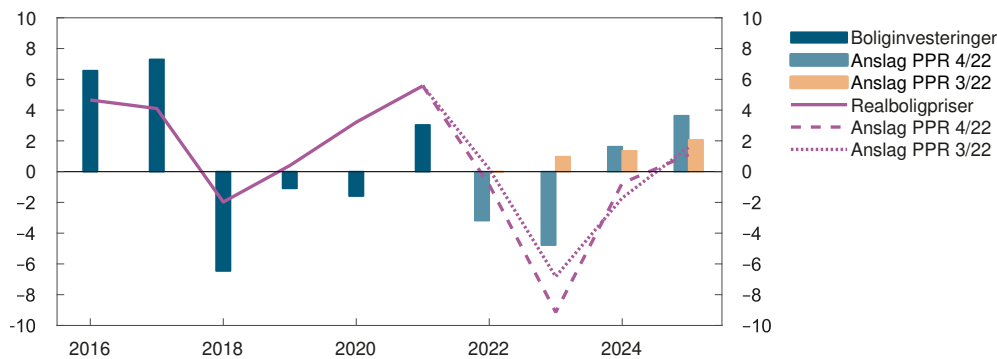
Husholdningenes sparingrate uten aksjeutbytte. Prosent



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 3.6 Større fall i boliginvesteringene

Boliginvesteringer og realboligpriser. Årsvekst. Prosent



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Boliginvesteringene har falt mer gjennom 2022 enn tidligere lagt til grunn. Avtakende boligpriser, knapphet på arbeidskraft og høye materialkostnader har trolig bidratt til å dempe investeringene den siste tiden. Vi venter at boliginvesteringene fortsetter å falle inn i 2023 som følge av lavere boligpriser og svært lavt nyboligsalg den siste tiden. Lenger frem anslår vi at boliginvesteringene henter seg noe inn igjen.

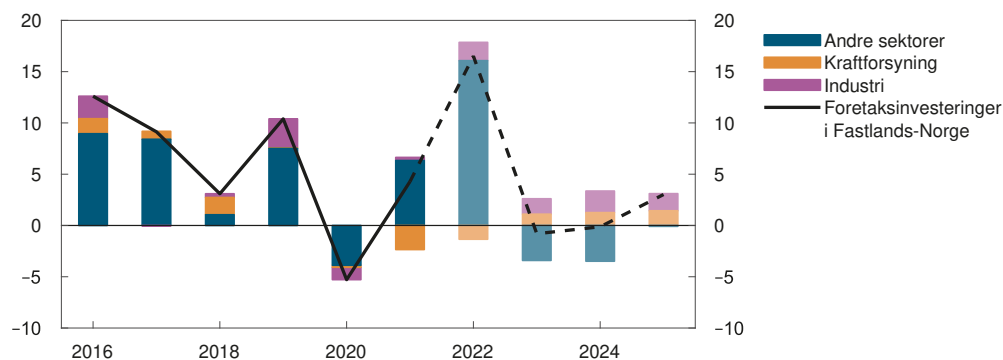
Foretaksinvesteringene avtar fra høye nivåer

Foretaksinvesteringene er på et høyt nivå etter at investeringene i tjenestesektoren økte betydelig i første kvartal, og langt mer enn tidligere lagt til grunn. Bedriftene i Regionalt nettverk venter at investeringene innen varehandel og tjenesteyting avtar litt fremover.

Vi venter at sterk kostnadsvekst, høyere renter på ny finansiering og avtakende lønnsomhet for mange bedrifter bidrar til å dempe investeringene. Foretaksinvesteringene anslås å falle litt neste år, etter å ha økt med nesten 17 prosent i år, se figur 3.7. Investeringer relatert til klimaomstillingen ute og hjemme bidrar isolert sett til høyere investeringer. Vi venter at store investeringer innen batterier, hydrogen og karbonhåndtering vil føre til at industriinvesteringene øker markert i årene som kommer (se utdyping i PPR 2/21). Utsikter til høy etterspørsel etter elektrisk kraft vil trolig bidra til økte kraftinvesteringer fra og med neste år.

Figur 3.7 Investeringer i andre næringer enn kraft og industri avtar litt neste år

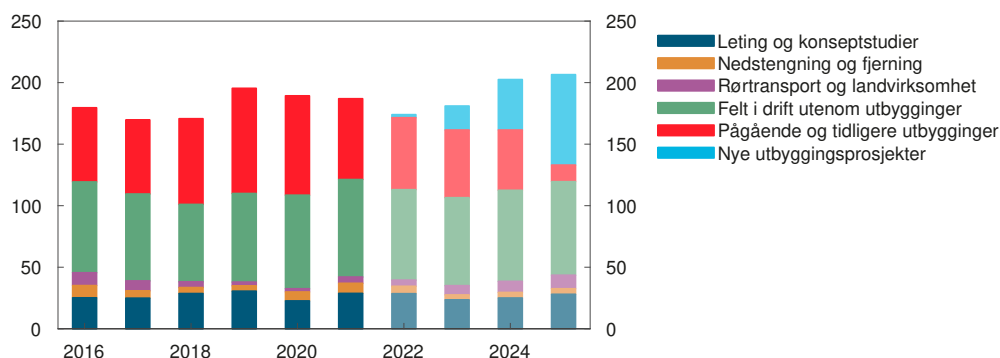
Foretaksinvesteringer i Fastlands-Norge. Årsvekst. Prosent. Bidrag til årsvekst. Prosentenheter



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 3.8 Nye utbyggingsprosjekter øker petroleumsinvesteringene

Petroleumsinvesteringer. Faste 2022-priser. Mrd. kroner



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Slutføring av flere store prosjekter på norsk sokkel har ført til at petroleumsinvesteringene har falt de siste årene. For at nye utbyggingsprosjekter skal kunne dra nytte av de midlertidige skatteendringene som ble innført i 2020, må utbyggingsplaner leveres innen nyttår. Vi venter at en rekke nye prosjekter vil føre til at petroleumsinvesteringene tar seg godt opp de neste årene, se figur 3.8. Anslagene er likevel lavere enn i forrige rapport, som følge av at noen planlagte utbyggingsprosjekter er utsatt eller kansellert.

Normalisering av utenrikshandelen

Eksporten fra oljeverandørnæringen har økt mye i år som følge av sterk gjeninnhenting i den globale petroleumsindustrien. Normalisering av aktiviteten hos våre handelspartnere og mer reisetrafikk enn under pandemien har ført til økt eksport fra øvrige fastlandsbedrifter. Vi anslår at etterspørselen fra petroleums- og fornybarnæringene ute bidrar til å holde eksportveksten oppe neste år, mens svakere vekstutsikter hos våre handelspartnere demper veksten i øvrig fastlandseksport de neste årene. I 2025 venter vi at eksportveksten tar seg opp, blant annet som følge av eksport fra nye batterifabrikker. Styrkingen av kronekursen gjennom prognoseperioden demper eksportveksten litt.

Grensehandelen og nordmenns reisevaner er i ferd med å normalisere seg etter koronapandemien. Det bidrar til markert vekst i importen fra 2021 til 2022. Fremover venter vi at importen vokser moderat som følge av lav vekst i norsk økonomi. Høyt investeringsnivå i fastlandsbedriftene og petroleumsvirksomheten bidrar til å holde importen oppe.

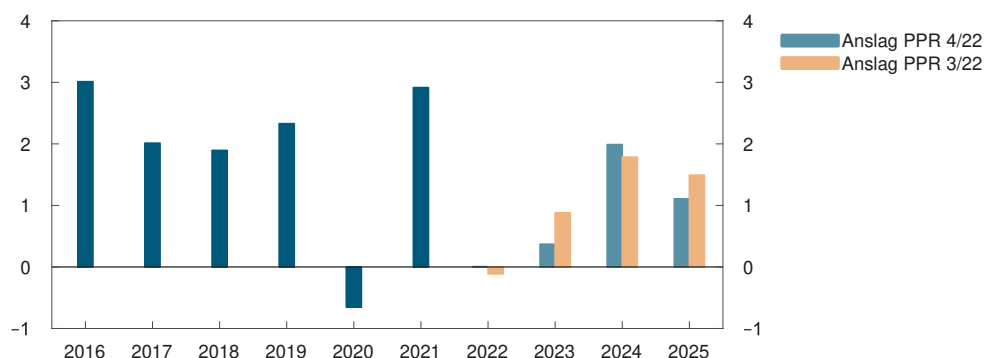
Svakere vekst i etterspørselen fra offentlig sektor

Veksten i offentlig etterspørsel har vært svak så langt i år, og vi venter svak vekst også neste år, se figur 3.9. Høy prisvekst øker kostnadene for offentlig sektor og bidrar trolig til å dempe offentlig etterspørsel neste år. I tråd med litt svakere konjunkturutvikling, tror vi at veksten i offentlig etterspørsel tiltar fra 2024.

Regjeringens budsjettavtale med SV medfører noe høyere utgifter enn det som lå i regjeringens forslag til statsbudsjett for 2023, men avtalen innebærer fortsatt at den offentlige pengebruken skal avta neste år. Strømstøtteordningen for husholdningene videreføres i budsjettet. Det vil bidra til å dempe effekten av høye strømpriser på konsumprisene. De øvrige endringene i skatter og overføringer for husholdningene ser i liten grad ut til å påvirke utsiktene for husholdningenes samlede inntekter og konsum, mens endringer i skatte- og avgiftsopplegget for bedrifter trolig vil dempe investeringene noe. Samlet sett synes innretningen av finanspolitikken å være om lag i tråd med det vi la til grunn i forrige rapport.

Figur 3.9 Svak vekst i offentlig etterspørsel

Offentlig etterspørsel. Årsvekst. Prosent



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Anslagene er usikre

Vi ser et omslag i norsk økonomi, men vi er usikre på styrken i det. I vårt regionale nettverk er flere bedrifter enn normalt usikre på hvilket aktivitetsnivå de skal legge til grunn fremover. Det gjelder særlig de som leverer til næringslivet. Mindre etterspørsel fra næringslivet kan føre til at investeringene faller mer enn vi har anslått i denne rapporten. Videre er det usikkerhet knyttet til husholdningenes tilpasning til økte priser, høyere renter og lavere boligpriser. Vi er usikre på i hvor stor grad husholdningene vil tære på oppsparte midler for å opprettholde konsumet når kjøpekraften svekkes. Konsumet kan bli høyere enn anslått dersom husholdningene sparer en mindre del av sin inntekt enn vi legger til grunn.

3.2 Arbeidsmarkedet

Et stramt arbeidsmarked

Arbeidsledigheten er lav, og en høy andel av befolkningen er i jobb, se figur 3.10. Siden gjenåpningen sommeren 2021 har sysselsettingen økt betydelig, og det er nå 98 000 flere i arbeid enn før pandemien. I tredje kvartal i år økte sysselsettingen mer enn vi anslo i forrige rapport, og foreløpige tall tyder på at sysselsettingen steg noe videre i oktober.

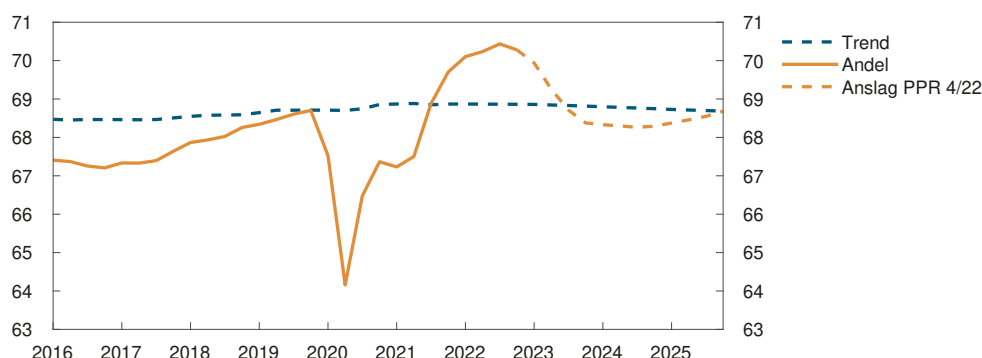
Den sterke oppgangen i sysselsettingen reflekterer at ledigheten har falt videre og at mange i tillegg har blitt trukket inn i arbeidsmarkedet. Flere bosatte som før sto utenfor arbeidsmarkedet, har fått jobb. I tillegg har det kommet flere arbeidstakere på korttidsopphold. I tredje kvartal økte antallet på korttidsopphold videre, men oppgangen var litt mindre enn vi anslo i september.

