



NORGES BANK

**2|22**

JUNI

**PENGEPOLITISK  
RAPPORT**  
MED VURDERING AV FINANSIELL STABILITET

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

Ansvarlig redaktør: Ida Wolden Bache

# Innhold

---

<b>PENGEPOLITISKE VURDERINGER</b>	<b>5</b>
<b>VURDERING AV MOTSYKLISK KAPITALBUFFER</b>	<b>10</b>
<b>DEL 1: PENGEPOLITIKKEN</b>	
<b>1 INTERNASJONAL ØKONOMI</b>	<b>12</b>
- <i>Fremtidsprisene for energi og jordbruksprodukter stiger videre</i>	16
<b>2 FINANSIELLE FORHOLD</b>	<b>19</b>
2.1 Rentene til husholdninger og foretak	19
2.2 Kronekursen	21
<b>3 NORSK ØKONOMI</b>	<b>22</b>
3.1 Produksjon og etterspørsel	22
3.2 Arbeidsmarkedet	27
- <i>Høyere kapasitetsutnytting</i>	30
3.3 Kostnader og priser	33
- <i>Hvordan påvirker renten disponibel inntekt og konsum?</i>	38
- <i>Norsk prisvekst i et internasjonalt perspektiv</i>	41
<b>4 PENGEPOLITISK ANALYSE</b>	<b>45</b>
4.1 Mål og tilbakeblikk	45
4.2 Ny informasjon og nye vurderinger	46
- <i>Fremskrivinger utenfor prognosehorisonten</i>	50
4.3 Faktorene bak endringer i rentebanen	51
- <i>Anslag på nøytral realrente</i>	53
- <i>Norges Banks pengepolitiske strategi</i>	56
<b>DEL 2: FINANSIELL STABILITET</b>	
<b>5 BESLUTNINGSGRUNNLAG FOR MOTSYKLISK KAPITALBUFFER</b>	<b>57</b>
5.1 Tilgang på kreditt	57
5.2 Syklisk sårbarhet i det finansielle systemet	58
5.3 Bankene	64
- <i>Bankene er bredt eksponert mot næringseiendomsmarkedet</i>	66
<b>VEDLEGG</b>	
Anslagstabeller	68

## 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 56](#).

### BESLUTNINGSPROSESS

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

### RAPPORTERING

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

## Motsyklisk kapitalbuffer

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

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

## Beslutningsprosessen for Pengepolitisk rapport 2/22

På møtene 7. og 14. juni drøftet komiteen de økonomiske utsiktene, innretningen av pengepolitikken og nivået på bufferkravet. På grunnlag av drøftingene og en anbefaling fra bankens administrasjon fattet komiteen på møtet 22. juni vedtak om styringsrenten og nivået på bufferkravet.

# Pengepolitiske vurderinger

Det er høy aktivitet og lite ledig kapasitet i norsk økonomi. Inflasjonen er klart over målet på 2 prosent. Siden forrige pengepolitiske rapport har arbeidsledigheten falt mer enn ventet, og prisveksten har steget raskere enn anslått. Med stigende lønnsvekst og høyere prisvekst på varene vi importerer, er det utsikter til at inflasjonen blir liggende over målet en god stund. Utsikter til mer varig høy prisvekst tilsier en strammere pengepolitikk enn tidligere anslått.

Norges Banks komité for pengepolitikk og finansiell stabilitet vedtok på møtet 22. juni å sette styringsrenten opp fra 0,75 til 1,25 prosent. Slik komiteen nå vurderer utsiktene og risikobildet, vil styringsrenten mest sannsynlig settes videre opp til 1,5 prosent i august.

## Høy inflasjon og svekkede vekstutsikter internasjonalt

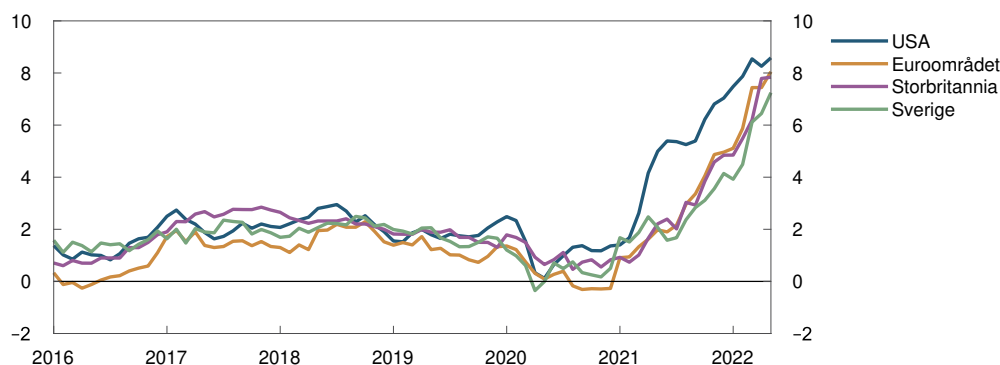
Den økonomiske aktiviteten hos handelspartnerne samlet økte om lag som ventet i første kvartal. Arbeidsmarkedene har fortsatt å bedre seg, og i mange land er arbeidsledigheten tilbake på nivåene fra før pandemien. Lønnsveksten er på vei opp og har vært høyere enn anslått i forrige rapport.

Høye energipriser og kombinasjonen av høy etterspørsel og begrensninger på tilbudsiden har ført til en betydelig oppgang i konsumprisveksten internasjonalt. Siden mars har den underliggende prisveksten hos handelspartnerne steget mer enn anslått. Den høye prisveksten er bredt basert, og i flere land er det høy prisvekst på både varer og tjenester. Krigen i Ukraina bidrar til at energi- og matvareprisene holder seg høye. Oljeprisen har steget videre, mens spotprisen på gass er lite endret. Prisene på leveranser av olje og gass lenger frem i tid er høyere enn i mars. Fraktratene fra Kina til Europa har avtatt.

Usikkerhet om de globale vekst- og inflasjonsutsiktene har bidratt til store svingninger i finansmarkedene. Styringsrenteforventningene internasjonalt har steget mye siden forrige rapport. I flere land har sentralbankene hevet styringsrentene for å dempe prisveksten, og mange har signalisert raskere renteoppgang fremover. Langsiktige renter

**Figur A Høy prisvekst hos handelspartnerne**

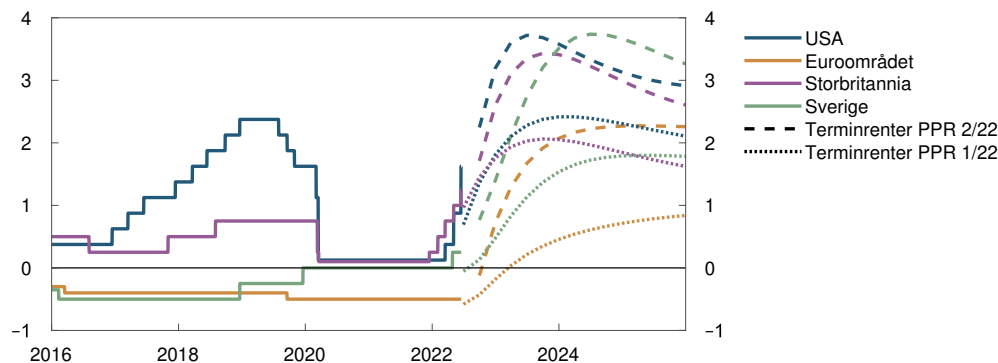
Konsumpriser. Tolv månedersvekst. Prosent



Kilde: Refinitiv Datastream

**Figur B Forventninger om raskere renteoppgang hos handelspartnerne**

Styringsrenter og beregnede terminrenter. Prosent



Kilder: Bloomberg, Refinitiv Datastream og Norges Bank

har også steget siden mars. Kredittpåslagene på foretaksobligasjoner har økt, og internasjonale aksjeindekser har falt.

Høy prisvekst og økte renter reduserer kjøpekraften til husholdningene og vil trolig dempe konsumveksten i mange land fremover. Sammen med mangel på innsatsvarer og produksjonsbegrensninger venter vi at det vil dempe den økonomiske veksten internasjonalt. Anslagene for veksten hos handelspartnerne er lavere enn i forrige rapport, mens anslagene for den underliggende inflasjonen er oppjustert.

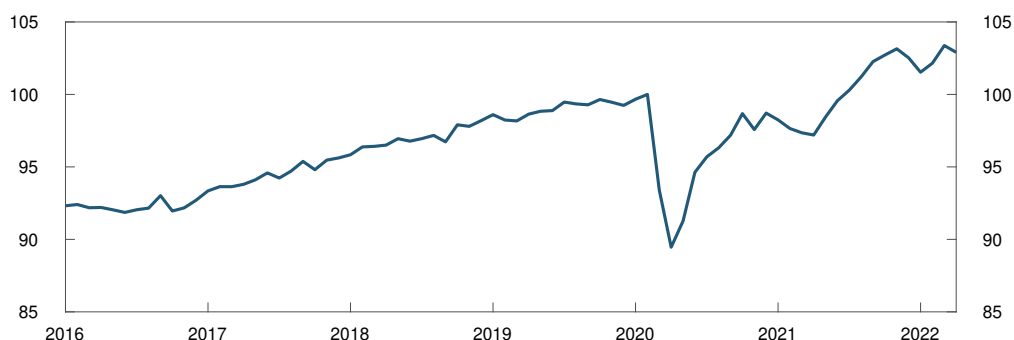
Den norske kronen har svekket seg og er svakere enn anslått. Påslagene i det norske pengemarkedet har avtatt. Norske markedsrenter har steget og indikerer forventninger om at styringsrenten heves videre gjennom året. Oppgangen i boliglånsrentene har vært om lag som ventet.

**Høy aktivitet og lite ledig kapasitet i norsk økonomi**

Den økonomiske aktiviteten har tatt seg raskt opp etter at omikronbølgen førte til en nedgang i vinter. BNP for Fastlands-Norge var i april litt lavere enn anslått i forrige rapport. Samtidig var det sterk vekst i de næringene som hadde vært rammet av smitteverntiltak. Husholdningenes konsum har steget videre og vært litt høyere enn anslått. Kjøp av tjenester tok seg raskt opp gjennom våren og er nå tilbake på nivåene fra før 2020. Samtidig har etterspørselen etter varer vært høyere enn ventet.

**Figur C Aktiviteten har tatt seg raskt opp siden årsskiftet**

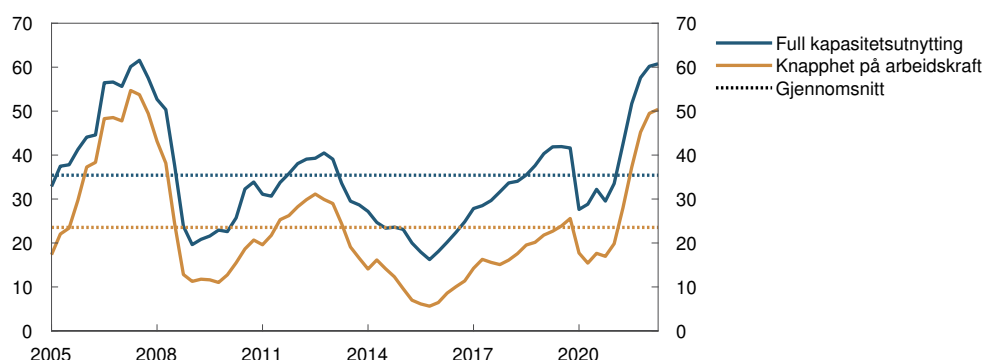
BNP for Fastlands-Norge. Sesongjustert. Indeks. Februar 2020 = 100



Kilde: Statistisk sentralbyrå

**Figur D Bedriftene rapporterer om høy kapasitetsutnyttning**

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



Kilde: Norges Bank

Sysselsettingen har fortsatt å stige, og arbeidsmarkedet er stramt. Bedriftene i vårt regionale nettverk rapporterte i mai om økende problemer med tilgang på arbeidskraft og innsatsvarer. Bedriftene så for seg at veksten i aktiviteten ville avta noe det neste halve året, og mange pekte på kapasitetsproblemer som årsak til avdempingen. Andelen av bedriftene som meldte om kapasitetsproblemer og at mangel på arbeidskraft begrenser produksjonen, er nå like høy som under høykonjunkturen før finanskrisen. Et høyt antall ubesatte stillinger bekrefter at det er stor etterspørsel etter arbeidskraft. Den sesongjusterte registrerte arbeidsledigheten falt til 1,7 prosent i mai, som er lavere enn anslått i forrige rapport.

Etter en periode med en rask gjeninnhenting etter pandemien, har aktiviteten i norsk økonomi kommet opp på et høyt nivå. Det er utsikter til at veksten avtar noe fremover. Høyere prisvekst og økte renter vil trolig dempe veksten i husholdningenes konsum de neste årene. Samtidig venter vi at god vekst i petroleumsinvesteringene og foretaksinvesteringene vil bidra til å løfte aktiviteten.

Revidert nasjonalbudsjett for 2022 indikerer at den finanspolitiske innretningen blir om lag som ventet og innebærer en noe strammere finanspolitikk i år enn i fjor. Ekstraordinære utgifter til håndtering av pandemien, strømstøtte og tiltak i forbindelse med krigen i Ukraina bidrar til at oljepengebruken holder seg høy også i år.

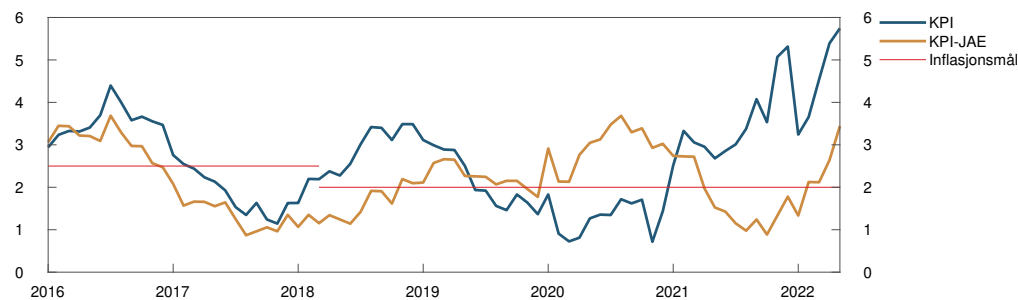
Det har vært høy omsetning i bruktboligmarkedet, og boligprisene har steget mer enn anslått de siste månedene. Kredittveksten til husholdningene har vært litt lavere enn ventet.

**Prisvekst over målet**

Prisveksten her hjemme har steget videre. Tolvmånedersveksten i konsumprisindeksen justert for avgiftsendringer og uten energivarer (KPI-JAE) steg til 3,4 prosent i mai, som var høyere enn anslått. Oppgangen ser ut til å være bredt basert. Prisene både på varene vi importerer og på norskproduserte varer og tjenester har steget mer enn anslått. Lønnsveksten er på vei opp, og produsentprisene på varene vi importerer har økt mer enn ventet. Sammen med svekkelsen av kronen vil det bidra til å løfte prisveksten fremover.

Andre indikatorer for den underliggende prisveksten har også steget og ligger samlet sett høyere enn KPI-JAE. Forventningene til prisveksten på lengre sikt har steget litt og ligger nå noe over 2 prosent.

**Figur E Prisveksten er over inflasjonsmålet**  
KPI og KPI-JAE. Tolv månedersvekst. Prosent



Kilde: Statistisk sentralbyrå

Den samlede konsumprisindeksen (KPI) har blitt løftet av høye energipriser. Statens kompensasjonsordning for høye strømpriser har bidratt til å dempe veksten i energiprisene som husholdningene står overfor, men tolv månedersveksten i KPI var likevel 5,7 prosent i mai. Det var betydelig høyere enn anslått i forrige rapport, blant annet som følge av at energiprisene steg mer enn ventet.

Årets lønnsoppgjør ser så langt ut til å være forenlig med anslaget på årslønnsveksten i forrige rapport. Et stramt arbeidsmarked kan likevel føre til at lønnsveksten fremover vil stige noe mer enn tidligere anslått. Årslønnsveksten i 2022 anslås nå til 3,9 prosent, som er høyere enn i forrige rapport. Lønnsanslaget er på linje med lønnsforventningene til partene i arbeidslivet og til bedriftene i vårt regionale nettverk.

### 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.

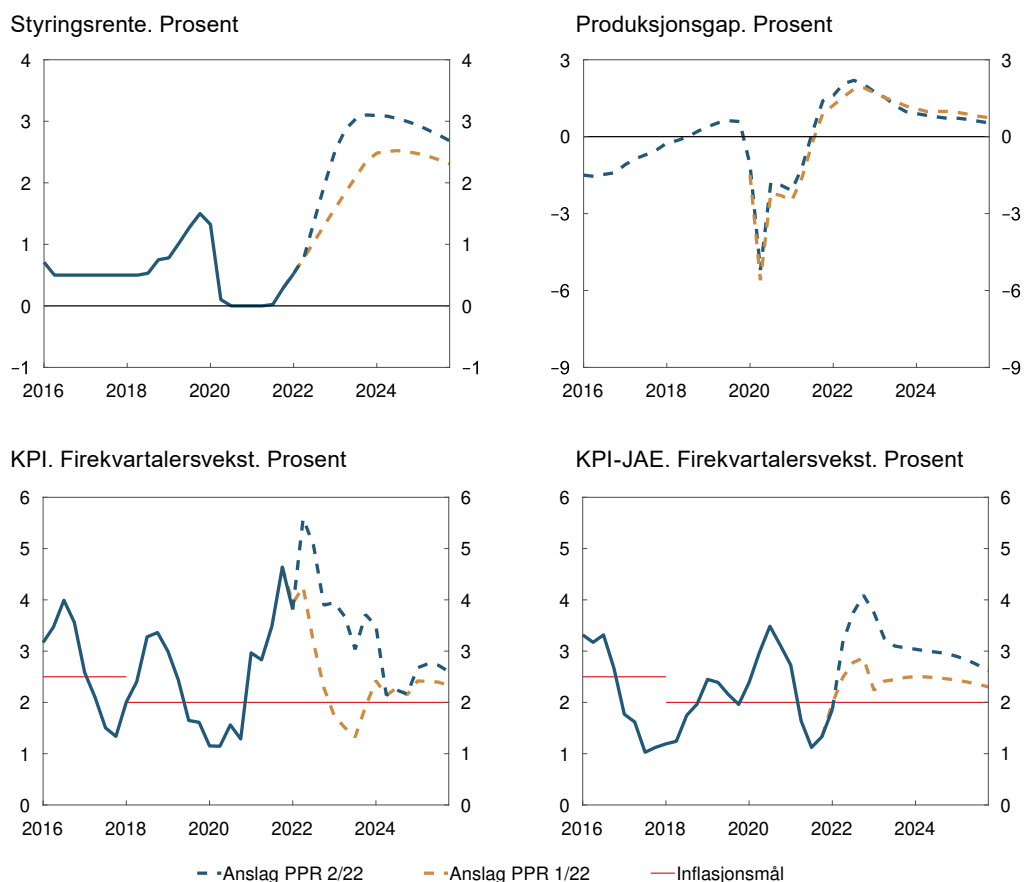
Det er høy aktivitet og lite ledig kapasitet i norsk økonomi. Arbeidsledigheten har falt mer enn ventet og er på et svært lavt nivå. Inflasjonen er klart over målet. Den underliggende prisveksten har tatt seg raskt opp og vært høyere enn anslått. Med stigende lønnsvekst og høyere prisvekst på varene vi importerer, er det utsikter til at inflasjonen blir liggende over målet en god stund.

Styrringsrenten er fortsatt på et lavt nivå, og pengepolitikken er ekspansiv. Komiteens vurdering er at det er behov for en klart høyere rente for å stabilisere inflasjonen rundt målet. Et stramt arbeidsmarked gjør at sysselsettingen trolig holder seg høy selv om renten økes fremover.

Utsikter til mer varig høy prisvekst tilsier en raskere renteoppgang enn tidligere anslått. En raskere renteoppgang nå vil redusere risikoen for at inflasjonen holder seg høy og for at det blir behov for en kraftigere innstramming i pengepolitikken lenger frem.

Prognosen for styrringsrenten er oppjustert fra forrige rapport og indikerer en styrringsrente som øker til rundt 3 prosent frem mot sommeren neste år. Det er over det som anslås som et nøytralt nivå på styrringsrenten. Med en slik utvikling i renten er det utsikter til at inflasjonen vil avta og nærme seg målet på noe sikt. Kapasitetsutnyttningen anslås å holde seg over et normalt nivå de neste årene, og arbeidsledigheten anslås å holde seg lav. Veksten i boligpriser og kreditt ventes å avta.



**Figur F Høyere styringsrente bidrar til å nå målene for pengepolitikken**

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

I drøftingen av risikobildet var komiteen opptatt av at lite ledig kapasitet i norsk økonomi, vedvarende prispress internasjonalt og en svakere krone kan føre til at prisveksten blir høyere enn anslått. Da kan renten bli satt mer opp enn vi nå ser for oss. På den annen side er det også en risiko for at en rask renteoppgang ute fører til en brå oppbremsing av veksten og at prispresset internasjonalt avtar raskere enn antatt. Renteoppgangen her hjemme kan også gi en større avdemping i boligmarkedet og i husholdningenes konsum enn ventet. Dersom inflasjonen og kapasitetsutnyttningen avtar raskere enn anslått, kan renten bli satt mindre opp.

Komiteen vedtok enstemmig å sette styringsrenten opp til 1,25 prosent. Slik komiteen nå vurderer utsiktene og risikobildet, vil styringsrenten mest sannsynlig settes videre opp til 1,5 prosent i august.

Ida Wolden Bache  
 Øystein Børsum  
 Ingvild Almås  
 Jeanette Fjære-Lindkjenn

22. juni 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 22. juni vedtok Norges Banks komité for pengepolitikk og finansiell stabilitet å opprettholde dette kravet.

Norges Bank fastsetter kravet til motsyklisk kapitalbuffer fire ganger i året. I arbeidet med fastsettelsen av bufferkravet utveksler Norges Bank og Finanstilsynet informasjon og vurderinger. Norges Banks rammeverk for motsyklisk kapitalbuffer er nylig oppdatert og beskrevet i *Norges Bank Memo 4/2022*. Samtidig har Norges Bank publisert rammeverk for råd om systemrisikobufferen, se *Norges Bank Memo 5/2022*.

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. En slik buffer bidrar til å gjøre bankene mer solide og demper risikoen for at bankene forsterker et tilbakeslag i økonomien. Bufferkravet er ikke et virkemiddel for å styre kredittvekst eller formuespriser. Ifølge regelverket skal kravet til motsyklisk kapitalbuffer i utgangspunktet være mellom null og 2,5 prosent. Bufferkravet bør normalt ligge i øvre del av dette intervallet. Analyser av behov for tidsvarierende kapitalbuffer, som stresstester, understøtter dette. Ved et tilbakeslag som gir eller vil kunne gi klart redusert tilgang på kreditt, bør kravet til motsyklisk kapitalbuffer settes ned.

Det er høy aktivitet og lite ledig kapasitet i norsk økonomi. Aktiviteten har tatt seg raskt opp etter nedgangen som kom som en følge av omikronbølgen i vinter. Arbeidsledigheten har falt mer enn ventet i forrige rapport og er på et svært lavt nivå.

Kredittverdige foretak og husholdninger synes å ha god tilgang på kreditt. Bankene meldte om uendret kredittpraksis i første kvartal og ventet ingen endring for inneværende kvartal. I obligasjonsmarkedet for foretak har risikopåslagene økt siden mars.

Usikkerhet om de globale vekst- og inflasjonsutsiktene har bidratt til store svingninger i finansmarkedene den siste tiden. Dersom risikopremier ute øker brått og formuespriser faller markert, kan det også påvirke det norske finansielle systemet. Sårbarheter i det finansielle systemet kan føre til at slike forstyrrelser får større konsekvenser for norsk økonomi.

Veksten i kreditt og eiendomspriser avtok i løpet av fjoråret etter å ha vært høy under koronapandemien. I år har boligprisveksten igjen tiltatt, men veksten ventes å avta fremover. Veksten i næringsseiendomsprisene har også tiltatt den siste tiden, men vi venter at prisene avtar noe fremover som følge av gradvis økende avkastningskrav. Avkastningskravet er imidlertid lavt, og en brå økning kan føre til et mer markert prisfall. Samlet sett er vurderingen av syklisk sårbarhet om lag som før pandemien.

Norske banker er solide og likvide, og de har god lønnsomhet. Det gjør dem robuste i møte med forstyrrelser. Bankene er godt rustet til å oppfylle vedtatte krav til motsyklisk kapitalbuffer og samtidig opprettholde kredittilbudet.

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

Ida Wolden Bache  
Øystein Børsum  
Ingvild Almås  
Jeanette Fjære-Lindkjenn

22. juni 2022

# 1 Internasjonal økonomi

Oppgangen i den økonomiske aktiviteten hos Norges handelspartnere i første kvartal var om lag som ventet. Samlet konsumprisvekst fortsetter å stige i flere land, og anslagene for underliggende prisvekst er oppjustert. Den høye prisveksten bidrar til lavere kjøpekraft for husholdningene. Anslagene for BNP-veksten hos handelspartnere i år og neste år er nedjustert. Krigen i Ukraina bidrar til fortsatt høye priser på olje og gass og svingninger i internasjonale finansmarkeder. Markedsprisingen indikerer høyere styringsrenteforventninger ute enn ved forrige rapport.

## Lavere kjøpekraft hos husholdningene demper veksten

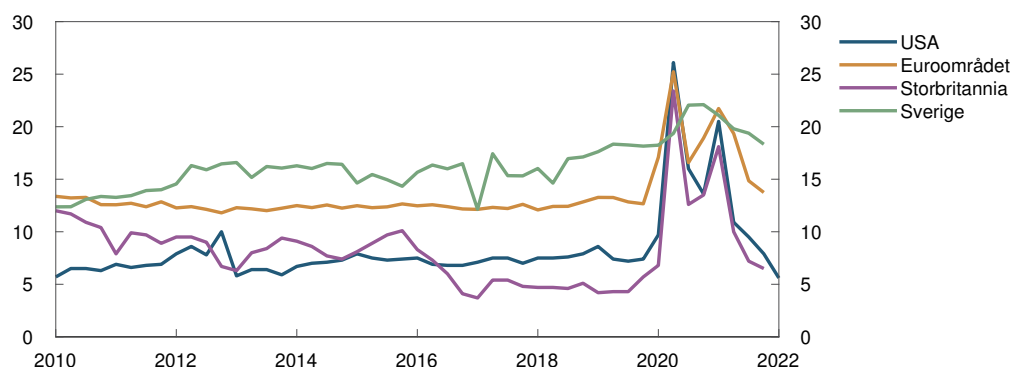
I marsrapporten la vi til grunn at høy prisvekst, strammere finansielle forhold og økt usikkerhet blant husholdninger og bedrifter som følge av krigen i Ukraina ville dempe aktiviteten, og at BNP-veksten hos handelspartnere ville avta i første kvartal. Samlet sett har veksten vært om lag som ventet i forrige rapport, men det er variasjoner mellom land. I USA og Sverige falt aktiviteten fra fjerde kvartal i fjor til første kvartal i år, mens det var god vekst i euroområdet, Storbritannia og Kina i samme periode.