I november var 45 700 personer registrert som helt ledige hos NAV. Ledigheten holdt seg på 1,6 prosent, justert for normale sesongvariasjoner. Det er det laveste nivået siden før finanskrisen i 2008 og litt lavere enn vi anslo i september. Mens ledigheten samlet har holdt seg lav, har tilstrømmingen av nye helt ledige arbeidssøkere steget den siste tiden. Det kan være et tegn på at arbeidsmarkedet er i ferd med å bli mindre stramt.

Etterspørselen etter arbeidskraft avtar fra et høyt nivå

Mangelen på arbeidskraft har avtatt de siste månedene, og i november meldte 39 prosent av kontaktene i vårt regionale nettverk at knapphet på arbeidskraft begrenset aktiviteten. Det er lavere enn før sommeren, da halvparten av kontaktene var begrenset av mangel på folk. Andelen er likevel fortsatt på et høyt nivå.

Figur 3.10 En høy andel av befolkningen er i jobb
 Sysselsatte som andel av befolkningen. 15–74 år. Prosent



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

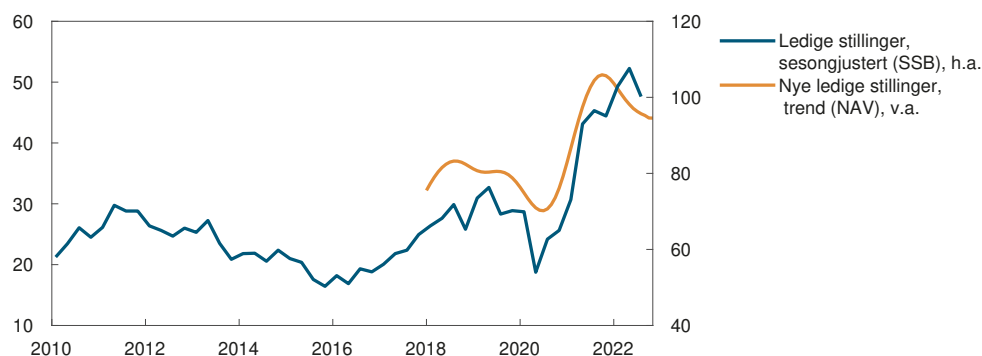
I tillegg er antall ledige stillinger i ferd med å avta fra et høyt nivå, se figur 3.11. I tredje kvartal falt antall ledige stillinger ifølge Statistisk sentralbyrås utvalgsundersøkelse. Antallet er likevel fortsatt nær det høyeste nivået som er målt i undersøkelsen, som begynte i 2010. NAVs statistikk viser at det fortsatt lyses ut mange nye ledige stillinger, men at antallet har avtatt de siste månedene.

Utsikter til noe høyere ledighet

De nærmeste månedene ser vi for oss at veksten i sysselsettingen vil være svakere, og at antall sysselsatte etter hvert vil begynne å avta. Kontaktene i Regionalt nettverk rapporterte i november om noe vekst i sysselsettingen de siste månedene, men ventet om lag stabil sysselsetting de neste tre månedene. Utsiktene for sysselsettingen var svakere i november enn i august i alle private næringer med unntak av oljeleverandørene. Også Norges Banks forventningsundersøkelse tyder på svakere vekst i sysselsettingen fremover, og indikerer at antall sysselsatte etter hvert vil begynne å falle.

Vi anslår at norsk økonomi har nådd toppen av konjunktursyklusen. Det innebærer en svakere utvikling i sysselsettingen fremover og at antallet som er i jobb vil falle noe de neste årene, se figur 3.12. Deretter venter vi at flere igjen kommer i jobb som følge av at den økonomiske aktiviteten øker. Anslagene innebærer at andelen av befolkningen som er sysselsatt vil gå noe ned de nærmeste årene og deretter holde seg nær nivået fra i forkant av pandemien, se figur 3.10.

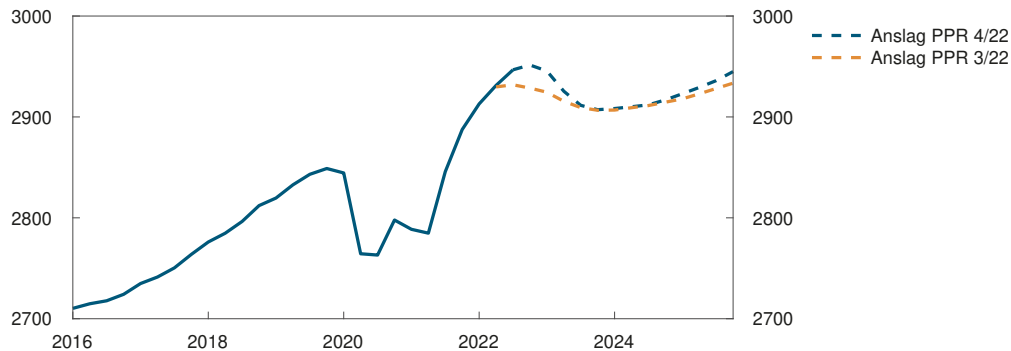
Figur 3.11 Etterspørselen etter arbeidskraft har avtatt
 Antall ledige stillinger i 1000



Kilder: NAV, Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 3.12 Nedgang i sysselsettingen fremover

Sysselsatte. Antall i tusen. Sesongjustert



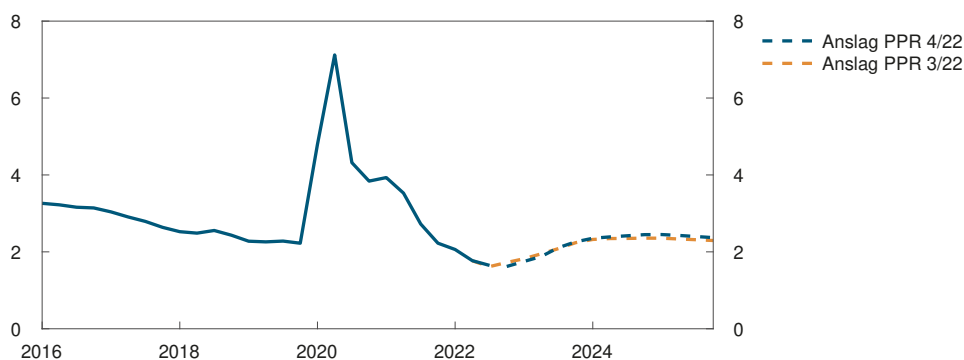
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Krigen i Ukraina fører til at flere flyktninger kommer til Norge. Det er utsikter til at det kommer flere både i år og neste år enn vi anslo i september. De nærmeste årene venter vi at en del av disse vil komme i jobb. Antall arbeidstakere på korttidsopphold anslås også å øke noe videre.

Arbeidsledigheten ventes å øke gradvis de nærmeste årene og deretter holde seg rundt 2,4 prosent, se figur 3.13. Det er nær nivåene ledigheten var på de siste par årene før pandemien.

Figur 3.13 Utsikter til noe høyere ledighet

Registrert ledighet som andel av arbeidsstyrken. Sesongjustert. Prosent



Kilder: NAV og Norges Bank

LAVERE KAPASITETSUTNYTTING FREMOVER

Vår vurdering er at kapasitetsutnyttningen i norsk økonomi er høyere enn normalt, men at den nå er i ferd med å avta. Omslaget i økonomien ser ut til å komme noe senere enn vi anslo i forrige rapport. Vi venter at kapasitetsutnyttningen faller under et normalt nivå i løpet av andre halvår neste år og deretter holder seg under et normalt nivå de nærmeste årene.

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. Produksjonspotensialet i økonomien avgjøres av trendene i produktivitet og sysselsetting. 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.

Etter vår vurdering steg kapasitetsutnyttningen til et normalt nivå høsten 2021, før oppgangen fortsatte inn i 2022. Vi vurderer at kapasitetsutnyttningen i tredje kvartal i år var om lag uendret fra andre kvartal. I denne perioden falt ledigheten, og veksten i sysselsetting og BNP var sterkere enn ventet. Samtidig avtok kapasitetsproblemene noe blant bedriftene i Regionalt nettverk. Vår samlede vurdering er at produksjonsgapet i tredje kvartal var i overkant av 2 prosent, som er litt høyere enn anslått i forrige rapport.

Så langt i fjerde kvartal er det flere tegn til at kapasitetsutnyttningen er i ferd med å avta fra et høyt nivå, se figur 3.A. Bedriftene i Norges Banks regionale nettverk meldte i november om en tydelig nedgang i kapasitetsutnyttningen innen de fleste næringer. Samtidig avtok knappheten på arbeidskraft blant bedriftene i nettverket.

I tillegg har det blitt færre ledige stillinger og flere korttidsledige, slik at antall ledige stillinger per korttidsledig har falt, se figur 3.B. Det kan indikere at arbeidsledigheten vil øke fremover.

Samlet anslår vi at produksjonsgapet avtar raskt de neste kvartalene og når en bunn på minus 0,8 prosent i løpet av andre halvår i 2024. Vi anslår at kapasitetsutnyttningen de neste årene blir litt lavere enn vi så for oss i september (se figur F på side 9).

Figur 3.A Regionalt nettverk indikerer at kapasitetsutnyttningen har avtatt

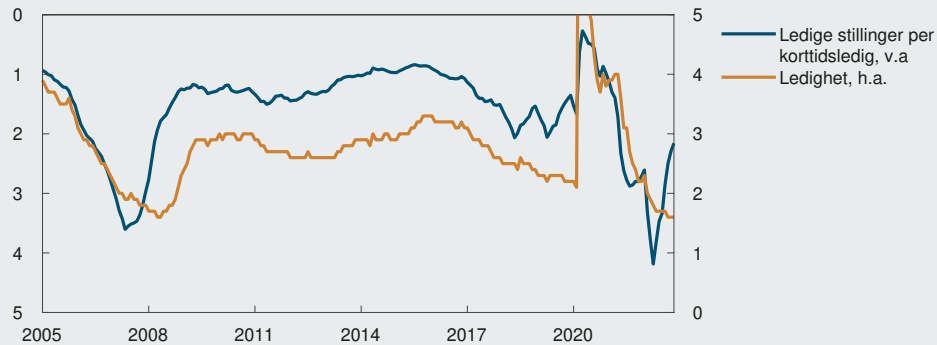
Prosent



Kilde: Norges Bank

Figur 3.B Færre ledige stillinger per korttidsledig

Ledighet som andel av arbeidsstyrken i prosent. Sesongjustert



Kilder: NAV, Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

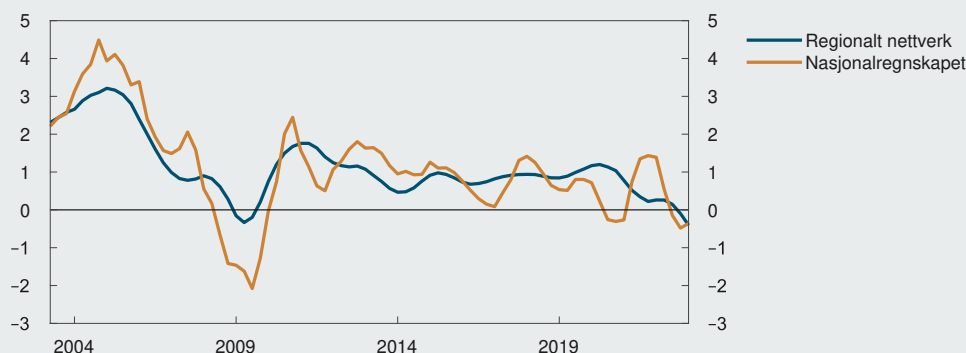
Utsikter til nedgang i husholdningenes konsum er den viktigste årsaken til at vi venter lavere etterspørsel og kapasitetsutnyttning det nærmeste året. Selv om kapasitetsutnyttningen etter hvert slutter å falle og deretter tar seg litt opp, ser vi for oss at den fortsatt vil være noe under et normalt nivå ved utgangen av 2025.