Vekstutsiktene de nærmeste kvartalene synes svakere enn i mars. I Kina har det vært strenge smitteverntiltak i flere store byer i forbindelse med omikronbølgen som har pågått de siste månedene. Løpende indikatorer tyder på fall i aktiviteten fra første til andre kvartal. Forsinkelser i både produksjon av varer og i skipstrafikken i Kina vil trolig bidra ytterligere til leveringsproblemene for enkelte varer i USA og Europa.

Veksten i konsumpriser og produsentpriser har vært svært høy de siste månedene. Fremtidsprisene på olje og gass har steget siden marsrapporten, og prisene på flere råvarer er svært høye, se ramme på side 16. Økte varepriser vil bidra til lavere kjøpekraft hos husholdningene, dyrere innsatsvarer for bedriftene og vil dempe den økonomiske aktiviteten. Husholdningenes tillit har i vår falt til nivåer tilsvarende de vi så under finanskrisen i 2008. Samtidig har markedets renteforventninger økt videre. Strammere finansielle forhold og usikkerhet blant husholdninger og bedrifter vil trolig også dempe både

**Figur 1.1 Husholdningene sparte under pandemien**

Sparerater. Prosent



Kilde: Refinitiv Datastream

konsum og investeringer. Vi legger til grunn at husholdningenes forbruk likevel vil holdes oppe ved at de tærer på midler de sparte opp gjennom pandemien, se figur 1.1. Anslagene for BNP-veksten hos handelspartnerne i år og neste år er nedjustert fra marsrapporten, se figur 1.2.

Den ekspansive penge- og finanspolitikken som er ført de siste årene bidrar fortsatt positivt til aktiviteten i de fleste land. Vi legger til grunn at pengepolitikken strammes til fremover i tråd med markedets renteforventninger. Økte forsvarsutgifter og energiinvesteringer i Europa vil trolig løfte aktiviteten utover i prognoseperioden. I Kina venter vi at politikkomleggingen mot en mer balansert vekst drevet av innenlandske forhold fortsetter, og at veksten fremover blir lavere enn i årene før pandemien. Vi anslår at BNP-veksten hos handelspartnerne avtar gradvis fra 3 prosent i 2022 til om lag 2 prosent i 2024, se tabell 1 i vedlegget. Importen til handelspartnerne anslås å øke med nær 6 prosent i 2022 og om lag 3,5 prosent i 2023.

### Svært høy konsumprisvekst

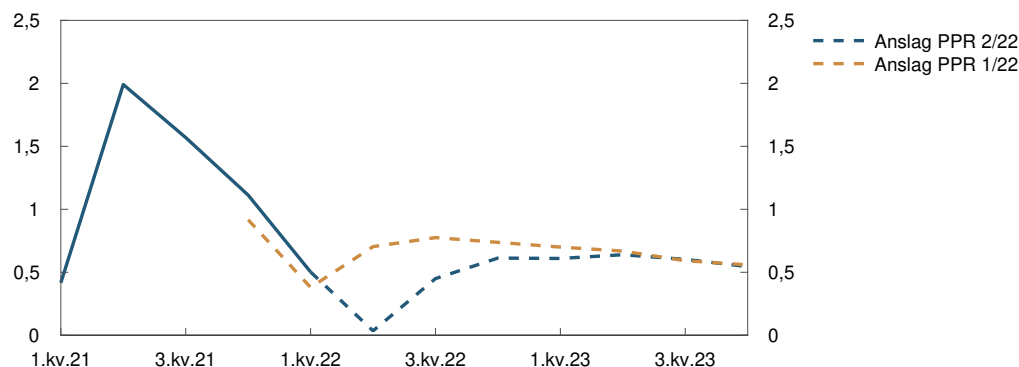
Det siste året har pandemirelaterte forhold både på tilbuds- og etterspørselssiden bidratt til markert oppgang i inflasjonen hos viktige handelspartnere. I vår har krigen i Ukraina bidratt til høye råvarepriser. Tolvmånedersveksten i den samlede konsumprisindeksen økte til over 8 prosent i USA og euroområdet i vår, se figur 1.3. Veksten i prisene på energi og mat bidro til over halvparten av tolv månedersveksten i euroområdet, og den underliggende konsumprisveksten var 3,8 prosent i mai. I USA var den underliggende konsumprisveksten 6 prosent i mai. De siste månedene har den underliggende prisveksten hos alle våre viktigste handelspartnere vært høyere enn anslått i forrige rapport.

Kostnadene for å frakte varer fra Kina til Europa og USA har falt i vår og er nå på samme nivå som i fjor sommer, men fremdeles mye høyere enn før pandemien. Vi legger til grunn at bedriftenes kostnadsøkninger knyttet til prisøkningene på energi, andre råvarer og frakt av varer i noen grad veltes over i konsumprisene på varer og tjenester og dermed bidrar til høyere underliggende konsumprisvekst.

Lønnsveksten hos handelspartnerne har vært høyere enn anslått i forrige rapport. Etterspørselen etter arbeidskraft er høy, og antall ledige stillinger har økt markert. Arbeidsledigheten er i flere land nede på nivåene fra før pandemien. Anslagene for lønnsveksten hos handelspartnerne de neste årene er oppjustert. Langsiktige markedsbaserte inflasjonsforventninger i USA er lite endret siden marsrapporten, mens de har falt noe i

**Figur 1.2 Lavere BNP-vekst de nærmeste kvartalene**

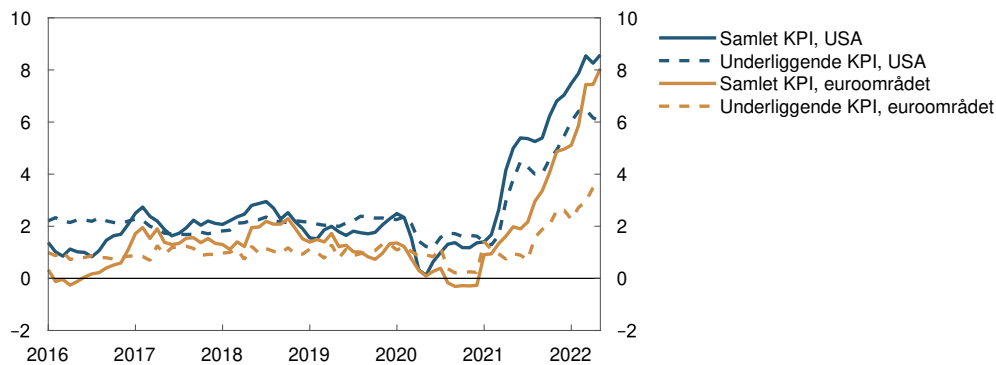
BNP handelspartnere. Kvartalsvekst. Prosent



Kilder: Refinitiv Datastream og Norges Bank

**Figur 1.3 Svært høy konsumprisvekst**

Konsumpriser. Tolvmånedersvekst. Prosent



Kilde: Refinitiv Datastream

euroområdet. De ligger nær inflasjonsmålene både i USA og euroområdet. Vi venter at den underliggende konsumprisveksten i år blir nær 6 prosent i USA og rundt 3,5 prosent i euroområdet. Vi anslår at den underliggende prisveksten for handelspartnerne samlet vil avta til 3 prosent i 2023, før den gradvis reduseres til 2 prosent. Anslagene i 2022 og 2023 er oppjustert fra marsrapporten.

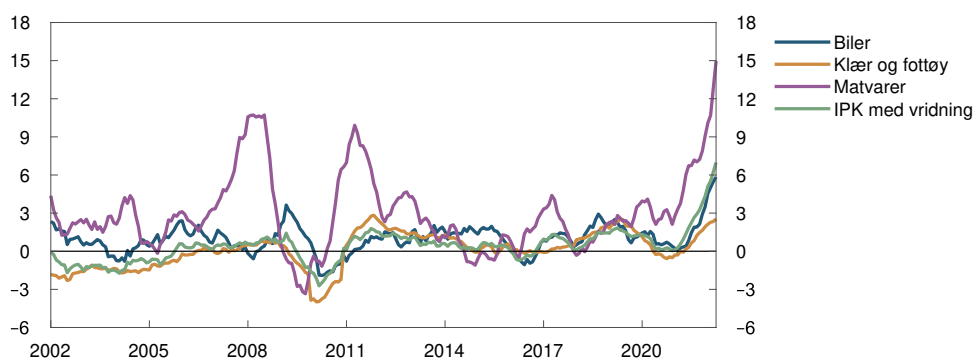
Veksten i produsentprisene på konsumvarer som Norge importerer (IPK), målt i utenlandsk valuta, har vært høyere enn ventet. De siste månedene har tolv månedersveksten økt for alle delindekser, se figur 1.4. Prisveksten er særlig sterk på matvarer. Krigen i Ukraina vil trolig bidra til fortsatt høye matvarepriser i tiden fremover. Anslagene for i år og neste år er betydelig oppjustert fra forrige rapport, se tabell 1 i vedlegget.

### Høyere styringsrenteforventninger ute

Det har vært store svingninger i internasjonale finansmarkeder siden forrige rapport. Svingningene har til dels blitt forsterket av dårlig likviditet. Langsiktige renter har steget markert, se figur 1.5. Høyere renter har bidratt til økt usikkerhet om vekstutsiktene. Europeiske og amerikanske aksjeindekser har falt betydelig, og risikopåslagene på foretaksobligasjoner har økt videre, spesielt for selskaper med antatt høy risiko.

**Figur 1.4 Sterke prisimpulser fra utlandet**

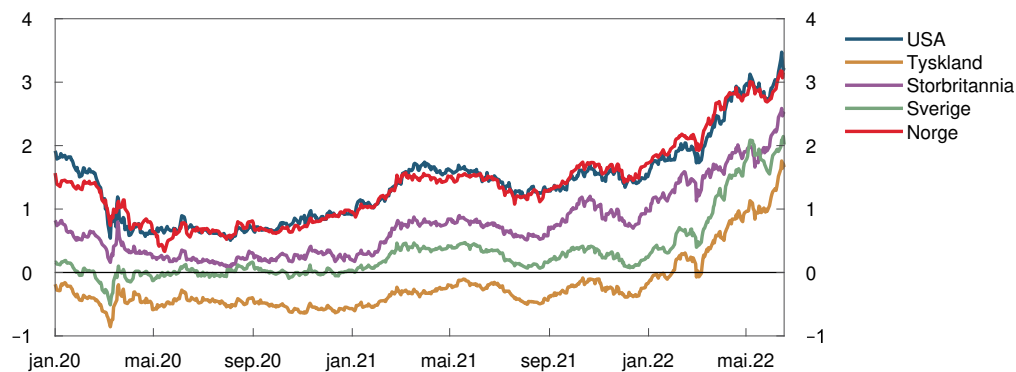
IPK. Tolvmånedersvekst. Prosent



Kilder: Refinitiv Datastream og Norges Bank

**Figur 1.5 Langsiktige renter har økt**

Renter på tiårs statsobligasjoner i utvalgte land. Prosent



Kilde: Bloomberg

Raskt stigende inflasjon og bekymring for at pris- og lønnsveksten kan holde seg høy også fremover, har ført til at sentralbankene har strammet til pengepolitikken mer enn markedsaktørene så for seg i mars. Siden forrige rapport har sentralbankene i USA og Storbritannia hevet styringsrenten med henholdsvis 1,25 og 0,75 prosentenheter til 1,5 og 1,25 prosent. I Sverige har sentralbanken hevet styringsrenten fra 0 til 0,25 prosent, mens den europeiske sentralbanken har signalisert at første renteøkning kommer i juli. Sentralbankene signaliserer ytterligere tilstramminger fremover, og markedsprisingen viser at styringsrenteforventningene har steget markert siden forrige rapport. Langsiktige statsrenter har i hovedsak fulgt utviklingen i styringsrenteforventningene.

I tillegg til å heve styringsrentene, er flere sentralbanker i gang med å bygge ned sine balanser. Gjennom pandemien førte omfattende verdipapirkjøp til at sentralbankenes balanser økte kraftig i mange land. Balansenedbyggingen vil isolert sett kunne føre til at langsiktige renter øker. Sentralbankene har imidlertid signalisert at balansene ikke vil brukes aktivt for å stramme til finansielle forhold.

**Usikkerhet om den økonomiske utviklingen**

Krigen i Ukraina og nedstenginger i Kina knyttet til pandemien har økt usikkerheten om den økonomiske utviklingen internasjonalt. Med den høye prisveksten ute og strammere finansielle forhold i flere land er det risiko for større utslag i finansmarkedene og i husholdningers forbruk og bedrifters investeringer enn vi nå ser for oss. I tillegg er det fortsatt usikkerhet knyttet til omfanget og varigheten av de pandemirelaterte forholdene på både tilbuds- og etterspørselssiden og konsekvensene for vekst og inflasjon internasjonalt.