Siden forrige rapport har vi justert opp anslaget for produksjonspotensialet i år. Informasjon fra nasjonalregnskapet og Regionalt nettverk indikerer at produktivetsveksten vil være 0,5 prosentenheter høyere i år enn vi så for oss i september. Selv om vi har oppjustert produksjonspotensialet i år, er det fremdeles tegn til at veksten i produktiviteten vil være svak fremover. Den historiske sammenhengen mellom produktiviteten i Regionalt nettverk og nasjonalregnskapet indikerer at produktivetsveksten vil være svak inn i 2023, se figur 3.C. De kommende årene venter vi at trendveksten i produktiviteten vil bli rundt 0,6 prosent.

Myndighetene har oppjustert anslaget på antall ukrainske flyktninger som vil komme til Norge. Vi har lagt til grunn at mange av disse etter hvert vil komme inn i arbeidsmarkedet og har derfor oppjustert produksjonspotensialet mot slutten av anslagsperioden. Utsikter til litt færre lønnstakere på korttidsopphold enn tidligere anslått trekker i motsatt retning.

Figur 3.C Svak produktivetsvekst

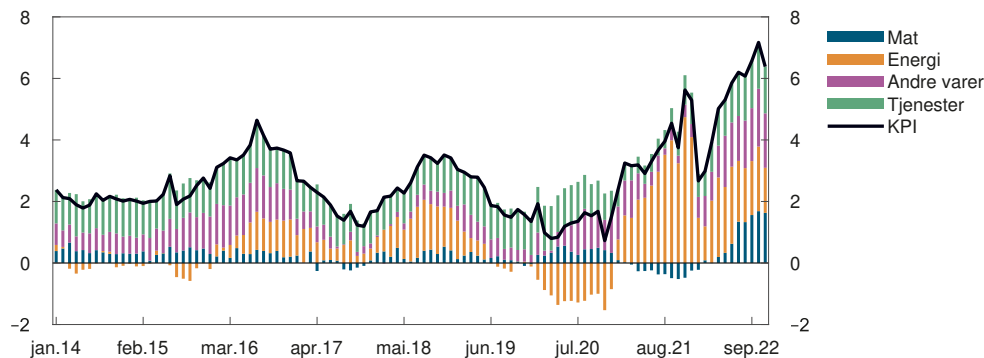
Firekvartalersvekst. Glidende gjennomsnitt. Prosent



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 3.14 Bred oppgang i konsumprisene

KPI. Tolvmånedersvekst. Prosent. Bidrag til tolvmånedersvekst. Prosentenheter



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

3.3 Priser og lønninger

Høy prisvekst

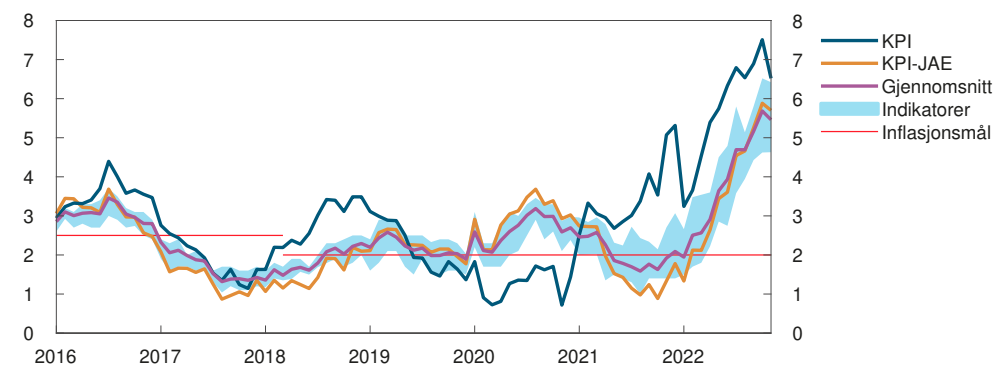
Konsumprisene øker nå raskt, og veksten har vært klart høyere enn vi anslo i forrige rapport. I november var konsumprisindeksen (KPI) 6,5 prosent høyere enn samme måned i fjor. Tolvmånedersveksten var likevel noe lavere enn i oktober. Den høye prisveksten må ses i sammenheng med høye energi- og råvarepriser, stor etterspørsel og høye prisimpulser fra utlandet. Prisveksten er bredt basert, og prisveksten har økt både på varer og tjenester, se figur 3.14.

Også tolvmånedersveksten i KPI justert for avgiftsendringer og uten energivarer (KPI-JAE) avtok litt i november etter en markert oppgang gjennom året. I november var tolvmånedersveksten i KPI-JAE 5,7 prosent. Andre indikatorer for underliggende inflasjon har steget i takt med KPI-JAE, se figur 3.15.

Prisveksten er høy både på varene vi importerer og på norskproduserte varer og tjenester, og oppgangen har vært sterkere enn ventet. Særlig prisene på matvarer og alkoholfri drikke har steget mye det siste året. I tillegg har priser på transport, møbler og hotell- og restauranttjenester steget raskt. Disse prisgruppene påvirkes vanligvis ikke av de samme forholdene. At alle disse prisene nå har steget mye, indikerer at det er flere

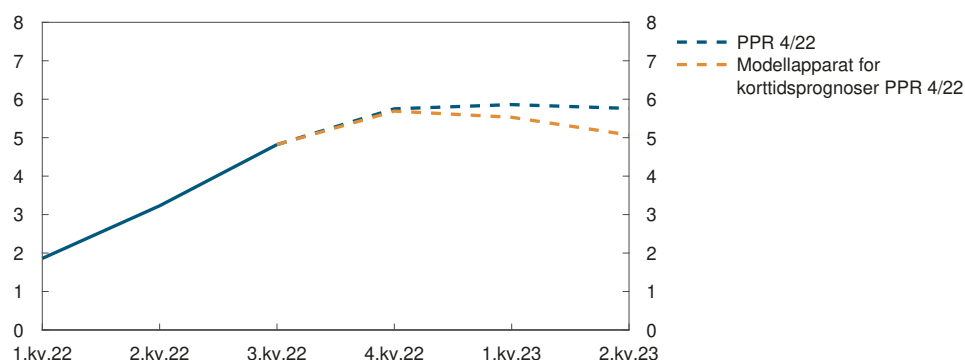
Figur 3.15 Den underliggende prisveksten har økt

KPI og indikatorer for underliggende inflasjon. Tolvmånedersvekst. Prosent



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 3.16 Historiske sammenhenger tilsier mindre oppgang i prisveksten
KPI-JAE. Firekvartalersvekst. Prosent



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

forskjellige forhold, blant annet priser på ulike innsatsfaktorer, som nå trekker prisveksten opp.

Forventningene til prisveksten de neste årene har tatt seg opp, se figur 3.D. Forventningene til prisveksten om både to og fem år ligger nå over inflasjonsmålet på 2 prosent, ifølge Norges Banks forventningsundersøkelse fra fjerde kvartal.

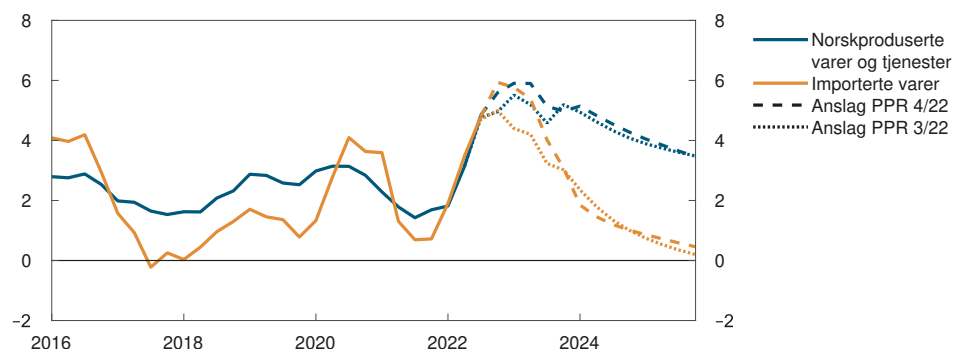
Krevende å anslå prisveksten

Prisveksten har over noe tid vært høyere enn vi har anslått. Det kan delvis skyldes at vi har lite erfaring med hvordan høye priser på frakt og kraft påvirker konsumprisveksten (se utdypinger i PPR 4/21 og PPR 3/22). Samtidig er det lenge siden prisene har steget så raskt som nå. Erfaringer fra 1980-tallet har vist at prisendringer i én sektor lettere kan spre seg til øvrige sektorer i perioder der inflasjonen er høy, se ramme på side 40. Dersom slike effekter nå gjør seg gjeldende, kan ulike prisimpulser også i dag ha større og mer varig effekt på prisveksten enn de har hatt de siste tiårene.

Vi anslår at prisveksten vil øke litt videre og at firekvartalersveksten i KPI-JAE vil tilta til 5,9 prosent i første kvartal neste år, se figur 3.16. Det er litt høyere enn det våre empirisk baserte prognosemodeller indikerer.

Figur 3.17 Utsikter til lavere importert prisvekst

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



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Fraktprisene har falt markert de siste månedene, og vi anslår at importert prisvekst vil avta gjennom prognoseperioden, se figur 3.17, som følge av lavere prisimpulser fra utlandet. Etter hvert venter vi at lavere kapasitetsutnyttning og fall i energiprisene vil bidra til å dempe den innenlandske prisveksten. På den annen side ser vi for oss at høyere lønnsvekst og svak produktivitsvekst vil bidra til å holde den innenlandske prisveksten oppe. Samlet sett venter vi at firekvartalersveksten i KPI-JAE avtar gradvis til 2,5 prosent ved utgangen av 2025. Anslagene ligger høyere enn i forrige rapport gjennom det meste av neste år og er deretter lite endret.

Fremtidsprisene indikerer at prisene på strøm og drivstoff vil trekke KPI opp gjennom vinteren. Strømprisene i KPI påvirkes også av en rekke andre faktorer, som strømstøtteordninger, regionale prisforskjeller og valg av strømvavtale. Uvanlig store bevegelser i strømprisene gjør at det knytter seg mer usikkerhet enn normalt til den samlede effekten av strømprisene på KPI den nærmeste tiden.

Lenger frem er det utsikter til at energiprisene vil avta markert. Strømstøtte til husholdningene demper oppgangen i prisene i KPI. I anslagene legger vi til grunn at strømstøtten vil reduseres noe i sommerhalvåret neste år, i tråd med forslaget til statsbudsjett. Vi venter at firekvartalersveksten i KPI vil holde seg høy frem til første kvartal neste år og deretter avta gradvis til 2,4 prosent ved utgangen av 2025.

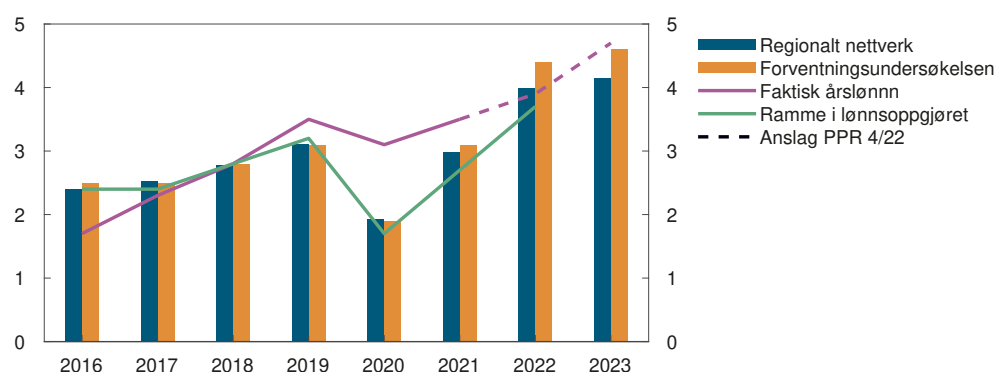
Høyere lønnsvekst neste år

Lønnsveksten ser ut til å bli høyere i år enn i fjor. Det må blant annet ses i sammenheng med at arbeidsmarkedet er svært stramt. Rammen i frontfaget økte betydelig fra i fjor, se figur 3.18. Det reflekterer blant annet at lønnsvevnen i industrien ble trukket opp av økte eksportpriser og bedret produktivitet gjennom 2021. Registerbasert lønnsstatistikk indikerer at lønnsveksten i årets tre første kvartaler kan ha vært litt lavere enn anslått i forrige rapport, men tilsier fortsatt at årslønnsveksten er på vei opp. Mange av dem som nå kommer i jobb, har lavere lønn enn snittet. Vi legger til grunn at det isolert sett vil bidra til å trekke det gjennomsnittlige lønnsnivået noe ned i år. Vi anslår lønnsveksten i år til 3,9 prosent.