## FREMTIDSPRISENE FOR ENERGI OG JORDBRUKSPRODUKTER STIGER VIDERE

*Krigen i Ukraina forsetter å påvirke energi- og matvarepriser. Strengere sanksjoner fra vestlige land, nye mottiltak fra Russland og ødeleggelse av produksjonsfasiliteter og infrastruktur kan gi betydelige prisutslag. I tillegg rammes jordbruksproduksjonen oftere av ekstremværhendelser. Fremtidspriser indikerer at bortfall av energi- og matvareproduksjon kan gi høye priser fremover. Svakere vekst i verdensøkonomien har ført til lavere metallpriser.*

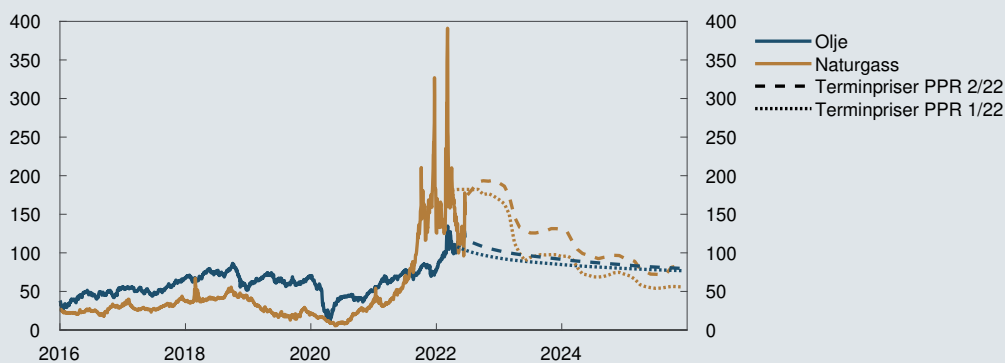
Prisen på olje har steget med om lag 5 prosent siden rapporten i mars og er nå rundt 120 dollar per fat, se figur 1.A. Oppgangen skyldes særlig redusert eksport av russisk olje. Frigivelse av strategiske oljelagre fra flere land og smitteverntiltak i Kina har begrenset prisoppgangen. Landene i OPEC-pluss har besluttet å fremskynde produksjonsøkninger, men det er trolig ikke nok til å erstatte bortfallet av russisk olje. OPECs ledige produksjonskapasitet er liten, og oljelagrene i OECD-landene er lave. Globalt oljeforbruk kan fortsette gjeninnhenting etter koronapandemien. Fremtidsprisene indikerer lavere oljepris de kommende årene. Fremtidsprisene for 2025 er likevel over 80 dollar per fat, som er høyere enn de var ved forrige rapport, se tabell 1.A.

Prisene på raffinerte oljeprodukter har økt mer enn råoljeprisen siden rapporten i mars. Det skyldes gjeninnhenting i forbruket av raffinerte produkter, lave lagre av produktene, knapp produksjonskapasitet i raffinerisektoren og redusert eksport av raffinerte produkter fra Russland i forbindelse med sanksjonene. Den internasjonale engrosprisen for bensin målt i US dollar har økt med om lag 30 prosent og dieselpriisen med 25 prosent. Fremtidsprisene indikerer at engrosprisen for bensin og diesel er ventet å falle fremover, men de er nå betydelig høyere enn ved rapporten i mars.

Europeisk gasspris er, regnet i oljeekvivalenter, om lag 165 dollar per fat, som er lite endret siden forrige rapport (se figur 1.A). Fortsatt høy europeisk gasspris skyldes i stor grad at Russland har stoppet gassleveranser til flere europeiske land. Skader på et stort anlegg for flytende gass (LNG) i USA i juni kan i tillegg begrense eksporten av LNG til Europa, i alle fall for en periode. På den annen side har det vært god tilgang på LNG til Europa som følge av lavere priser for slik gass i Asia. I kraftsektoren erstattes dessuten gass med kull når gassprisen er høy. Lavere aktivitet i gassintensive næringer i Europa

**Figur 1.A Betydelig oppgang i olje- og gassprisene**

USD/fat



Kilder: Refinitiv Datastream og Norges Bank



reduserer også gassforbruket. Gasslagrene i Europa har økt fra lave nivåer. Fremtidsprisene for europeisk gass indikerer et fall i gassprisene de kommende årene. Fremtidsprisene for gass er likevel mye høyere enn de var ved marsrapporten. Det må ses i sammenheng med EUs mål om å redusere avhengigheten av russisk gass fremover.

En beregnet pris på norsk petroleumseksport – et vektet gjennomsnitt av oljeprisen og europeisk gasspris – er godt over tidligere toppnivåer fra perioden 2011–2013. Eksportverdien og skatteinntangen til den norske staten fra petroleumssektoren er historisk høye. Utsikter til høye priser og økt produksjon fremover tilsier at inntektene fra petroleumssektoren også blir svært høye i årene som kommer.

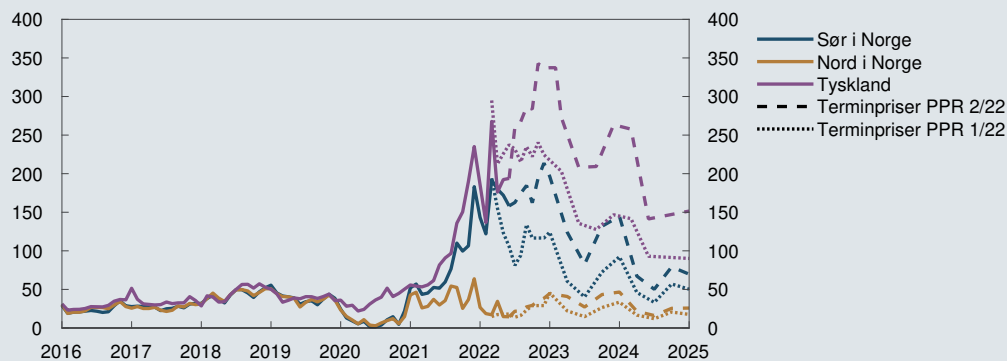
Kraftprisene sør i Norge er fortsatt langt høyere enn nord i landet, se figur 1.B. Prisen sør i Norge er rekordhøy for denne tiden på året. Prisen holdes oppe av lav fyllingsgrad i vannmagasiner og høye kraftpriser på kontinentet. De høye kraftprisene på kontinentet gjenspeiler høye priser for gass, kull og utslippkvoter. Prisen nord i Norge holdes nede av rikelig vindkraftproduksjon og begrenset overføringskapasitet sørover samtidig som fyllingsgraden i magasinene er normal. Fremtidsprisene for de enkelte prisregionene i Norge indikerer at kraftprisen sør i Norge ventes å være markert høyere de kommende årene enn hva som ble lagt til grunn i mars, mens prisen nord i Norge kan forbli relativt lav.<sup>1</sup>

Prisene på industrimetaller har falt siden mars. Det skyldes trolig svakere økonomisk utvikling i Kina og utsikter til lavere global BNP-vekst fremover. Fremtidsprisene har også falt, men indikerer fremdeles høyere priser de kommende årene enn i årene før pandemien.

Prisene på globale jordbruksprodukter er fortsatt høye. Russland og Ukraina er viktige eksportland for flere jordbruksprodukter, og krigen rammer både produksjon og frakt

**Figur 1.B Store prisforskjeller på kraftprisene nord i Norge og sør i Norge**

Øre/kWh



Kilder: Refinitiv Datastream, Nasdaq og Norges Bank

<sup>1</sup> Fremtidsprisene for de enkelte regionene er beregnet med utgangspunkt i fremtidskontrakten for den nordiske systemprisen og differansekontrakter for de enkelte regionene, såkalte Electricity Price Area Differentials (EPADs).

**Tabell 1.A Energi- og råvarepriser**

Prosentvis endring i anslag fra Pengepolitisk rapport 1/22 i parentes	Snittpris (2010–2019)	Faktiske priser og fremtidspriser <sup>1</sup>					
		2020	2021	2022	2023	2024	2025
Olje, USD/fat	80	42	71	108 (7)	97 (9)	88 (7)	82 (5)
Gass, USD/fat	40	17	87	171 (-5)	144 (27)	104 (33)	80 (36)
Petroleum <sup>2</sup> , USD/fat	63	34	85	144 (-1)	120 (19)	96 (20)	81 (18)
Kull, Euro/tonn	66	44	102	270 (30)	223 (45)	199 (95)	189 (90)
Utslippkvoter, Euro/tonn	10	25	53	83(3)	84 (6)	89 (9)	94 (11)
Tysk kraft, Øre/kWh	36	36	106	244 (11)	249 (60)	180 (66)	152 (68)
Nordisk kraft, Øre/kWh	32	12	64	122 (48)	96 (107)	61 (70)	50 (49)
Kraft sør i Norge, Øre/kWh	31	10	78	172 (37)	134 (80)	85 (49)	70 (39)
Kraft nord i Norge, Øre/kWh	32	10	40	25 (18)	39 (43)	27 (32)	26 (47)
Aluminium, i tusen USD/tonn	1,9	1,7	2,5	2,8 (-16)	2,5 (-23)	2,5 (-19)	2,5 (-15)
Kobber, i tusen USD/tonn	6,8	6,2	9,3	9,4 (-8)	9,0 (-12)	9,0 (-11)	8,9 (-9)
Hvete, USD/tonn	210	202	258	372 (4)	389 (22)	370 (30)	-
Mais, USD/tonn	183	143	227	288 (7)	277 (13)	246 (12)	223 (10)

<sup>1</sup> Terminpriser per 17. juni 2022

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

Kilder: Refinitiv Datastream, Nasdaq og Norges Bank

av eksport. Gjentatte ekstremværhendelser har også rammet jordbruksproduksjonen flere steder i verden. Prisene på jordbruksprodukter påvirkes i tillegg av høye energipriser, fordi kostnadene ved blant annet gjødsel, drift av ulike maskiner og distribusjon avhenger av energipriser. Høyere energipriser betyr også at fremstilling av blant annet mais- og sukkerbasert biodrivstoff kan øke, slik at mindre dyrkbart areal brukes til matvareproduksjon. Disse forholdene har trolig bidratt til at fremtidsprisene for blant annet mais og hvete har steget siden marsrapporten.

# 2 Finansielle forhold

Rentene til husholdninger har økt videre, mens det har vært mindre endringer for foretak siden forrige rapport. Vi forventer at de finansielle forholdene vil strammes ytterligere til etter hvert som styringsrenten settes videre opp.

Rentene hos våre handelspartnere har steget mer enn rentene her hjemme. Det har bidratt til en svakere krone. Lavere risikovilje i finansmarkedene har trukket i samme retning. Vi anslår at kronen vil styrke seg gjennom prognoseperioden.

## 2.1 Rentene til husholdninger og foretak

### Markedsaktørene venter en høyere styringsrente

Markedsaktørenes forventninger til styringsrenten har økt siden publiseringen av marsrapporten. Markedsprisingen indikerer at styringsrenten når en topp på i overkant av 3 prosent i første halvår 2024. Det er høyere enn rentebanen i forrige rapport.

Økte styringsrenteforventninger både her hjemme og hos våre handelspartnere har ført til at renter med lang løpetid også har steget siden forrige rapport.

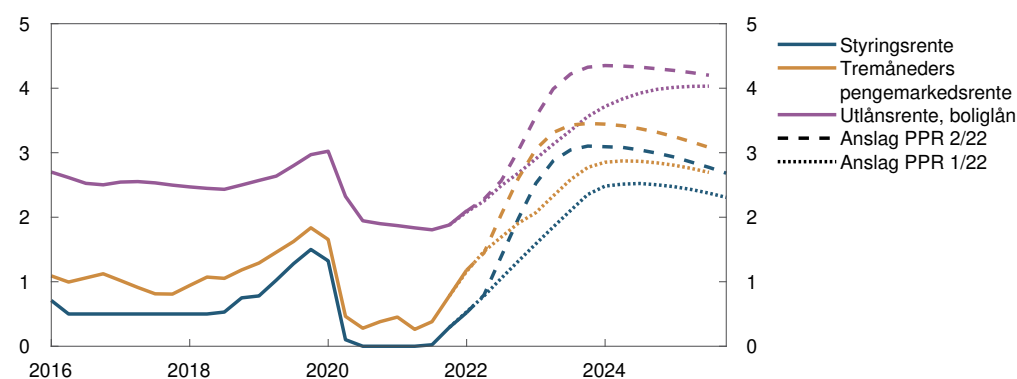
### Boliglånsrentene har steget videre

Husholdningenes lånekostnader har økt i takt med at styringsrenten har blitt satt opp det siste året. Som ved de tidligere hevingene varslet de største bankene etter rentemøtet i mars i år at de ville øke boliglånsrenten med inntil 0,25 prosentenheter. På eksisterende lån virker de annonserte renteøkningene med seks ukers forsinkelse, og rentehevingen har gradvis fått effekt gjennom våren. Ved utgangen av april var gjennomsnittlig rente på utestående boliglån 2,2 prosent. Utviklingen i den gjennomsnittlige boliglånsrenten har vært om lag som anslått i forrige rapport.

De neste årene venter vi at boliglånsrenten øker etter hvert som styringsrenten settes videre opp. I 2024 anslår vi at renten på boliglån vil være om lag 4,3 prosent før den faller

Figur 2.1 Høyere utlånsrenter

Prosent



Kilder: Refinitiv Datastream, Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

noe mot slutten av prognoseperioden, se figur 2.1. Anslaget på boliglånsrenten er oppjustert mindre enn styringsrenten siden forrige rapport. Det skyldes at vi venter at gjennomslaget fra styringsrenten til innskuddsrenten er noe lavere enn vi la til grunn sist. Isolert sett bidrar det til at bankene ikke trenger å sette opp boliglånsrenten like mye for å opprettholde lønnsomheten.

Oppgangen i renter med lang løpetid gir høyere fastrenter for husholdninger som ønsker å binde renten. Andelen nye boliglån med fastrente økte litt i mars, men boliglån med fastrente utgjør kun 7 prosent av totalt utestående boliglån.

### Lavere pengemarkedspåslag demper innstramningen for foretakene

Finansieringskostnaden for foretak vil i tillegg til styringsrenten også påvirkes av ulike risikopåslag. Den mest brukte referanserenten i både foretakenes banklån og markedsfinansiering med flytende rente er pengemarkedsrenten Nibor med tre måneders løpetid. Nibor uttrykker markedets forventning til styringsrenten de neste tre månedene og et risikopåslag, ofte omtalt som pengemarkedspåslaget. Forventninger om at Norges Bank ville heve styringsrenten har isolert sett bidratt til å øke Nibor siden forrige rapport. Et markert fall i pengemarkedspåslaget har likevel ført til at det samlet sett har vært små endringer i Nibor.