Regionalt nettverk og Forventningsundersøkelsen viser forventninger om at lønnsveksten blir høyere neste år enn i år, se figur 3.18. Forventningene til neste års lønnsvekst har økt siden september blant partene i arbeidslivet.

Figur 3.18 Forventninger om høyere lønnsvekst

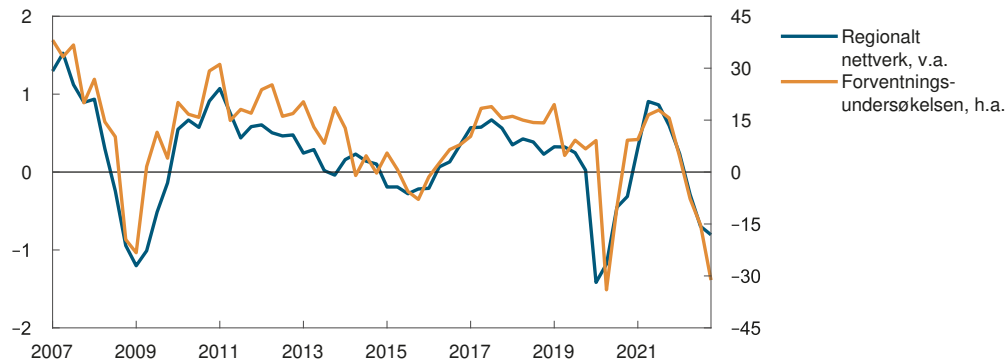
Årslønnsvekst. Prosent



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

Figur 3.19 Svekket lønnsomhet i bedriftene

Endring i driftsmarginen ifølge Regionalt nettverk og Forventningsundersøkelsen



Kilder: Epinion, Ipsos, Opinion og Norges Bank

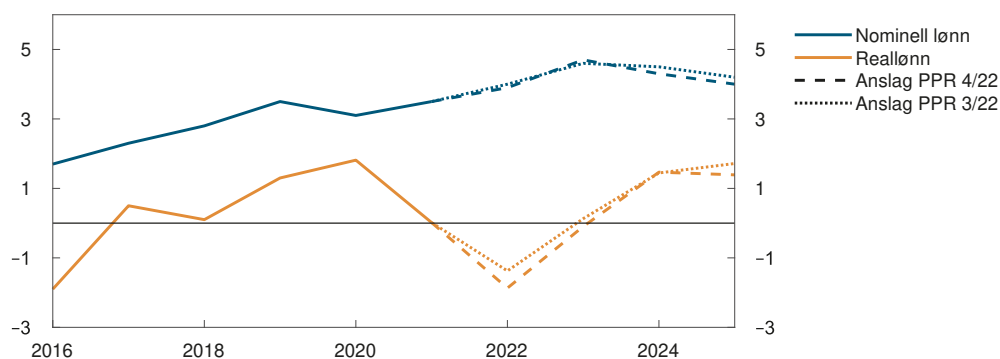
Høy prisvekst og et fortsatt stramt arbeidsmarked vil trolig føre til at lønnsveksten stiger videre neste år. Svak produktivitetsvekst og utsikter til svakere lønnsomhet, se figur 3.19, vil trolig dempe oppgangen. Vi anslår at lønnsveksten øker til 4,7 prosent neste år. Det er nær lønnsforventningene til partene i arbeidslivet.

Norges bytteforhold overfor utlandet har bedret seg betydelig i 2022, i hovedsak som følge av høye gasspriser. Litt utover i prognoseperioden venter vi at de økte petroleumsinntektene vil gi høyere aktivitet og løfte lønnsomheten i fastlandsbedriftene. Det vil isolert sett trekke i retning av økt lønnsvekst. Fra 2024 venter vi likevel at lønnsveksten avtar som følge av lavere prisvekst og noe høyere arbeidsledighet. Anslaget for neste år er litt oppjustert, mens anslagene for de påfølgende årene er noe lavere enn i forrige rapport.

I år er det utsikter til en kraftig nedgang i reallønnen, etter at reallønnen var uendret i fjor, se figur 3.20. Neste år venter vi at reallønnen vil holde seg om lag uendret. I 2024 og 2025 anslår vi at reallønnen igjen øker. Anslagene for reallønnsvekst for årene 2022 til 2025 er samlet sett lavere enn i forrige rapport.

Figur 3.20 Svak reallønnsutvikling

Årsvekst. Prosent



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Uvanlig høy usikkerhet

Vi er uvanlig usikre på pris- og lønnsutviklingen fremover. Det er usikkert hvordan ulike krefter som påvirker prisveksten vil utvikle seg og hvilket gjennomslag det får i prisene. Svingningene i prisimpulsene det siste året er uvanlig store, og mangel på historisk sammenligning gjør det krevende å anslå effekten på konsumprisene.

Samtidig er det stor usikkerhet om hvordan den høye inflasjonen i seg selv påvirker lønns- og prisdannelsen. Forventningene til prisveksten de neste årene har økt den siste tiden. Det er en risiko for at husholdninger og bedrifter begynner å venne seg til at prisveksten er høy, og planlegger for høy inflasjon når de fastsetter sine utsalgspriser eller avtaler lønninger. Prisdannelsen kan endre seg mer enn vi nå legger til grunn. Prisveksten kan da bli værende høy lenger og bli krevende å få ned igjen.

Prisveksten kan også falle raskere og bli lavere enn vi nå anslår. Prisene på blant annet energi og frakt har avtatt og kan også fremover falle raskere enn vi ser for oss. Det kan gi svakere impulser til den importerte prisveksten og bidra til en raskere nedgang i inflasjonen enn vi venter.

Det er også usikkert hvordan økte kostnader vil påvirke bedriftenes priser og lønnsdannelsen. I anslagene for pris- og lønnsveksten legger vi til grunn at kostnadene fordeles ved at bedriftenes lønnsomhet dempes, mens lønnstakere får en svak reallønnsutvikling. Fordelingen kan bli en annen enn vi ser for oss, slik at også lønns- og prisveksten blir en annen.

USIKKERHET OM PRISDANNELSEN NÅR INFLASJONEN ER HØY

Inflasjonen har økt mye det siste året og har vært høyere enn vi har ventet. Samtidig har også inflasjonsforventningene steget betydelig siden midten av 2021, se figur 3.D.

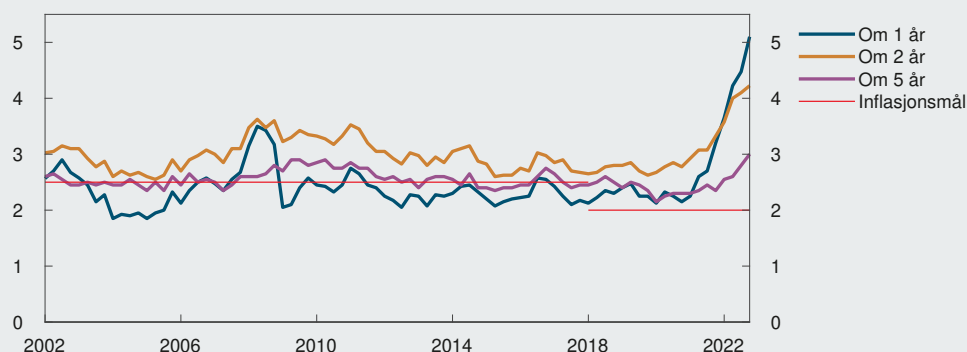
I nyere tid har vi lite erfaring med hvordan prisdannelsen kan endres når inflasjonen er høy og inflasjonsforventningene er stigende. I perioder der inflasjonen har vært lav og stabil finner vi ikke betydelige utslag fra endringer i inflasjonsforventningene til prisveksten. Vi har derfor et begrenset erfaringsgrunnlag for å anslå hvordan endringer i inflasjonsforventningene påvirker prisveksten i dagens situasjon. Samspillet mellom forventninger og faktisk inflasjon er én av flere usikkerhetsmomenter ved prisdannelsen når inflasjonen er høy.

Det er også usikkerhet knyttet til de direkte og indirekte virkningene av økte elektrisitetspriser og de økte prisimpulsene fra utlandet. I perioder der prisforstyrrelsene er små og forbigående, kan bedriftene i stor grad velge å la økte kostnader midlertidig slå ut i lavere marginer. Når derimot kostnadssjokkene er store og forventes å vare ved, kan bedriftene se seg nødt til å øke prisene for å unngå at marginene blir negative. Dette gir opphav til en type ikke-lineariteter som vårt modellapparat i liten grad fanger opp.

I tillegg kan andre endringer i prisdannelsen ha bidratt til at inflasjonen har vært høyere enn vi har anslått. Det er for eksempel mulig at betydelige prisøkninger på enkeltprodukter, som ikke kan knyttes til mer generelle forhold, lettere sprer seg videre til andre varer og tjenester når inflasjonen er høy enn når den er lav. Bank for International Settlements (BIS) finner i en analyse på amerikanske data at det har vært større spredningseffekter fra relative prisøkninger i perioder med høy inflasjon.¹ Dette kan for eksempel skyldes at prisøkninger i mindre grad blir sett på som forbigående når inflasjonen er høy enn når den er lav.

Figur 3.D Forventningene til prisveksten har økt

Forventninger til inflasjonen frem i tid. Prosent



Kilder: Epinion, Ipsos, Opinion og Statistisk Sentralbyrå

¹ Se Borio, Disyatat, Xia og Zakrajsek (2021): «Second-round effects feature less prominently in inflation dynamics», *BIS Quarterly Review*, September 2021, s. 23–24

Sist gang Norge hadde høy inflasjon, var på 1980-tallet. Ved å sammenlikne gjennomslaget fra store, uventede prisendringer i enkelt grupper til inflasjonen på 1980-tallet og i den påfølgende lavinflasjonsperioden, kan vi vurdere om det er lignende spor av denne typen prisspredning i norske data.

For å gjøre dette ser vi på betydelige, uventede prisendringer i spesifikke prisgrupper. Det gjøres ved å estimere den delen av månedsveksten i undergrupper av KPI som ikke er korrelert med fellesfaktorer for konsumprisene. Fellesfaktorene er ment å oppsummere fundamentale forhold som normalt påvirker alle priser. Vi ser på de prisendringene i hver undergruppe som er positive og store sammenlignet med tidligere bevegelser i samme gruppe. Deretter kan vi estimere sammenhengen mellom en stor prisøkning i en prisundergruppe og bevegelser i kjerneinflasjon et år frem i tid.² Denne sammenhengen tolker vi som et mål på spredningseffekter. Vi anvender metoden på to ulike tidsperioder, 1980–1992 og 1993–2019, for å vurdere forskjellen i spredning i en periode med høy og en periode med lav prisvekst.

Vi finner at betydelige prisøkninger i enkeltgrupper i stor grad var forbigående i lavinflasjonsperioden. På 1980-tallet hadde den samme typen prisimpulser større og mer varig gjennomslag på kjerneprisveksten. Dette tyder på at når prisveksten allerede er høy, kan betydelig oppgang i priser på noen områder i større grad spre seg til andre konsumpriser.

Figur 3.E viser utviklingen i denne typen prisimpulser estimert frem til november 2022. Siden slutten av 2021 har det vært en tydelig oppgang i andelen undergrupper av KPI som har hatt betydelige prisøkninger. Prisveksten er nå høy og dersom den samlede prisveksten er mer følsom for spredningseffekter enn den har vært de siste tiårene, kan prisveksten bli mer varig enn våre empiriske modeller tilsier. Vi tror noen slike effekter bidrar til å trekke opp prisveksten, men det er usikkert hvor store disse effektene er.

Figur 3.E Mange undergrupper har hatt stor prisøkning

Andel av KPI-undergrupper. Tolv måneders glidende gjennomsnitt. Prosent



Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

² SSB publiserer statistikk på KPI-JAE fra og med desember 2002. Før dette bruker vi en beregnet serie på KPI-JAE.

4 Pengepolitisk analyse

Norges Banks komité for pengepolitikk og finansiell stabilitet vedtok på møtet 14. desember å sette styringsrenten opp fra 2,5 til 2,75 prosent. Slik komiteen nå vurderer utsiktene og risikobildet, vil styringsrenten mest sannsynlig settes videre opp i første kvartal neste år. Det er knyttet stor usikkerhet til prognosene. Dersom utsiktene eller komiteens vurdering av sammenhengene i økonomien endres, vil også rentebanen endres.