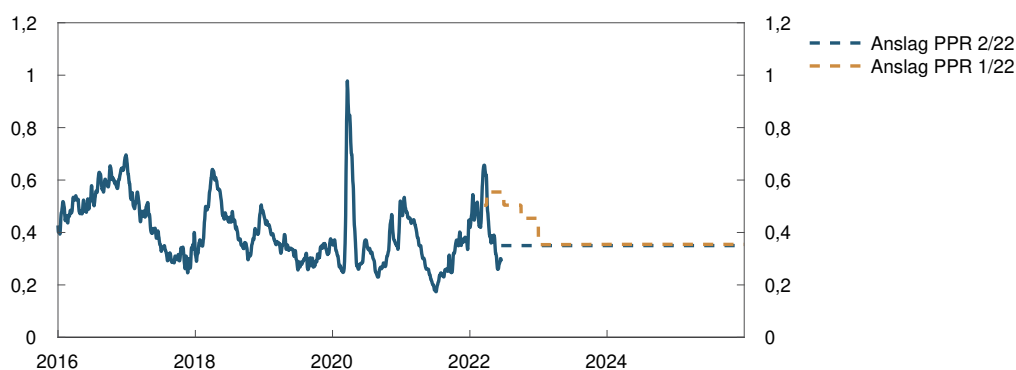
Fallet i pengemarkedspåslaget demper innstramningen i de finansielle forholdene for foretakene. Nedgangen skyldes høyere strukturell likviditet i banksystemet og at prisen på finansiering i det amerikanske pengemarkedet har falt. Så langt i andre kvartal har pengemarkedspåslaget i gjennomsnitt vært om lag 0,35 prosentenheter, se figur 2.2. Det er lavere enn vi anslo. Fremover anslår vi at pengemarkedspåslaget vil holde seg rundt 0,35 prosentenheter. Det innebærer at Nibor vil stige i takt med styringsrenten.

Renten på foretakenes markedsfinansiering består av et risikopåslag i tillegg til Nibor. Dette risikopåslaget vil påvirke finansieringskostnadene ved nye obligasjonsutstedelser. Siden mars har risikopåslaget økt. For foretak som ønsker fastrente har også oppgangen i renter med lang løpetid bidratt til å øke finansieringskostnadene.

Mens globale aksjeindekser har falt, har det samlet sett vært små endringer i hovedindeksen på Oslo Børs siden forrige rapport. Det skyldes i hovedsak høye olje- og gasspriser.

**Figur 2.2 Lavere pengemarkedspåslag**

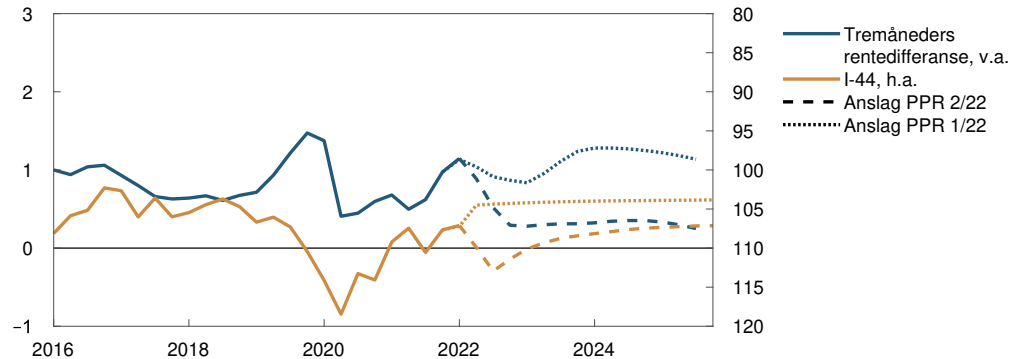
Prosentenheter



Kilder: Refinitiv Datastream og Norges Bank

**Figur 2.3 Sterkere kronekurs de neste årene**

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



Kilder: Refinitiv Datastream og Norges Bank

## 2.2 Kronekursen

### Store svingninger i kursen på norske kroner

Kronekursen, målt ved den importveide kursindeksen I-44, er svakere enn anslått. Lavere rentedifferanse mot våre handelspartnere har bidratt til svekkelsen. Høyere oljepris har trukket i motsatt retning. Kronekursen har svekket seg mer enn det den historiske sammenhengen mellom disse størrelsene skulle tilsi. Det kan tolkes som at risikopremien på norske kroner har økt. Den økte risikopremien på norske kroner kan ses i sammenheng med økt usikkerhet i internasjonale finansmarkeder. Vi venter at denne risikopremien vil avta over tid og anslår at kronekursen skal styrke seg gjennom prognoseperioden, se figur 2.3. En lavere oljepris fremover trekker i motsatt retning.

Kronekursen kan utvikle seg annerledes enn våre anslag. Dersom usikkerheten internasjonalt avtar raskere enn ventet, kan kronen styrke seg mer enn anslått. Skulle oljeprisen falle mer eller usikkerheten i finansmarkedene vedvare, kan kronen holde seg svakere enn anslått.

# 3 Norsk økonomi

Norsk økonomi er inne i en høykonjunktur. Aktiviteten har tatt seg opp etter at smitteverntiltakene ble fjernet i vinter. Arbeidsledigheten har falt til lave nivåer, og mange bedrifter opplever at det er vanskelig å få tak i arbeidskraft.

Prisstigningen har økt i år, særlig som følge av høyere energipriser. Også den underliggende inflasjonen har steget de siste månedene og ligger over inflasjonsmålet på 2 prosent. Økte lønnskostnader og høyere prisimpulser fra utlandet har trukket opp inflasjonen.

I årene fremover ser vi for oss at høyere prisvekst og renter bidrar til å bremse den økonomiske oppgangen. Kapasitetsutnyttningen ventes å øke frem til høsten, for deretter å avta gradvis. Vi venter at prisimpulsene fra utlandet vil avta fra neste år, mens høy kapasitetsutnyttning vil bidra til å løfte lønns- og prisveksten. Inflasjonen anslås å være noe over 2 prosent ved utgangen av prognoseperioden.

## 3.1 Produksjon og etterspørsel

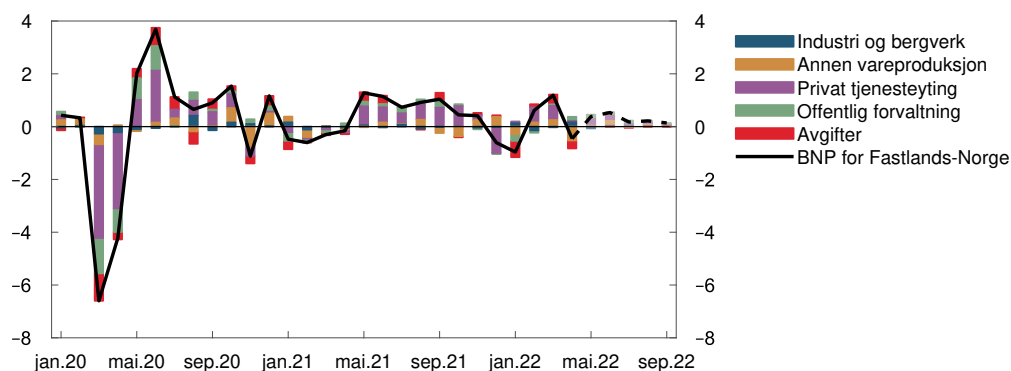
### Høy aktivitet i norsk økonomi

Aktiviteten i norsk økonomi har tatt seg opp, og ledigheten har falt til lave nivåer etter at regjeringen fjernet alle smitteverntiltak i midten av februar. Økt aktivitet i tjenesteytende næringer som var hardt rammet av restriksjoner ga god vekst i fastlandsøkonomien i februar og mars, se figur 3.1. Samtidig har bedriftene problemer med å få tak i arbeidskraften de trenger. Det kan ha dempet oppgangen noe. Midlertidige produksjonsfall innen kraftforsyning og fiske bidro til nedgang i aktiviteten i april. Aktiviteten i fastlandsøkonomien har vært litt svakere enn anslått i forrige rapport.

Bedriftene i vårt regionale nettverk venter at aktiviteten vil stige de neste månedene, se figur 3.2. Kontaktene i tjenesteytende næringer venter god vekst, men fremhever at økt reiseaktivitet trolig vil bidra til at husholdningene bruker en større del av pengene

**Figur 3.1 Fjerning av smittevernrestriksjoner har gitt god vekst**

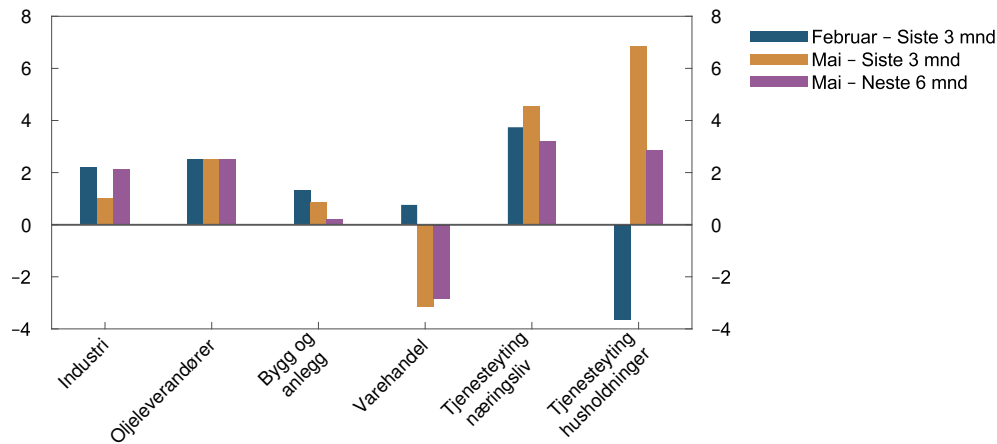
BNP for Fastlands-Norge. Månedsvkst. Bidrag til månedsvkst. Sesongjustert. Prosentenheter



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

**Figur 3.2 Bedriftene venter fortsatt vekst**

Rapportert og forventet vekst. Annualisert. Sesongjustert. Prosent



Kilde: Norges Bank

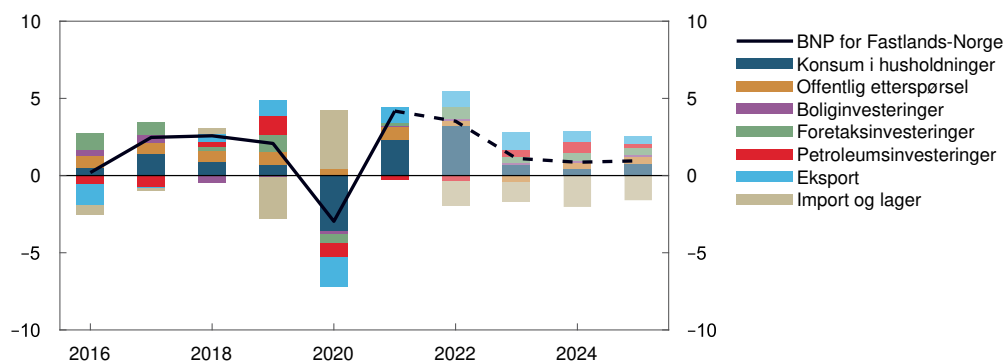
sine i utlandet. Varehandelen venter at flere utenlandsreiser og økt grensehandel vil gi nedgang i aktiviteten fremover. Svært mange av bedriftene trekker frem at knapphet på arbeidskraft og høy kapasitetsutnyttning begrenser produksjonen. Kapasitetsutnyttningen er nærmere omtalt i ramme på side 30.

Gjenåpningen av samfunnet har gitt en markert oppgang i husholdningenes konsum. Det vil løfte veksten i fastlandsøkonomien i år, se figur 3.3. Samlet anslår vi en årsvekst i BNP for Fastlands-Norge på 3,5 prosent i år. Fremover venter vi at kapasitetsbegrensninger, høyere prisvekst og økte renter fører til at veksten i norsk økonomi avtar. Utsikter til økte investeringer som følge av klimaomstillingen og innen petroleumsnæringen bidrar isolert sett til å løfte veksten i årene fremover til tross for oppgangen i renten. Fremover anslår vi en årsvekst i BNP for Fastlands-Norge på rundt 1 prosent. Anslagene er noe lavere enn i forrige rapport.

Den ekspansive finanspolitikken under pandemien har løftet oljepengebruken til et høyt nivå, se figur 3.4. Revidert nasjonalbudsjett for 2022 indikerer en noe strammere finanspolitikk i år enn i fjor, men ekstraordinære utgifter til håndtering av pandemien, strømsøtte og tiltak i forbindelse med krigen i Ukraina bidrar til at oljepengebruken holder

**Figur 3.3 Gradvis avtakende vekst utover i prognoseperioden**

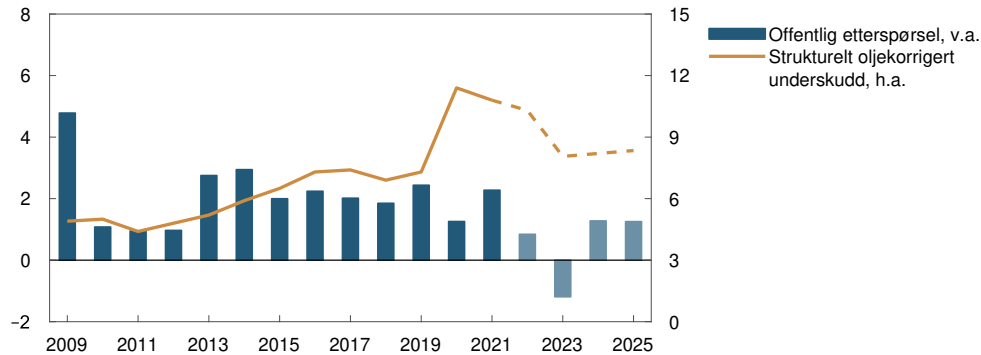
BNP for Fastlands-Norge. Årsvekst. Bidrag til årsvekst. Prosentenheter



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

**Figur 3.4 Strammere finanspolitikk fremover**

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



Kilder: Finansdepartementet, Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

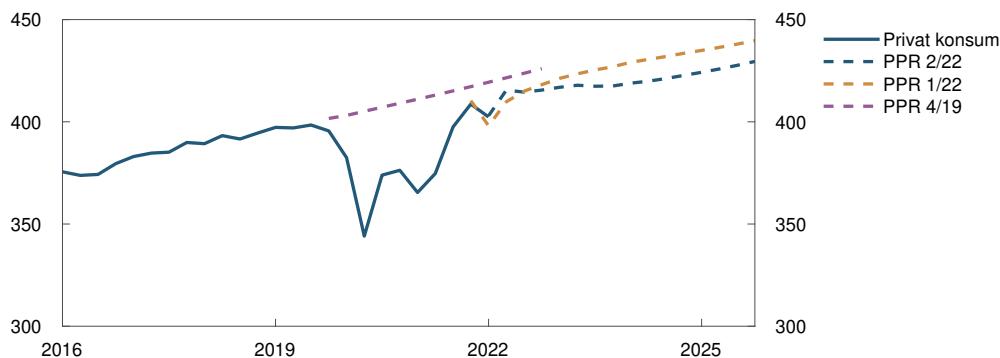
seg høy også i år. Utsikter til at økonomien vil være i en høykonjunktur tilsier at finanspolitikken blir strammere ytterligere til i 2023. Offentlig etterspørsel var svakere enn ventet i første kvartal i år og anslås å være litt lavere fremover enn lagt til grunn i forrige rapport. Det er i tråd med at nivået på det strukturelle, oljekorrigerte underskuddet, slik det anslås i revidert nasjonalbudsjett 2022, er noe lavere enn tidligere lagt til grunn.

**Lavere konsumvekst fremover**

Pandemien har lagt store begrensninger på husholdningenes forbruksmuligheter de siste årene. Husholdningenes konsum falt med 1,5 prosent i første kvartal i år etter sterk vekst gjennom høsten. Nedgangen må sees i sammenheng med smittevernrestriksjonene rundt årsskiftet. Husholdningenes konsum har utviklet seg noe sterkere enn vi anslo i forrige rapport, se figur 3.5. Gjennom våren har husholdningenes kjøp av tjenester tatt seg raskt opp og er nå tilbake på nivåene fra før 2020. Samtidig har etterspørselen etter varer holdt seg oppe. Nordmenns konsum i utlandet er fortsatt vesentlig lavere enn i årene før pandemien. Vi ventet at utenlandskonsumet vil vokse fremover, men at det trolig vil ta noe tid før reisetrafikken er tilbake på nivåene fra før 2020. Det tilsier isolert sett at husholdningene fortsatt vil bruke mer penger innenlands den nærmeste tiden.

**Figur 3.5 Svakere utvikling i konsumet de neste årene**

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



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank



De siste månedene har ulike tillitsindikatorer for husholdningene falt kraftig. Det kan ha sammenheng med økt usikkerhet om den økonomiske utviklingen og trekker isolert sett i retning av lavere konsum. Fallet henger trolig også sammen med at økte priser og renter har dempet husholdningenes disponible realinntekt det siste året. Økt sysselsetting og høyere lønnsvekst trekker i motsatt retning. Høyere sparing enn normalt gjennom pandemien gir husholdningene rom til å øke forbruket til tross for en svak utvikling i disponibel realinntekt. Rentens påvirkning på konsumet er nærmere omtalt i ramme på side 38.

Etter flere år med begrensede forbruksmuligheter venter vi at husholdningene ønsker å normalisere konsumet. Oppdaterte tall viser at sparingen har falt raskere enn vi har lagt til grunn. Det kan tyde på at normaliseringen av konsumet skjer noe fortere enn ventet. Vi anslår en vekst i husholdningenes konsum på 6,5 prosent i år. Fremover venter vi at lav vekst i husholdningenes disponible realinntekt vil dempe konsumveksten. Vi anslår at årsveksten i husholdningenes konsum avtar til litt over 1 prosent mot slutten av prognoseperioden.

### Høye materialkostnader demper boliginvesteringene

Boligprisene har fortsatt å stige, og veksten har vært høyere enn anslått i marsrapporten. Etterspørselen etter boliger holder seg høy og det er få usolgte boliger. Anslaget for boligprisene er litt oppjustert siden forrige rapport, men vi venter fortsatt avtakende boligprisvekst gjennom året. Boligmarkedet er nærmere omtalt i kapittel 5.

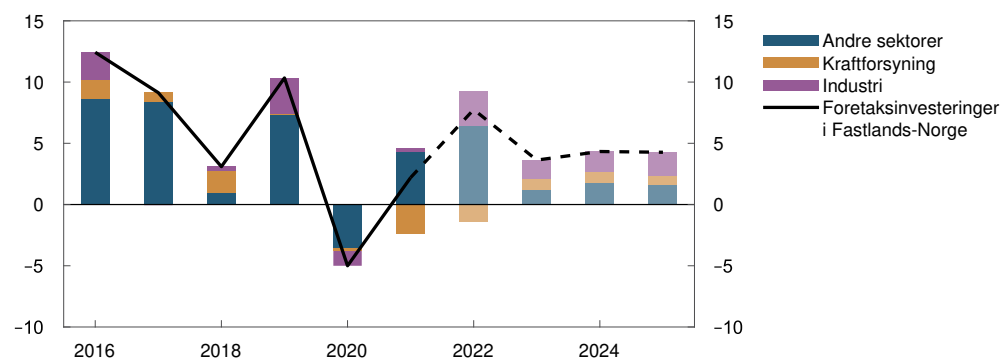
Utviklingen i boliginvesteringene har vært svakere enn tidligere lagt til grunn. Prisene på materialer som tre, stål og betong har vært høyere enn ventet, og kontaktene i Regionalt nettverk melder at høye materialpriser og knapphet på arbeidskraft vil dempe boligbyggingen fremover. Sammenliknet med forrige rapport venter vi noe lavere boliginvesteringer i år. Fremover venter vi at fallende priser på materialer vil bidra til økte boliginvesteringer. Høyere boliglånsrenter ventes å dempe oppgangen.

### Høye foretaksinvesteringer

Etter et kraftig fall i 2020 hentet foretaksinvesteringene seg inn igjen gjennom fjoråret og inn i 2022. Særlig tjenesteinvesteringene har vokst mye det siste året og var høyere enn ventet i første kvartal i år. Bedriftene i tjenesteytende næringer i Regionalt nettverk planlegger å øke investeringene ytterligere det neste året. Videre fremover venter vi en lavere vekst i tjenesteinvesteringene som følge av høyere rente, lav vekst i norsk økonomi og at investeringene er på et høyt nivå i forhold til aktiviteten i tjenestesektoren.

**Figur 3.6 Høyere investeringer i fastlandsbedriftene**

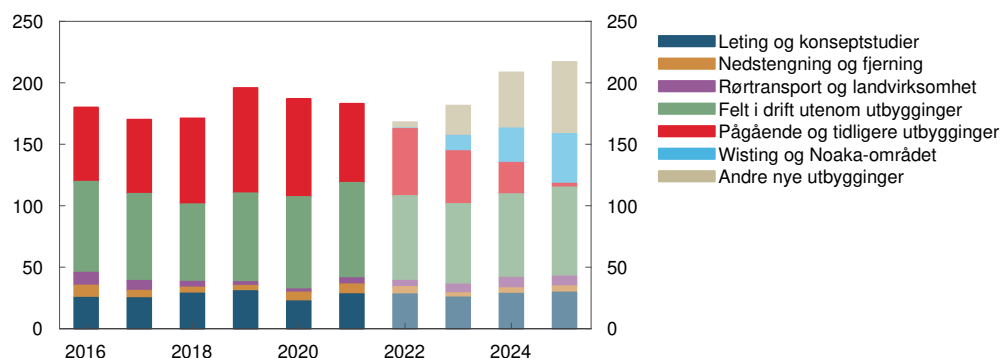
Foretaksinvesteringer i Fastlands-Norge. Årsvekst. Bidrag til årsvekst. Prosentenheter



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

**Figur 3.7 Høye petroleumsinvesteringer de neste årene**

Petroleumsinvesteringer. Faste 2022-priser. Mrd. kroner



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Klimaomstillingen ute og hjemme vil trolig føre til at investeringene innen batterier, hydrogen, karbonfangst, prosessindustri og kraftforsyning vil øke kraftig fremover. Investeringene i ny og eksisterende industri vil imidlertid bli dempet av tilgangen på kraft, de høye kraftprisene i Sør-Norge, forsinkelsene i globale forsyningskjeder og prisøkningen på innsats- og investeringsvarer det siste året. Samlet anslår vi at investeringene i fastlandsbedriftene øker med nær 8 prosent i år før veksten avtar til om lag 4 prosent de neste årene, se figur 3.6.

Investeringene innen olje og gass har falt de siste årene som følge av at petroleumsprisene falt til lave nivåer i 2020 samtidig som flere store prosjekter har vært i avslutningsfasen. Nedgangen har blitt dempet av de midlertidige endringene i oljeskatten som ble innført i juni 2020, og at olje- og gassprisene etter hvert tok seg kraftig opp igjen. De midlertidige skatteendringene gir oljeselskapene sterke incentiver til å sette i gang utbyggingsprosjekter før 2023. Oljeselskapene har i tråd med dette annonsert at de vil sette i gang en rekke utbygginger mot slutten av året. Vi anslår derfor at petroleumsinvesteringene vil øke markert fra 2022 til 2025, se figur 3.7. Oppgangen forsterkes av at olje- og gassprisene forventes å være høye fremover. Etter 2025 er det utsikter til at petroleumsinvesteringene vil avta.

### Økt reiseaktivitet vil gi høyere eksport og import

Klimaomstilling, krigen i Ukraina og høye petroleumspriser fører til økte investeringer innen olje, gass og fornybar energi globalt. Det fører til god vekst i eksporten fra norsk leverandørindustri. Reisetrafikken til Norge er fortsatt lav sammenliknet med nivået før pandemien, men vi venter at reisetrafikken vil ta seg kraftig opp fremover. Samtidig bidrar lavere kjøpekraft hos husholdningene ute til å dempe oppgangen. Svakere vekstutsikter hos våre handelspartnere demper veksten i den øvrige fastlandeksporten. Kronen anslås å styrke seg gjennom prognoseperioden. Det trekker isolert sett i retning av lavere eksport.

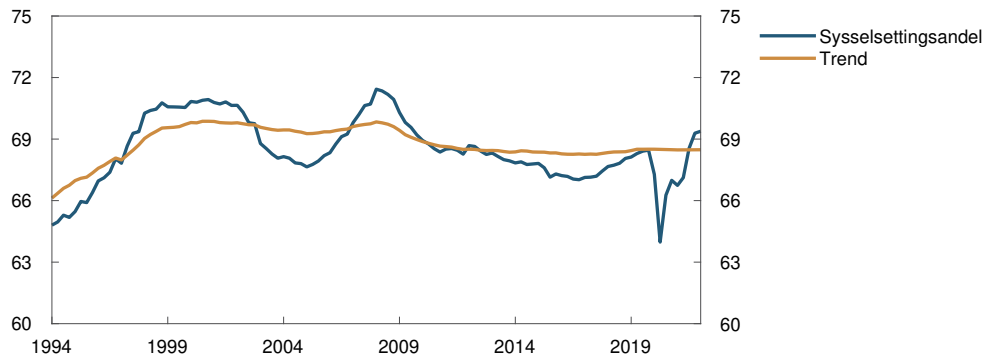
Vi venter høy vekst i importen de neste årene. I år er det særlig fastlandsbedriftenes investeringer og en gradvis normalisering av nordmenns utenlandsreiser som bidrar til importvekst. Fremover vil god vekst i kraft- og petroleumsinvesteringene løfte importen.

### Anslagene er usikre

Det er stor usikkerhet knyttet til effektene av pandemiutviklingen i Kina og krigen i Ukraina. Forstyrrelsene i de globale forsyningskjedene kan vare lenger enn vi venter. Dette kan føre til lavere produksjon og investeringer både ute og hjemme. Dersom for-

**Figur 3.8 En høy andel er sysselsatt**

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



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

styrrelsene normaliseres raskere enn vi venter, kan produksjonen og investeringene øke mer enn anslått. Høy prisvekst og renteoppgang internasjonalt kan også dempe aktiviteten ute mer enn vi ser for oss. Eksporten kan da bli svakere enn ventet.

Vi er også usikre på husholdningenes tilpasning i en situasjon der levekostnadene øker mye. Etter en periode med lav prisvekst, svært lave renter og høy gjeldsbelastning i husholdningene, er det risiko for at effekten på konsumet av økte levekostnader er sterkere enn lagt til grunn, se også ramme på side 38.