Prisveksten er klart over målet. Renten er satt opp for å bringe inflasjonen ned, men det vil ta tid før prisveksten nærmer seg målet på 2 prosent. Etter at norsk økonomi har vært i en konjunkturoppgang, venter vi at aktiviteten vil avta fremover.

4.1 Mål og tilbakeblikk

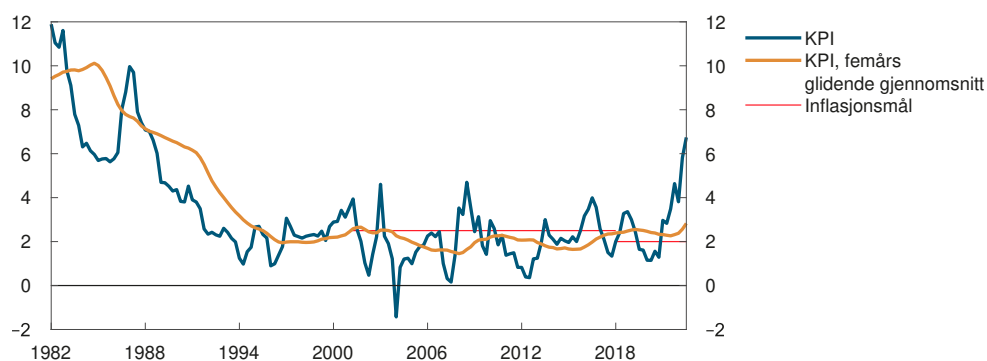
Det overordnede målet for pengepolitikken er lav og stabil inflasjon. Det operative målet er en årsvekst i konsumprisene som over tid er nær 2 prosent. Fra innføringen av inflasjonsmålet i 2001 til mars 2018 var måltallet 2,5 prosent. Et glidende snitt av årsveksten i konsumprisene har de siste 30 årene ligget nær 2 prosent. Den siste tiden har inflasjonen skutt fart, og veksten i KPI har vært den høyeste siden slutten av 1980-tallet, se figur 4.1.

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. Renten ble hevet til 2,5 prosent i november, i tråd med prognosen fra forrige rapport.

Figur 4.1 Inflasjonen langt over målet

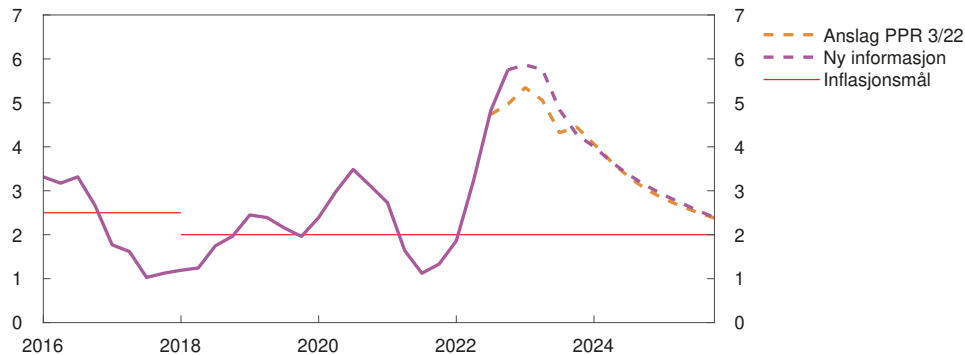
KPI. Firekvartalersvekst. Prosent



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 4.2 Høyere inflasjon den nærmeste tiden

KPI-JAE. Anslag betinget på ny informasjon om den økonomiske utviklingen og prognosen for styringsrenten fra PPR 3/22. Firekvartalersvekst. Prosent



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

4.2 Ny informasjon og nye vurderinger

Modellteknisk tolkning av ny informasjon

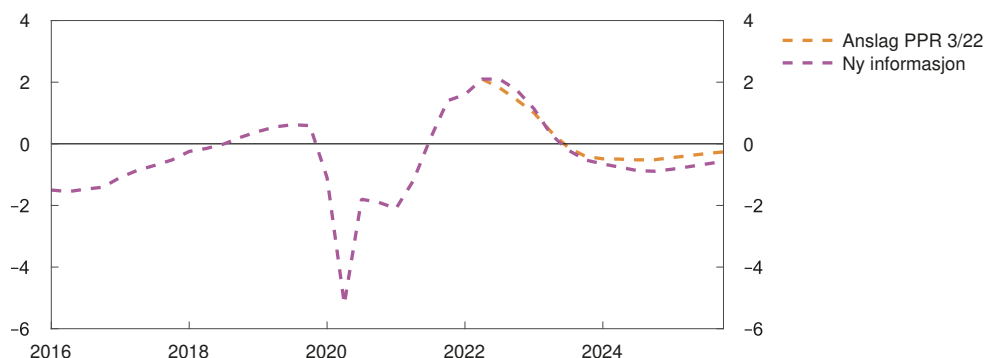
For å vise virkningen av ny informasjon på de økonomiske utsiktene legger vi inn ny informasjon og nye vurderinger av den økonomiske situasjonen i modellapparatet, men beholder rentebanen fra forrige rapport. I denne øvelsen ser vi spesielt på utsiktene for kapasitetsutnyttningen og prisveksten, som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

Underliggende prisvekst har vært høyere enn vi så for oss i forrige rapport, og vi venter også høyere inflasjon den nærmeste tiden. Lenger frem vil svakere utsikter for realøkonomien og lavere lønnsvekst i 2024 og 2025 trekke prisveksten ned. I øvelsen med uendret rentebane blir prisveksten høyere enn i forrige rapport i starten av prognoseperioden, men lite endret lenger frem, se figur 4.2.

Kapasitetsutnyttningen i inneværende kvartal ser ut til å bli høyere enn anslått i forrige rapport, men vi venter at den vil falle raskere fremover. Husholdningenes disponible realinntekter er lavere enn anslått og omslaget i boligmarkedet noe sterkere. Det trekker i retning av en sterkere nedgang i konsumet enn vi anslo i september. Lavere vekstanslag

Figur 4.3 Utsikter til lavere kapasitetsutnyttning

Anslag på produksjonsgapet. Betinget på ny informasjon om den økonomiske utviklingen og prognosen for styringsrenten fra PPR 3/22. Prosent



Kilde: Norges Bank

for petroleumsinvesteringer trekker også kapasitetsutnyttningen ned. Samlet sett blir kapasitetsutnyttningen i denne øvelsen lavere enn i anslagene fra forrige rapport neste år og resten av prognoseperioden, se figur 4.3.

Den modelltekniske tolkningen av ny informasjon viser avveilingen komiteen står overfor i innretningen av pengepolitikken. Inflasjonsutsiktene indikerer at det er behov for strammere pengepolitikk enn vi så for oss i september. Et høyere anslag på kapasitetsutnyttningen i innværende kvartal trekker i samme retning. En lavere kapasitetsutnyttning fremover i tid tilsier derimot isolert sett en lavere rente.

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. 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 lavere rentebane

Basert på markedsrenter kan man beregne markedsaktørenes forventninger til styringsrenten frem i tid. Disse styringsrenteforventningene kan si oss noe om hvordan markedsaktører har tolket ny informasjon og hvordan de tror Norges Bank vil reagere.

Siden forrige rapport har markedets styringsrenteforventninger falt for hele anslagsperioden, og forventningene til styringsrenten ligger lavere enn renteprognosen i både denne og forrige rapport de nærmeste årene, se figur 4.5.

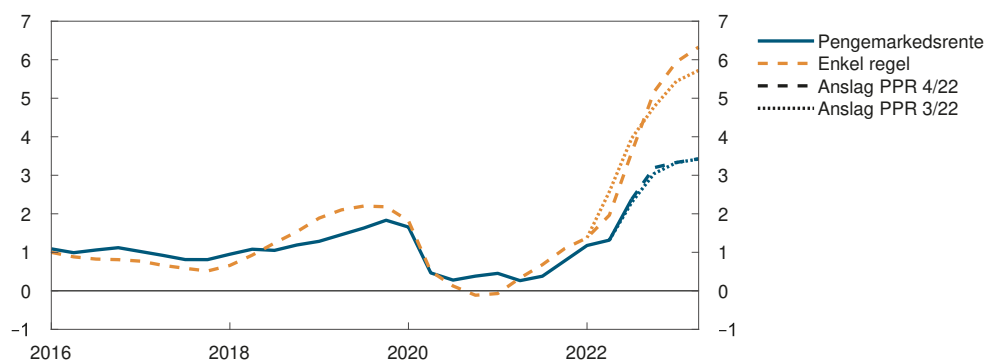
4.3 Pengepolitisk innretning og drivkrefter bak endringene i rentebanen

Som i forrige rapport, indikerer prognosen for styringsrenten en rente på rundt 3 prosent neste år, se figur 4.5. Fra andre halvår 2024 anslås renten å avta gradvis. Mot slutten av prognoseperioden anslås styringsrenten å være om lag 2,4 prosent, litt lavere enn anslaget fra september.

Pengepolitikken påvirker økonomien gjennom både nominelle renter og realrenter. Vi venter samlet sett at den pengepolitiske innretningen vil virke innstrammende på økonomien gjennom hele prognoseperioden.

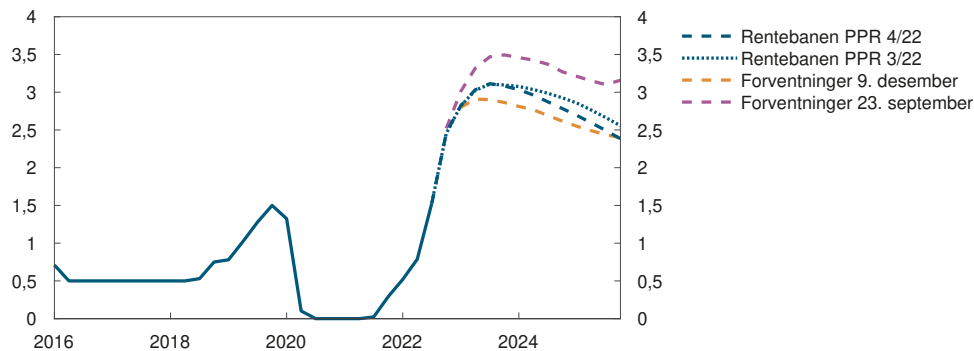
Figur 4.4 Enkel regel indikerer høyere rente

Pengemarkedsrente. Prosent



Kilder: Refinitiv Datastream og Norges Bank

Figur 4.5 Markedets forventninger til styringsrenten har falt
Styringsrenten. Prosent



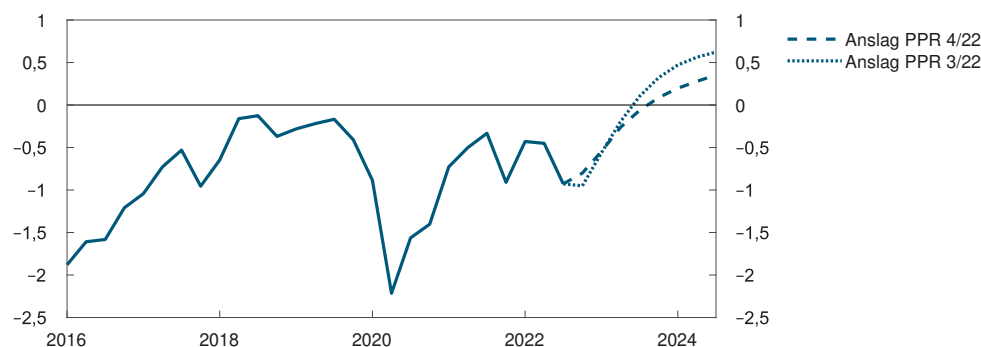
Kilder: Refinitiv Datastream og Norges Bank

Den raske økningen i det nominelle rentenivået bremser den økonomiske aktiviteten ved å redusere husholdningenes disponible inntekt. Mange husholdninger vil måtte dekke inn høyere rentebetalinger på gjelden ved å senke konsumet. Det gjelder spesielt for dem som ikke har mulighet til å trekke på oppsparte midler eller øke gjelden.

Anslaget for realrenten i pengemarkedet innebærer også at pengepolitikken vil virke kontraktivt de neste årene, siden realrenten stort sett ligger over det vi anslår som et nøytralt nivå nær null. Anslaget på realrenten er litt høyere enn i forrige rapport for det nærmeste halvåret, se figur 4.6. Deretter er anslaget lavere, i tråd med en litt lavere rentebane utover i prognoseperioden.