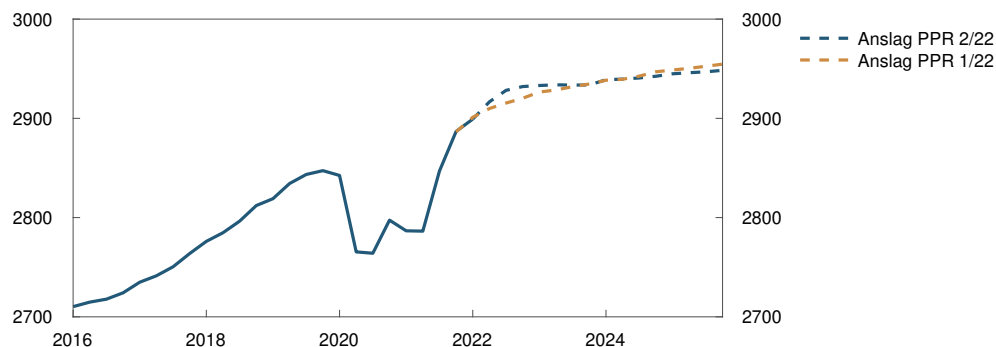
## 3.2 Arbeidsmarkedet

### Videre tilstramming i arbeidsmarkedet

Arbeidsmarkedet er stramt. Sysselsettingen er høy, ledigheten lav, og knappheten på arbeidskraft er stor. Både sysselsettingen og arbeidsledigheten kom tilbake til nivåene fra før pandemien i løpet av høsten i fjor. Andelen av befolkningen som er i jobb, er på sitt høyeste nivå på over ti år, se figur 3.8. Oppgangen i sysselsettingen de siste kvartalene har vært bredt basert, men særlig sterk innenfor næringene som ble hardest rammet av pandemien og smitteverntiltak.

**Figur 3.9 Sysselsettingen har økt videre**

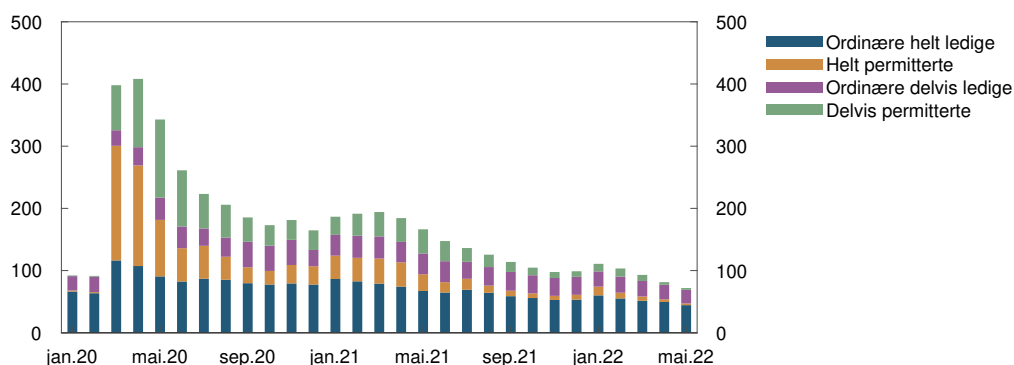
Sysselsetting. Antall i tusen. Sesongjustert



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

**Figur 3.10 Færre arbeidsledige**

Registrerte ledige i 1000



Kilde: NAV

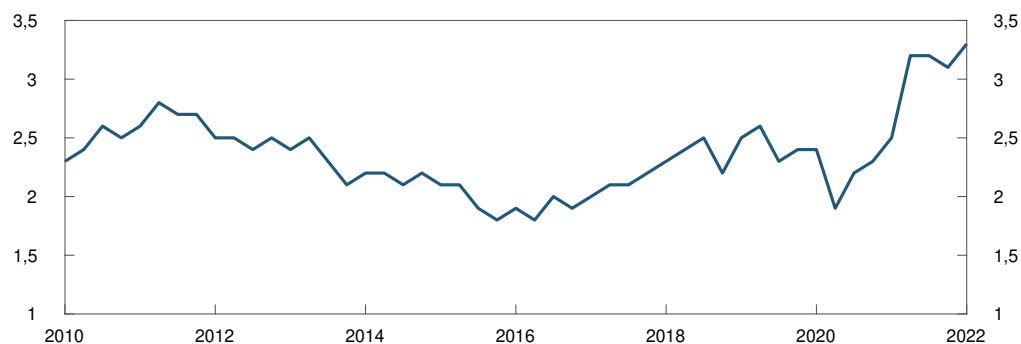
I første kvartal økte sysselsettingen med 0,4 prosent, om lag som ventet, se figur 3.9. Sysselsettingen innenfor overnatting og servering falt litt som følge av smitteverntiltakene ved inngangen til året, men i april passerte sysselsettingen i denne næringen nivået fra før pandemien.

Siden april i fjor har antall lønnstakere økt med nær 150 000 personer. Oppgangen i sysselsettingen gjenspeiler at færre er arbeidsledige, men også at flere har meldt seg på arbeidsmarkedet. Om lag 17 000 flere lønnstakere har kommet til Norge på korttidsopphold. I tillegg har flere bosatte som før sto utenfor arbeidsmarkedet, kommet i jobb. Disse ser ut til å komme fra alle deler av befolkningen, på tvers av alder, innvandringsbakgrunn og tidligere arbeidserfaring.

Ved utgangen av mai var 47 100 personer registrert som helt ledige, se figur 3.10. Justert for normale sesongvariasjoner utgjør det 1,7 prosent av arbeidsstyrken. Det er den laveste ledighetsraten siden 2008, og lavere enn vi hadde ventet. De ekstraordinære reglene som åpnet for lengre perioder med permittering under pandemien, ble avviklet fra 1. april. At mange permitterte da ble tatt tilbake i arbeid, har trolig bidratt til nedgangen i ledigheten de siste månedene. Antall permitterte, som økte kraftig da pandemien brøt ut i 2020, er nå tilbake på nivået fra 2019. Også antall delvis ledige har falt mye den siste tiden, og er tilbake på nivået fra før pandemien.

**Figur 3.11 Mange ledige stillinger**

Ledige stillinger som andel av totalt antall stillinger. Prosent



Kilde: Statistisk sentralbyrå

### Høy etterspørsel etter arbeidskraft

Etterspørselen etter arbeidskraft har steget gradvis siden høsten 2020, og økningen har fortsatt siden forrige rapport. Halvparten av kontaktene i vårt regionale nettverk melder nå at mangel på arbeidskraft begrenser produksjonen. Det er det høyeste nivået siden før finanskrisen. Antall ledige stillinger er det høyeste som har vært målt i Statistisk sentralbyrås utvalgsundersøkelse, som går tilbake til 2010, se figur 3.11. Ifølge NAVs statistikk fortsatte trenden i antall nye ledige stillinger å øke i april og mai i år.

### Utsikter til at ledigheten holder seg lav

Sysselsettingen anslås å vokse videre. Kontaktene i Regionalt nettverk ventet i mai at sysselsettingen ville øke om lag i samme takt de neste tre månedene som i de foregående tre. Det var kontaktene innen tjenesteyting som ventet den sterkeste oppgangen, men også oljeleverandørene og øvrig industri ser for seg god vekst den nærmeste tiden.

Anslagene innebærer at vi når en konjunkturtopp i andre halvår i år. Det tilsier at sysselsettingsveksten vil avta mot slutten av 2022. De neste tre årene venter vi svak vekst i sysselsettingen. Knapphet på arbeidskraft ventes å dempe den videre oppgangen i sysselsettingen.

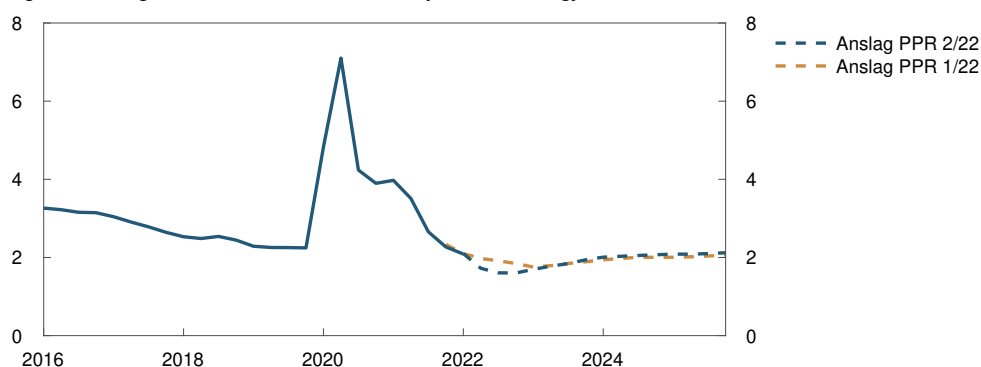
Vi anslår at antallet arbeidstakere på korttidsopphold vil fortsette å øke fremover. Stramme arbeidsmarkeder i Øst-Europa sammen med en ventet innføring av innleieforbud for bygg- og anleggssektoren i Oslofjordområdet tilsier at antallet ikke kommer helt tilbake til nivået fra før pandemien i løpet av prognoseperioden. Det er ventet at krigen i Ukraina vil føre til en økning i antall flyktninger til Norge. Vi ser for oss at en del av disse vil komme inn i det norske arbeidsmarkedet de nærmeste årene.

Arbeidsledigheten ventes å falle litt den nærmeste tiden som følge av god vekst i sysselsettingen. Utover høsten ser vi for oss at ledigheten stabiliserer seg før den øker litt fra neste år, se figur 3.12. Vi venter likevel at den vil holde seg lav gjennom hele prognoseperioden.

Vi er usikre på anslagene for arbeidsmarkedet. Det er mulig at perioden med høy etterspørsel etter arbeidskraft har mobilisert flere grupper inn i arbeidsmarkedet på varig basis, slik at sysselsettingspotensialet er høyere enn vi legger til grunn. Det stramme arbeidsmarkedet kan også føre til at flere arbeidstakere kommer til Norge enn vi anslår. På den annen side kan stramme arbeidsmarkeder og høy lønnsvekst i pendlernes hjemland gjøre det relativt mindre attraktivt å jobbe i Norge, slik at det kommer færre enn ventet.

**Figur 3.12 Arbeidsledigheten er lav**

Registrert ledighet som andel av arbeidsstyrken. Sesongjustert. Prosent



Kilder: NAV og Norges Bank

## HØYERE KAPASITETSUTNYTTING

Vår vurdering er at kapasitetsutnyttningen i norsk økonomi er høyere enn normalt, og høyere enn vi anslo i mars. Vi venter at den vil øke videre frem mot høsten, for deretter å avta gradvis. Kapasitetsutnyttningen anslås å holde seg over et normalt nivå gjennom hele prognoseperioden.

Kapasitetsutnyttningen, eller produksjonsgapet, uttrykker hvor mye av de samlede ressursene i økonomien som er i bruk. Produksjonsgapet er definert som forskjellen mellom den faktiske produksjonen (BNP) og produksjonspotensialet i økonomien. Produksjonspotensialet og produksjonsgapet kan ikke observeres og må derfor anslås. Vårt anslag på produksjonsgapet bygger på en samlet vurdering av en rekke indikatorer og modeller. Vi legger særlig vekt på utviklingen i arbeidsmarkedet.

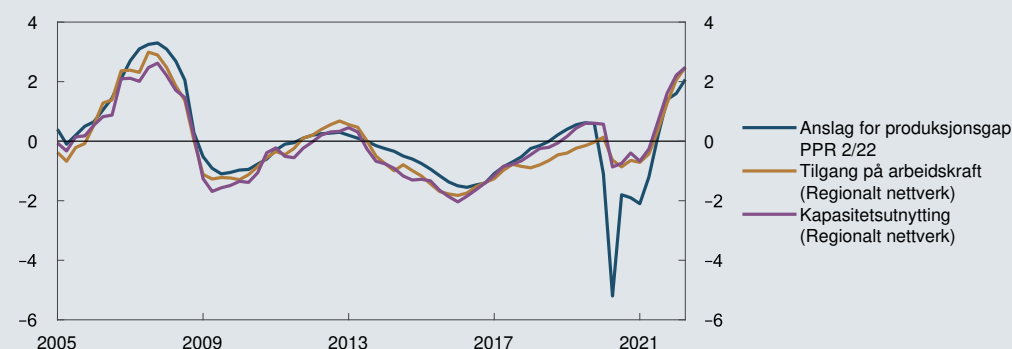
Vår vurdering er at kapasitetsutnyttningen var tilbake på et normalt nivå i løpet av høsten i fjor, etter å ha steget gjennom året. Smitteverntiltakene rundt årsskiftet bidro til at BNP for Fastlands-Norge falt i januar. Etter gjenåpningen har aktiviteten igjen tatt seg opp. Samtidig tyder utviklingen i arbeidsmarkedet på at kapasitetsutnyttningen har økt videre, og mer enn vi hadde sett for oss. Kontaktene i Regionalt nettverk melder om økende kapasitetsproblemer.

Vi anslår at produksjonsgapet nå er i overkant av 2 prosent (se figur F i Pengepolitiske vurderinger). Anslaget for kapasitetsutnyttningen i andre kvartal i år er høyere enn i forrige rapport. Det må ses i lys av at arbeidsmarkedet har strammet seg mer til enn ventet.

Arbeidsledigheten er lavere enn vi anslo i mars og godt under det vi anslår som et normalt nivå. Etterspørselen etter arbeidskraft er høy. Andelen kontakter i Regionalt nettverk som oppgir at mangel på arbeidskraft begrenser produksjonen, er den høyeste siden oktober 2007, da kapasitetsutnyttningen etter vår vurdering var høy. Indikatorene fra Regionalt nettverk tyder på at kapasitetsutnyttningen nå er omkring 2,5 prosent, se figur 3.A. Det høye antallet ledige stillinger bygger opp under vurderingen av at det nå er stor knapphet på arbeidskraft.