Dersom de økonomiske utsiktene, risikobildet eller vurderingen av økonomiens virkemåte endrer seg, kan også renten bli en annen enn rentebanen nå indikerer. Det er vanskeligere enn normalt å anslå inflasjon og kapasitetsutnyttning fremover, og våre prognoser har blitt betydelig revidert i løpet av det siste året.

Figur 4.6 Litt lavere forventet realrente
Forventede realrenter fire kvartaler frem i tid. Prosent



Kilde: Norges Bank

Beregning av forventet realrente

Realrenten er viktig for å forstå innretningen av pengepolitikken. Forventet realrente, definert som forventet rentenivå for en periode fratrukket forventet prisvekst i samme periode, gir uttrykk for hva et lån reelt sett koster. Realrenter kan variere basert på hvilken nominell rente som brukes, hvilken prisvekst som er relevant og hvor lang periode som betraktes.

I figur 4.6 rapporterer vi forventet realrente fire kvartaler frem i tid, basert på våre egne anslag for pengemarkedsrenten og prisveksten målt med KPI-JAE.¹ Det gir ingen fasit på hva forventet realrente er for ulike aktører, men utgjør et nyttig utgangspunkt, siden det sammenfaller med den forventede realrenten i vår makroøkonomiske modell NEMO.

I tidligere rapporter har vi vist en annen realrenteberegning, hvor realrenten var definert som pengemarkedsrenten fratrukket et glattet snitt av firekvartalersveksten i KPI-JAE. Denne definisjonen ga imidlertid store realrentebevegelser som følge av endringer i inflasjonen som alt har skjedd, og som ikke nødvendigvis ga et godt uttrykk for inflasjonsforventninger. Vi vil fremover heller ta utgangspunkt i den forventede realrenten, slik den er vist i figur 4.6.

¹ For inneværende kvartal og i anslagsperioden beregnes forventet realrente med utgangspunkt i anslagene i denne rapporten. For alle tidligere perioder viser vi forventet realrente i «realtid», altså beregnet ved hjelp av det som på et hvert tidspunkt er våre mest oppdaterte anslag.

Renteregnskap

Komiteens begrunnelse for rentebeslutningen og signalene om renten frem i tid kommer frem av de pengepolitiske vurderingene. Renteregnskapet vist i figur 4.7 viser de viktigste drivkreftene bak endringen i rentebanen fra vår hovedmodell NEMO siden forrige rapport. Søylene viser bidrag til endringer i banen fra modellen, og den stiplede linjen viser summen av søylene. Den heltrukne linjen viser den faktiske endringen i rentebanen.

Prisveksten har vært høyere enn anslått i septemberrapporten, og det trekker opp prisveksten den nærmeste tiden. Faktorene knyttet til *priser og lønn* bidrar til en høyere modellbane i første del av prognoseperioden, se lilla søyler.

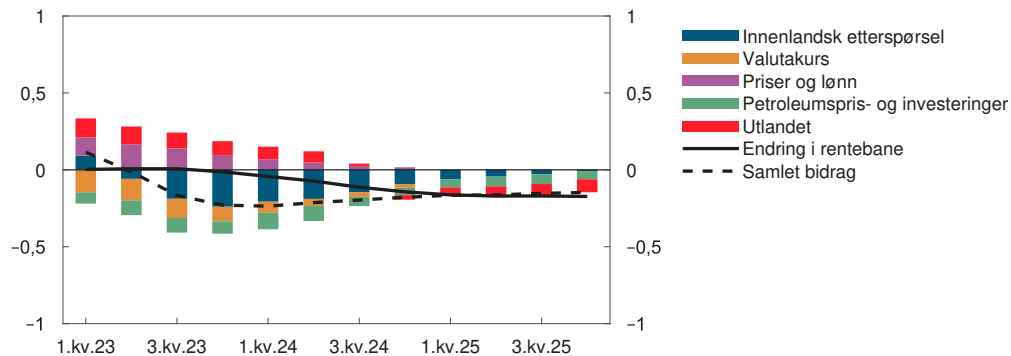
På kort sikt anslås kapasitetsutnyttningen å bli noe høyere enn tidligere ventet, men en lavere realinntekt for husholdningene gir en svakere konsumvekst fremover. Samtidig anslår vi et større fall i boligprisene, som fører til lavere aktivitet i boligmarkedet. Samlet sett bidrar *innenlandsk etterspørsel* til en høyere modellbane på kort sikt, deretter lavere, se mørkeblå søyler.

Terminprisene på olje og gass har falt siden forrige rapport, spesielt for det nærmeste året. Lenger frem er petroleumsprisene lite endret. Anslagene for petroleumsinvesteringene er lavere enn i september som følge av at noen planlagte utbyggingsprosjekter er utsatt eller kansellert. *Petroleumspris og -investeringer* trekker derfor modellbanen ned, se grønne søyler.

Styringsrentene hos våre handelspartnere har økt siden forrige rapport i takt med økt inflasjon. Markedsaktørenes forventninger til styringsrentene den nærmeste tiden har steget litt siden forrige rapport. Den økonomiske veksten hos våre handelspartnere er

Figur 4.7 Renteregnskapet indikerer små endringer i rentebanen

Akkumulerte bidrag. Prosentenheter



Kilde: Norges Bank

nedjustert i årene fremover. Samlet sett trekker *utlandet* modellbanen opp den nærmeste tiden, men ned mot slutten av anslagshorizonten, se røde søyler.

Kronekursen har utviklet seg om lag som anslått i forrige rapport. Ifølge modellapparatet skulle utviklingen i rentedifferansen mot utlandet og fallet i petroleumsprisene ha trukket kursen i svakere retning. At *valutakursen* er sterkere enn hva drivkreftene i modellen skulle tilsi, trekker modellbanen noe ned, se oransje søyler.

Samlet sett tilsier modellanalysen en litt høyere styringsrente enn anslått i forrige rapport det neste kvartalet, og en litt lavere styringsrente fra midten av neste år.

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

Eiendomspriser har økt mye de siste årene, og mange husholdninger har høy gjeld. I høst har kredittveksten til husholdningene avtatt, mens kredittveksten til foretakene har holdt seg oppe. Samtidig har bolig- og næringseiendomspriser falt. Fremover venter vi at eiendomsprisene vil falle videre, og at kredittveksten avtar. Kredittverdige husholdninger og foretak synes å ha god tilgang på kreditt, selv om det er noen tegn til at bankene strammer inn på sin kredittpraksis.

Norske banker oppfylder kapitalkravene og har god lønnsomhet. Kravet til motsyklisk kapitalbuffer på 2,5 prosent bidrar til at bankene bevarer motstandskraft slik at de kan utføre oppgavene sine effektivt også ved tilbakeslag. Norges Banks komité for pengepolitikk og finansiell stabilitet har vedtatt å opprettholde kravet til motsyklisk kapitalbuffer på 2,5 prosent.

5.1 Tilgang på kreditt

Kredittverdige husholdninger synes å ha god tilgang på kreditt. Det er imidlertid noen tegn til at bankene blir mer restriktive. I Norges Banks utlånsundersøkelse fra oktober meldte bankene at de ventet å stramme litt inn på sin kredittpraksis overfor husholdninger i fjerde kvartal.

Rammer for bankenes utlånspraksis til husholdninger er regulert i utlånsforskriften. Finansdepartementet har nylig besluttet å videreføre utlånsforskriften, men endrer blant annet kravet til hvor stor renteøkning låntakerne skal tåle.¹ Det medfører at flere vil kunne få boliglån uten å komme i brudd med kravene i forskriften.

Kredittverdige foretak synes også å ha god tilgang på kreditt. I utlånsundersøkelsen ventet bankene samlet sett ingen endring i kredittpraksis overfor foretak. Flere av bankene rapporterte imidlertid at de for nye utlån til næringseiendom stiller økte krav til egenkapital og betjeningsevne. De fleste bankene meldte også om at de har økt marginene sine på nye lån til næringseiendom.

¹ Se Finansdepartementets [pressemelding av 9. desember 2022](#).

Endring av tidspunkt for beslutning om motsyklisk kapitalbuffer

Fra og med 2023 vil Norges Bank publisere to rapporter om Finansiell stabilitet i året, i mai og i november. Samtidig vil beslutning om krav til motsyklisk kapitalbuffer fattes på rentemøtene i januar, mai, august og november. Det innebærer at vurderingen av, og beslutningsgrunnlaget for, motsyklisk kapitalbuffer fremover ikke vil være en del av Pengepolitisk rapport. Den neste beslutningen om motsyklisk kapitalbuffer publiseres 19. januar, sammen med rentebeslutningen.

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.

I obligasjonsmarkedet har risikopåslagene på nye utstedelser til foretak steget markert i år, særlig for næringsseidomsforetak. Oppgangen i risikopåslag har ført til lavere emisjonsaktivitet i obligasjonsmarkedet.

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. I høst har eiendomsprisene falt, og veksten i husholdningenes gjeld har avtatt. Samlet sett er vurderingen av syklisk sårbarhet i det finansielle systemet om lag som før pandemien. Fremover venter vi at eiendomsprisene vil falle og at kredittveksten avtar videre. På sikt kan det dempe sårbarhetene i det finansielle systemet.

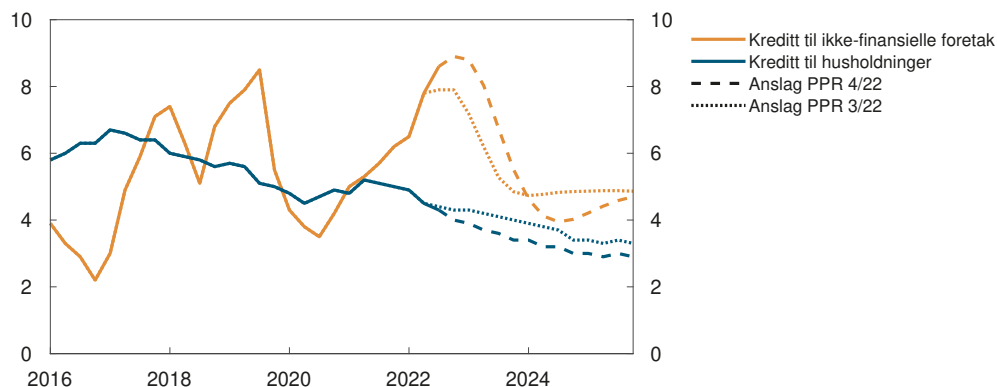
Den pågående krigen i Ukraina og ettervirkninger av koronapandemien har store økonomiske konsekvenser både i Europa og globalt. Høy prisvekst, økte renter og svekkede vekstutsikter har ført til store svingninger i finansmarkedene og økt faren for et økonomisk tilbakeslag. Det innebærer økt risiko for at sårbarhetene i det finansielle systemet kan utspille seg. Det kan forsterke tilbakeslag og gi økte tap i bankene. For en nærmere beskrivelse av utsiktene for finansiell stabilitet, se rapporten *Finansiell stabilitet 2022*.

Husholdningenes rentebelastning øker

Kredittveksten til husholdningene har kommet gradvis ned det siste halvannet året, i tråd med en mer moderat prisutvikling og lavere omsetning i boligmarkedet. Veksten har de siste månedene vært litt lavere enn anslått i forrige rapport. Vi venter at kreditt-

Figur 5.1 Lavere kredittvekst fremover

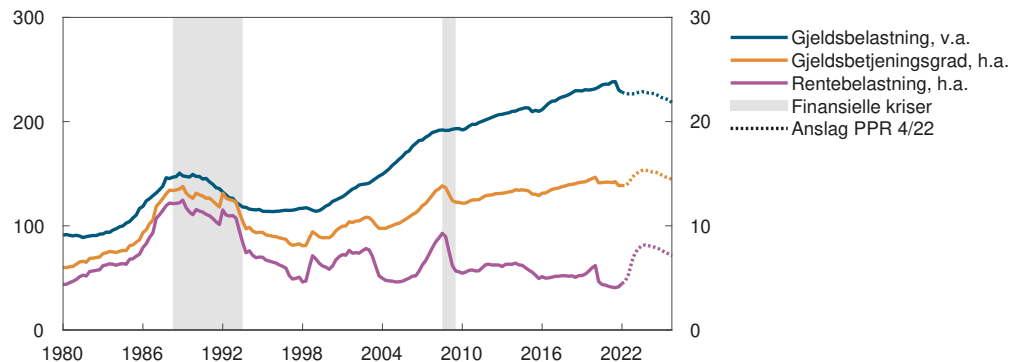
Firekvarteralsvekst. Prosent



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 5.2 Husholdningenes rentebelastning øker

Prosent



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

veksten til husholdninger vil avta gradvis fremover, som følge av høyere utlånsrenter og lavere boligpriser, se figur 5.1 og tabell 3 i vedlegget.

Husholdningenes gjeldsbelastning, det vil si gjeld i forhold til inntekt, har vokst mye over lengre tid, se figur 5.2. Høy inntektsvekst, særlig i form av økte aksjeutbytter, bidro til at gjeldsbelastningen falt mot slutten av fjoråret. Våre anslag innebærer at gjeldsbelastningen vil øke svakt ut neste år, før den avtar. Videre medfører økte utlånsrenter at husholdningene må bruke en større andel av inntekten på renteutgifter fremover. Rentebelastningen anslås å øke fra om lag 5 prosent i tredje kvartal i år til om lag 8 prosent i tredje kvartal 2023, for deretter å avta noe. Husholdningenes gjeldsbetjeningsgrad, som inkluderer både renter og beregnede avdrag, ventes å øke til et historisk høyt nivå. For husholdninger med annuitetslån vil avdragsbetalingene bli mindre når renten øker. Det bidrar til at økningen i gjeldsbetjeningsgraden er noe mindre enn økningen i rentebelastningen. I tillegg har mange husholdninger mulighet til å utsette avdrag. Flere banker har meldt om noe økt bruk av avdragsfrihet i høst.

Norske husholdninger står nå overfor økte utgifter til blant annet renter, mat og strøm. En analyse i rapporten *Finansiell stabilitet 2022* viser at de aller fleste husholdninger likevel er i stand til å betjene gjelden sin. Bare to til tre prosent av gjelden til boligeiere holdes av husholdninger som kan få problemer med å dekke normale utgifter og ventede renteøkninger med tilgjengelig inntekt og formue. Mange flere vil imidlertid være nødt til å stramme inn på konsumet. Vi venter at lavere konsum i husholdningene vil bidra til

Sårbarheter i husholdningssektoren

Mange husholdninger har høy gjeld og boligprisene har økt mye de siste årene. Det er de viktigste sårbarhetene i husholdningssektoren, se omtale i *Finansiell stabilitet 2022*. 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.

at aktiviteten i fastlandsøkonomien avtar neste år, se nærmere omtale i kapittel 3. Videre viser analysen i *Finansiell stabilitet 2022* at i et scenario med blant annet høye renter og kraftig boligprisfall, kan bankenes tap øke som følge av at husholdninger misligholder gjelden sin. I en slik situasjon kan også mange husholdninger bli nødt til å redusere konsumet sitt betydelig. Det kan svekke inntjeningen til foretak og dermed deres gjelds-betjeningsevne, og i neste omgang øke banktapene ytterligere. Det kan utgjøre en trussel mot finansiell stabilitet.

Høy kredittvekst i foretakene

Veksten i foretakenes innenlandske kreditt har tiltatt i år og vært høyere enn ventet (figur 5.1). Det er økt utlånsvekst fra bankene som har trukket veksten opp, og det var særlig lån til industri, tjenesteyting og næringseiendom som bidro til økt samlet kredittvekst i foretakene. Utviklingen kan ses i sammenheng med økte investeringer. I tråd med investeringsanslagene venter vi at kredittveksten faller neste år og stabiliserer seg på et lavere nivå. For en nærmere omtale av foretaksinvesteringene, se kapittel 3.

Omslag i boligmarkedet

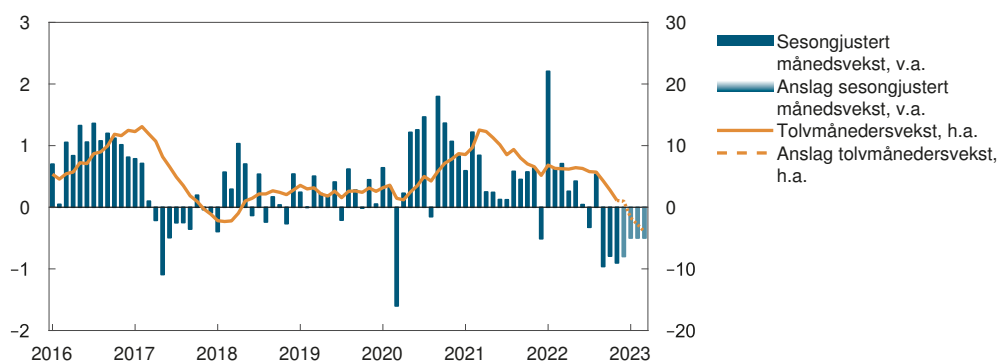
Boligprisene økte markert i mange land under pandemien. Den siste tiden har boligprisene falt, og sentralbankene i flere land venter at de skal falle videre.

Her hjemme har boligprisene også økt mye de siste årene, se figur 5.3. Høy etterspørsel og få usolgte boliger bidro til å holde veksten oppe i begynnelsen av 2022. I løpet av sommeren avtok boligprisveksten og i høst har boligprisene falt. Prisfallet har vært større enn ventet i forrige rapport. De siste månedene har det blitt lagt ut mange boliger for salg, og omsetningen har vært litt lavere enn normalt, se figur 5.4. Det har ført til en markert oppgang i antall usolgte bruktboliger i markedet. Utviklingen kan ha blitt forsterket av endringer i husholdningenes boligprisforventninger. Spørreundersøkelser gjennom høsten viser at stadig flere forventer fallende boligpriser fremover. Det kan ha ført til fremskynding av boligsalg og utsettelser av boligkjøp. Det kan forsterke boligprisfallet på kort sikt.

Nyboligsalget har vært lavt i sommer og høst. Det må ses i sammenheng med avdempingen i bruktboligmarkedet og økte byggekostnader. Lavere bruktboligpriser og 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.

Figur 5.3 Boligprisene har begynt å falle

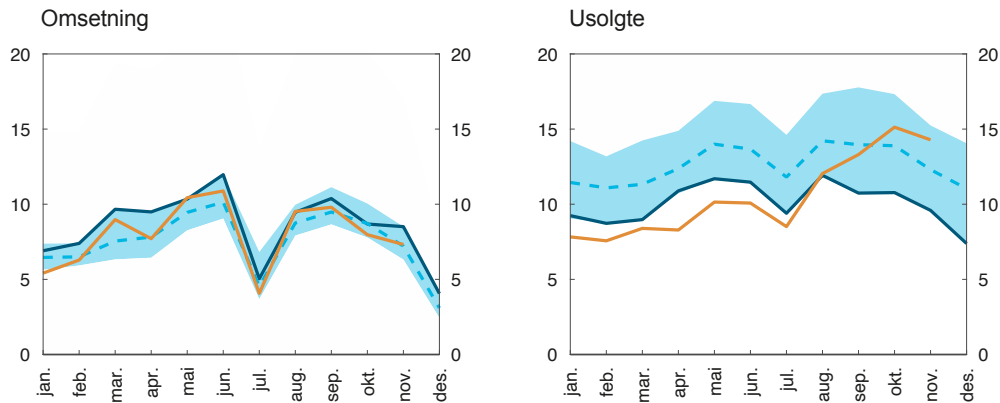
Prosent



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

Figur 5.4 Flere usolgte bruktboliger

Antall bruktboliger i tusen



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

Omslaget i boligmarkedet har vært noe større enn hva vi så for oss i september. Vi venter at boligprisene vil falle om lag 6 prosent fra toppen i august i år og frem til høsten neste år, se figur 5.5. Anslagene innebærer at boligprisene da fortsatt vil være 12 prosent høyere enn nivåene fra før pandemien. Boligprisfallet skyldes i hovedsak økte utlånsrenter. Mange usolgte bruktboliger og tegn til endringer i husholdningenes boligprisforventninger bidrar til at vi den nærmeste tiden anslår et noe større boligprisfall enn i forrige rapport. Lempeligere krav til betjeningsevne i utlånsforskriften bidrar på den andre siden isolert sett til å trekke anslagene litt opp. Boligprisveksten ventes så å ta seg opp utover i prognoseperioden.

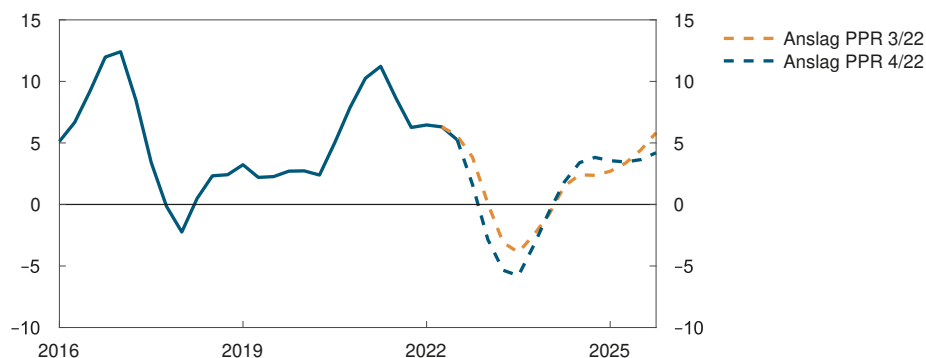
Usikkerhet om den makroøkonomiske utviklingen og husholdningenes tilpasning til økte renter gjør at prognosene for boligprisene er mer usikre enn normalt. For eksempel kan husholdningenes etterspørsel etter bolig være mer sensitiv for renteøkninger enn det vi legger til grunn. Endringer i husholdningenes forventninger til boligprisutviklingen kan også bidra til et større boligprisfall enn anslått. Nokså lav boligbygging bidrar imidlertid til å dempe risikoen for et større boligprisfall.

Fall i prisene på næringseiendom

Næringseiendomspriser i Norge og i mange andre land har steget mye de siste årene. Salgsprisene beregnes som leiepriser delt på et avkastningskrav. Økningen i salgsprisene

Figur 5.5 Vi venter videre boligprisfall

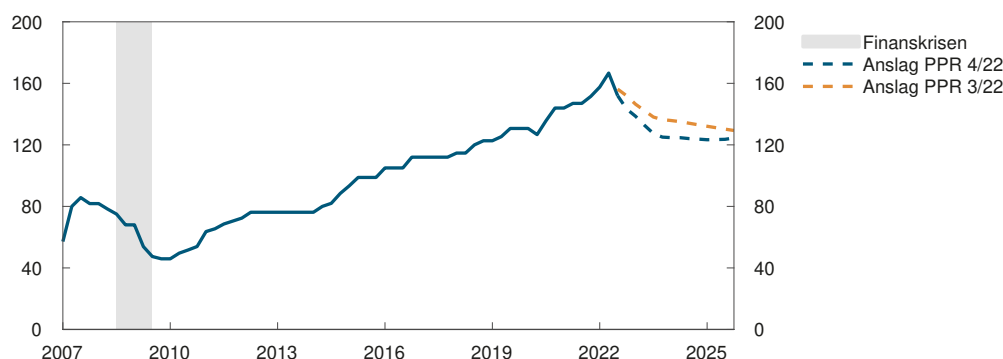
Firekvartalersvekst. Prosent



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

Figur 5.6 Prisene på næringsseiendom ventes å falle

Beregnete salgspriser. Tusen kroner per kvadratmeter



Kilder: JLL og Norges Bank

her hjemme skyldes både økte leiepriser og lavere avkastningskrav. Det siste året har salgsprisene blitt drevet opp av betydelig leieprisvekst.

I tredje kvartal steg leieprisene markert, og avkastningskravet økte betydelig ifølge prisstatistikk for de mest attraktive kontorlokalene i Oslo. Samlet falt salgsprisene noe, se figur 5.6. Vi venter moderat leieprisvekst det neste året som følge av lavere vekst i norsk økonomi. Avkastningskravet avhenger av utviklingen i langsiktige renter og risiko-premier. Til tross for at avkastningskravet i Oslo og andre europeiske storbyer har økt i det siste, er avstanden til langsiktige renter fortsatt liten. Vi venter en gradvis økning i avkastningskravet fremover. Samlet tilsier anslagene for leieprisvekst og avkastningskrav at salgsprisene på næringsseiendom skal falle fremover, og ved utgangen av neste år anslår vi at prisene er tilbake til nivået fra før pandemien. Anslag for salgsprisene er litt nedjustert siden forrige rapport.

Lave avkastningskrav øker faren for et stort fall i næringsseiendomsprisene. Dersom priset faller fører til at verdien av de pantsatte eiendommene blir lavere enn lånene, kan bankene påføres tap ved mislighold av gjelden. Prisveksten på næringsseiendom siden finanskrisen har imidlertid ikke vært motsvart av tilsvarende opplåning. Det har økt foretakenes egenkapitalandel, og de står dermed bedre rustet ved prisfall.

Mesteparten av gjelden til næringsseiendomsforetak er bankgjeld, men obligasjonsgjeld er en stadig viktigere finansieringskilde. Påslagene har økt mye i både obligasjonsmarkedet og for utlån fra banker. I årene fremover forfaller mye obligasjonsgjeld utstedt

Sårbarheter i næringsseiendom

Bankenes høye eksponering mot næringsseiendom er en viktig strukturell sårbarhet i det finansielle systemet, samtidig som lave avkastningskrav er en syklisk sårbarhet som øker faren for et stort fall i næringsseiendomsprisene, se omtale i *Finansiell stabilitet 2022*.

Innen næringsseiendom 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 næringsseiendom.

av næringseiendomsforetak. Noen næringseiendomsforetak kan få utfordringer med å hente ny obligasjonsgjeld i markedet samtidig som det kan være mer krevende å få banklån. Slike utfordringer kan forsterkes ved et markert fall i prisene på næringseiendom.

I tråd med prognosene i denne rapporten venter vi at bankene får nokså lave tap på næringseiendom fremover. Dersom alle næringseiendomsforetak nedskriver eiendomsverdiene med 30 prosent, viser enkle sensitivitetsøvelser at flere foretak kan få negativ egenkapital.² Bankene kan da få økte tap dersom næringseiendomsforetak misligholder sin gjeld. I et scenario med kraftig tilbakeslag hvor næringseiendomspriser nesten halveres, kan bankenes tap på utlån til næringen bli betydelige, se stresstesten i *Finansiell stabilitet 2022*.

5.3 Bankene

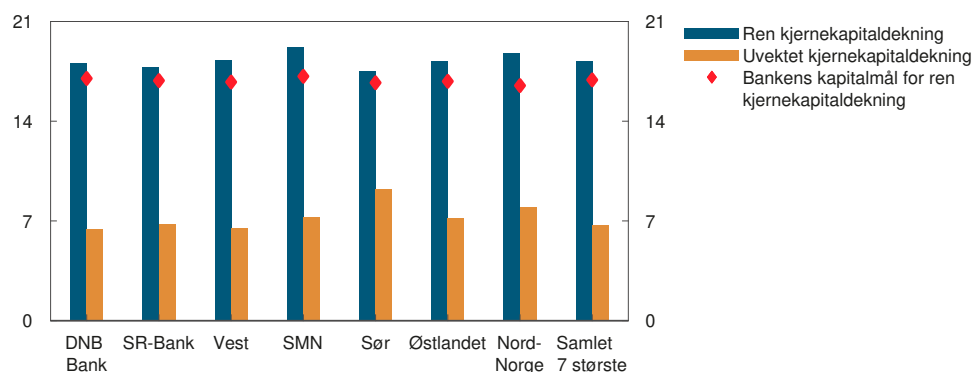
Løpende inntjening er bankenes førstelinjeforsvar mot tap. Egenkapitalavkastningen for de store norske bankene var 12 prosent i tredje kvartal, om lag uendret fra de to foregående kvartalene. Det siste året har økte netto renteinntekter, som er den viktigste inntektskilden for norske banker, bidratt til å bedre lønnsomheten.

Bankenes utlånstap har vært lave så langt i år. Det skyldtes særlig at bankene har tilbakeført tidligere tapsnedskrivninger. Fremover venter vi at tilbakeføringene blir lavere, og at økte renter og høy prisvekst vil øke tapene noe på utlån til kunder med svak gjeldsbetjeningsevne. Samlet sett venter vi at utlånstapene øker noe, men holder seg nær gjennomsnittet for de siste 20 årene. Vi venter at bankenes lønnsomhet likevel opprettholdes som følge av økte netto renteinntekter.

De norske bankene er solide og oppfylder kapitalkravene med god margin, se figur 5.7. Stresstesten i *Finansiell stabilitet 2022* viser at bankene er robuste og at kapitalbufferne bidrar til at bankene kan møte tap og opprettholde utlån i et kraftig økonomisk tilbakeslag. Det er stor usikkerhet om den videre økonomiske utviklingen, og risikoen for tilbakeslag har økt gjennom det siste året. Det er derfor særlig viktig at det finansielle systemet bevarer motstandskraft slik at det kan utføre oppgavene sine effektivt også ved alvorlige tilbakeslag og kriser i økonomien. Kravet til motsyklisk kapitalbuffer bidrar til at bankene opprettholder god evne til å tåle tap.

Figur 5.7 Bankene er godt rustet til å oppfylle vedtatte bufferkrav

Prosent. Per 3 kv. 2022



Kilder: Bankkonsernernes kvartalsrapporter og Norges Bank

² Se kapittel 5 i *Pengepolitisk rapport 4/21*.

Vedlegg

Tabeller med detaljerte anslag

Tabell 1 Internasjonale anslag

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

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 og fraktrater.

Kilder: Refinitiv Datastream og Norges Bank

Tabell 2a Konsumpriser. Tolvmånedersvekst. Prosent

	2022				2023		
	sep	okt	nov	des	jan	feb	mar
KPI							
Faktisk	6,9	7,5	6,5				
Anslag PPR 3/22	6,0	5,8	5,4	5,1			
Anslag PPR 4/22				6,0	6,9	6,8	6,2
KPI-JAE							
Faktisk	5,3	5,9	5,7				
Anslag PPR 3/22	5,0	5,0	5,0	4,9			
Anslag PPR 4/22				5,7	5,9	5,9	5,8
Importerte varer i KPI-JAE							
Faktisk	5,2	6,1	5,9				
Anslag PPR 3/22	4,9	4,9	5,3	4,8			
Anslag PPR 4/22				5,8	5,8	5,6	6,0
Norskproduserte varer og tjenester i KPI-JAE							
Faktisk	5,2	5,7	5,5				
Anslag PPR 3/22	5,0	5,0	4,9	4,9			
Anslag PPR 4/22				5,6	6,0	6,0	5,7

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Tabell 2b Boligpriser. Månedsvækst. Sesongjustert. Prosent

	2022				2023		
	sep	okt	nov	des	jan	feb	mar
Faktisk	-1,0	-0,8	-0,9				
Anslag PPR 3/22	-0,3	-0,5	-0,5	-0,5			
Anslag PPR 4/22				-0,8	-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				2023		
	sep	okt	nov	des	jan	feb	mar
Faktisk	1,6	1,6	1,6				
Anslag PPR 3/22	1,7	1,7	1,7	1,8			
Anslag PPR 4/22				1,7	1,7	1,8	1,8

Kilder: NAV og Norges Bank

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

	2022				2023		
	sep	okt	nov	des	jan	feb	mar
Faktisk	0,6						
Anslag PPR 3/22	-0,5	0,1	0,1	0,1			
Anslag PPR 4/22		-0,2	-0,2	-0,4	0,0	0,0	0,0

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

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

	2022			2023
	2.kv.	3.kv.	4.kv.	1.kv.
Faktisk	1,2	0,8		
Anslag PPR 3/22	0,7	-0,1	0,0	-0,1
Anslag PPR 4/22			0,0	-0,3

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Tabell 3 Anslag på makroøkonomiske hovedstørrelser

Endring i anslag fra Pengepolitisk rapport 3/22 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	5,8 (0,4)	4,8 (0,3)	2,8 (-0,3)	2,6 (0,1)
KPI-JAE		1,7	3,9 (0,2)	5,2 (0,4)	3,6 (0,1)	2,7 (0,1)
Årslønn		3,5	3,9 (-0,1)	4,7 (0,1)	4,3 (-0,2)	4,0 (-0,2)
Realøkonomi¹						
Bruttonasjonalprodukt (BNP)	4 190	4	3,2 (1,0)	0,6 (-0,2)	0,6 (-0,2)	0,3 (0,0)
BNP for Fastlands-Norge	3 281	4,2	3,6 (0,8)	-0,2 (0,1)	0,2 (-0,2)	1,4 (0,3)
Produksjonsgap for Fastlands-Norge (nivå)		-0,4	1,9 (0,2)	0,2 (0,0)	-0,8 (-0,3)	-0,6 (-0,2)
Sysselsetting, personer, KNR		1,2	3,9 (0,4)	-0,4 (0,0)	-0,4 (-0,3)	0,7 (0,2)
Registrert ledighet (rate, nivå)		3,1	1,8 (0,0)	2,0 (0,0)	2,4 (0,1)	2,4 (0,1)
Etterspørsel¹						
Etterspørsel fra Fastlands-Norge	3 388	3,8	4,7 (1,4)	-1,0 (-1,2)	1,0 (-0,3)	2,3 (0,3)
- Husholdningenes konsum	1 621	4,4	6,5 (0,7)	-1,5 (-0,4)	0,5 (0,2)	2,8 (0,9)
- Foretaksinvesteringer	362	4,3	16,5 (11,1)	-0,9 (-4,4)	-0,2 (-4,1)	3,0 (-0,8)
- Boliginvesteringer	219	3	-3,2 (-3,2)	-4,8 (-5,8)	1,6 (0,2)	3,6 (1,5)
- Offentlig etterspørsel	1 187	2,9	0,0 (0,1)	0,4 (-0,5)	2,0 (0,2)	1,1 (-0,4)
Petroleumsinvesteringer	177	-2,1	-7,0 (-1,0)	4,0 (0,0)	12,0 (-3,0)	2,0 (0,0)
Eksport fra Fastlands-Norge	724	4,9	5,2 (1,8)	4,5 (-0,5)	2,1 (-0,1)	3,0 (0,0)
Import	1 212	1,2	12,3 (1,6)	1,2 (-2,1)	3,0 (-0,6)	1,0 (-0,1)
Boligpriser og gjeld						
Boligpriser		9,1	4,9 (-0,6)	-4,3 (-1,9)	2,1 (0,8)	3,7 (-0,4)
Kreditt til husholdningene (K2)		5	4,0 (-0,3)	3,4 (-0,6)	3,0 (-0,4)	2,9 (-0,4)
Renter, valutakurs og oljepris						
Styringsrente (nivå)		0,1	1,3 (0,0)	3,0 (0,0)	2,9 (-0,1)	2,5 (-0,2)
Importveid valutakurs (I-44) (nivå)		108,7	110,0 (0,0)	110,5 (0,4)	108,3 (0,2)	107,4 (0,8)
Pengemarkedsrente hos handelspartnere (nivå)		-0,2	1,2 (0,0)	3,7 (0,2)	3,2 (0,1)	2,8 (-0,1)
Oljepris Brent Blend. USD per fat		70,7	101,6 (-0,4)	76,5 (-7,1)	74,6 (-3,2)	72,7 (-1,3)
Husholdningenes inntekt og sparing¹						
Disponibel realinntekt utenom aksjeutbytte		-0,2	1,2 (0,7)	-2,3 (-0,3)	2,0 (0,6)	3,1 (-0,1)
Sparerate utenom aksjeutbytte (rate, nivå)		5,2	0,3 (-1,5)	-0,7 (-1,6)	0,6 (-1,3)	0,8 (-2,2)
Finanspolitikken						
Strukturelt, oljekorrigert underskudd som andel av SPU ²		3,2	2,7 (-0,4)	2,6 (0,0)	2,5 (0,1)	2,5 (0,0)
Strukturelt, oljekorrigert underskudd som andel av trend-BNP		10,5	9,7 (-1,4)	8,9 (-0,5)	9,2 (0,2)	9,3 (-0,1)

¹ Alle tall er virkedagskorrigeret.

² Statens pensjonsfond utland ved inngangen til året.

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

Design: Brandlab
Layout: Aksell.no
Teksten er satt med 9,5 pkt Azo Sans Regular
ISSN: 1894-0234 (online)

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

Pengepolitisk rapport 4|22 - desember