Under pandemien har antallet ledige stillinger steget til høye nivåer til tross for at det har vært mange arbeidsledige, se figur 3.B. Det kan blant annet skyldes at kompetansen til de arbeidsledige har vært en annen enn den arbeidsgivere har etterspurt. Den markerte nedgangen i arbeidsledigheten den siste tiden tyder imidlertid på at denne typen friksjoner har avtatt, og

**Figur 3.A Bedriftene i Regionalt nettverk rapporterer om høy kapasitetsutnyttning**  
Prosent



Kilde: Norges Bank

arbeidsmarkedet synes nå å fungere mer effektivt. Det tilsier at ledighetsnivået som er forenlig med normal kapasitetsutnyttning, og hverken bidrar til høyere eller lavere lønnsvekst, har avtatt. Vi ventet en normalisering av effektiviteten i arbeidsmarkedet etter koronapandemien, men det har skjedd litt raskere enn vi så for oss i mars. Vi anslår at ledighetsnivået som er forenlig med normal kapasitetsutnyttning har ligget rundt 2½ prosent de siste par årene, og at det nå er tilbake på om lag 2¼ prosent, det samme nivået som før pandemien.

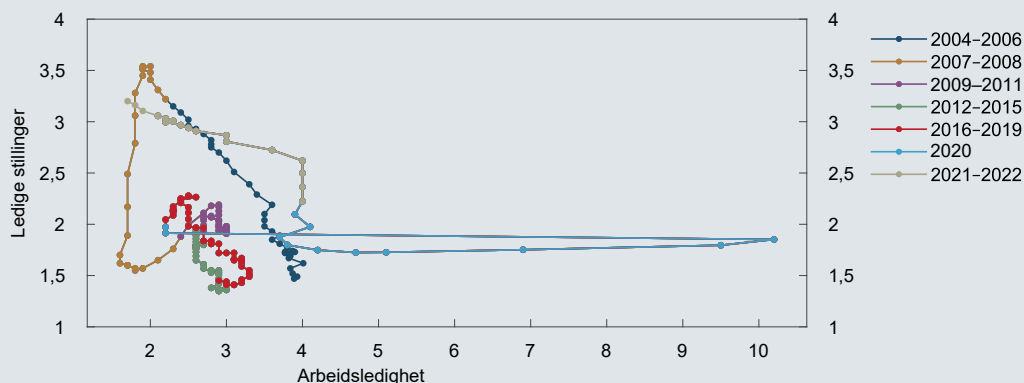
Vårt modellsystem indikerer at kapasitetsutnyttningen avtok litt i første kvartal og nå er nær et normalt nivå, se figur 3.C. Modellsystemet anslår hvor mye av utviklingen i BNP for Fastlands-Norge som kan tilskrives endringer i produksjonspotensialet og hvor mye som skyldes endring i kapasitetsutnyttningen. Modellberegningene er basert på informasjon om blant annet BNP for Fastlands-Norge, arbeidsledigheten, lønnsveksten og innenlandsk prisstigning. BNP for Fastlands-Norge var lavere i første kvartal i år enn i fjerde kvartal i fjor, samtidig som reallønnsutviklingen var svak. At modellsystemet anslår en nedgang i kapasitetsutnyttningen, tilsier at det legger større vekt på disse faktorene enn på nedgangen i arbeidsledigheten.

Når arbeidsledigheten blir tilstrekkelig lav er vi mer tilbøyelige til å tolke et fall i ledigheten som et uttrykk for økt kapasitetsutnyttning og i mindre grad som endringer i produksjonspotensialet. Det fanger modellsystemet trolig ikke opp. Modellsystemet har heller ikke informasjon om direktemål på kapasitetsutnyttning fra Regionalt nettverk, som indikerer godt over normal kapasitetsutnyttning. I vår vurdering av kapasitetsutnyttningen legger vi mest vekt på stramheten i arbeidsmarkedet og signalene fra nettverket og anslår at kapasitetsutnyttningen er godt over et normalt nivå.

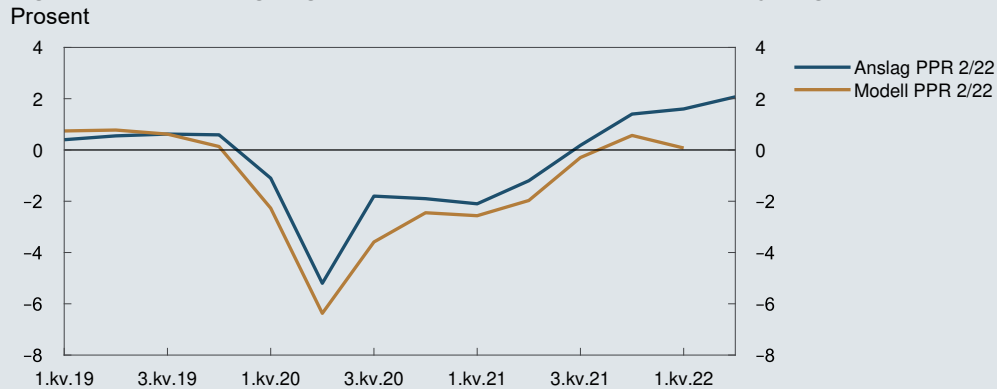
Vi venter at kapasitetsutnyttningen vil fortsette å øke frem mot høsten som følge av sterk vekst i fastlandsøkonomien. Deretter ventes kapasitetsutnyttningen å avta gradvis. Utsikter til høye investeringer både innen petroleumsnæringen og i tiltak for å redusere Norges klimautslipp tilsier at etterspørselen holder seg høy fremover til tross for oppgangen i renten. Vi anslår at kapasitetsutnyttningen fortsatt vil være over et normalt nivå ved utgangen av 2025.

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

Andel av arbeidsstyrken. Prosent



Kilder: NAV, Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

**Figur 3.C Modellberegninger indikerer nær normal kapasitetsutnyttning**

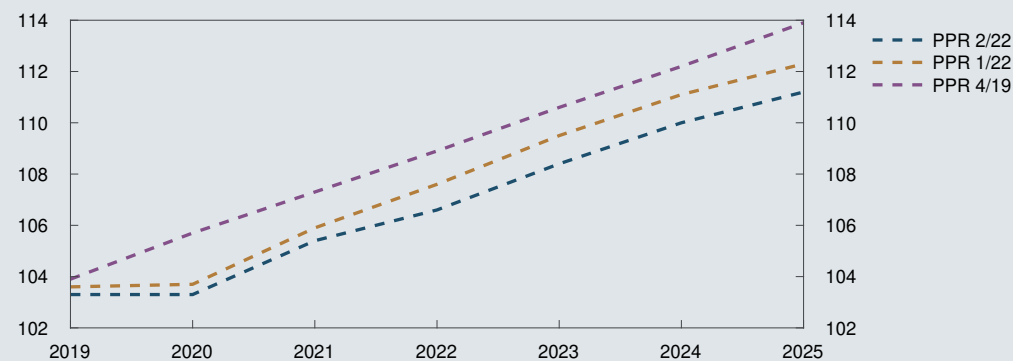
Kilde: Norges Bank

Siden forrige rapport har arbeidsmarkedet strammet seg til mer enn ventet og vi har oppjustert vårt produksjonsgap. Samtidig har BNP for Fastlands-Norge utviklet seg svakere enn anslått. Det innebærer at vi i denne rapporten har nedjustert vårt anslag på økonomiens produksjonspotensial, se figur 3.D. Sysselsettingen har økt og er på et høyt nivå, og vi har ikke justert anslaget på sysselsettingspotensialet. Hele nedjusteringen av potensialet hviler på en antakelse om at den underliggende produktiviteten er litt svakere enn vi tidligere har lagt til grunn. En mulig forklaring er at vårt anslag på den underliggende produktiviteten var for optimistisk allerede ved inngangen til pandemien. En annen mulighet er at det har vært et nivåskift i den underliggende produktiviteten gjennom pandemien som følge av blant annet økt bruk av hjemmekontor, høyere sykefravær, mindre effektiv internasjonal arbeidsdeling og redusert tilgang på utenlandsk arbeidskraft.<sup>1</sup>

Vi anslår at produksjonspotensialet fremover vil vokse med rundt 1¼ prosent årlig, som følge av en vekst i sysselsettingstrenden på ½ prosent og en vekst i produktivitetstrenden på ¾ prosent. Anslagene for trendveksten fremover er de samme som i forrige rapport.

**Figur 3.D Lavere produksjonspotensial enn tidligere anslått**

Indeks. 2017 = 100



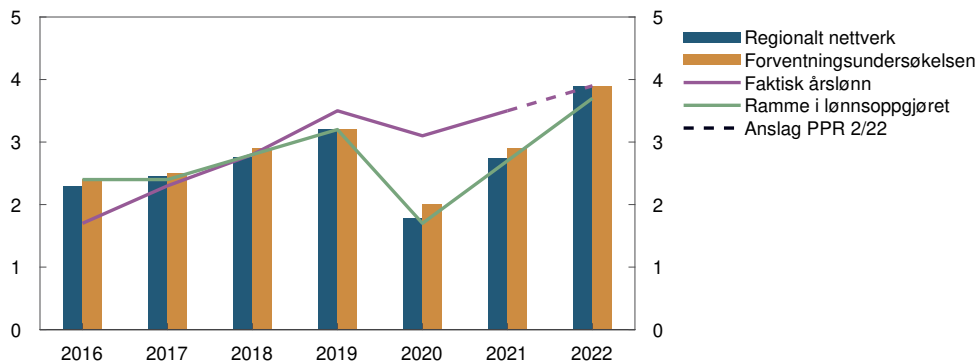
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

<sup>1</sup> Se Brubakk, L. og K. Hagelund (2022) «Pandemien og fremtidig produktivitetutvikling». Innlegg publisert på Bankplassen blogg 24. mai 2022.



**Figur 3.13 Lønnsveksten har økt**

Årslønnsvekst. Prosent



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

### 3.3 Kostnader og priser

#### Høyere lønnsvekst

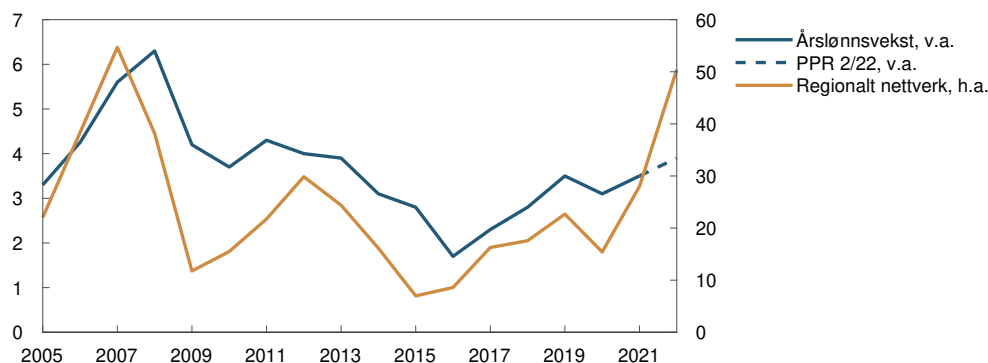
Tilstrømmingen i arbeidsmarkedet bidro til at lønnsveksten tok seg opp gjennom fjoråret. Årslønnsveksten i 2021 ble 3,5 prosent. I forrige rapport anslo vi at lønnsveksten ville øke videre til 3,7 prosent i år. Lønnsstatistikk for første kvartal i år indikerer at lønnsveksten har utviklet seg om lag som ventet. I lønnsoppgjøret ble lønnsrammen for frontfaget 3,7 prosent. I store deler av offentlig sektor er det enighet om en lønnsvekst på 3,8 prosent.

Kontaktene i vårt regionale nettverk har oppjustert sine forventninger til lønnsveksten siden forrige rapport, og de anslår nå at lønningene i egen bedrift vil stige med 3,9 prosent i år, se figur 3.13. Ifølge Norges Banks forventningsundersøkelse har også arbeidsgivere og økonomer oppjustert forventningene til årets lønnsvekst. Arbeidstakerne har på sin side justert ned sine forventninger. Samlet venter partene i arbeidslivet nå en lønnsvekst på 3,9 prosent.

Mange av dem som nå kommer i jobb, har lavere lønn enn snittet. Som i forrige rapport legger vi til grunn at det isolert sett vil bidra til å trekke det gjennomsnittlige lønnsnivået noe ned i år. Se boks på side 34 om hvordan sammensetningseffekter påvirker lønnsveksten.

**Figur 3.14 Lønnsveksten øker ved knapphet på arbeidskraft**

Årlig lønnsvekst og knapphet på arbeidskraft



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

### Sammensetningseffekter påvirker lønnsveksten

Mange av dem som mistet jobben som følge av koronautbruddet i 2020, hadde lavere lønn enn gjennomsnittet. Det førte til at det gjennomsnittlige lønnsnivået ble høyere. Slike sammensetningseffekter gjorde at den samlede lønnsveksten fra 2019 til 2020 ble høyere enn økningen i lønningene til de enkelte arbeidstakerne som var i jobb hele året. Når flere av dem som mistet jobben kommer tilbake i arbeid, blir effekten motsatt. I 2021 falt sysselsettingen i starten av året før den økte markert mot slutten. For fjoråret samlet ble sammensetningseffektene trolig små. At sysselsettingen blant lavtlønte økte sent i fjor og inn i 2022 vil trolig bidra til å redusere det gjennomsnittlige lønnsnivået i år sammenliknet med gjennomsnittet i fjor. Det er usikkerhet om hvor store sammensetningseffektene vil bli.

Knapphet på arbeidskraft vil erfaringsmessig bidra til å løfte lønnsveksten, se figur 3.14. Vi tror tilstramningen i arbeidsmarkedet de siste månedene vil bidra til at lønnsveksten kan bli noe høyere utover høsten enn vi anslo i forrige rapport. Forventningsundersøkelsen indikerer lavere lønnsomhet i bedriftene, noe som kan dempe lønnsveksten. Bedriftene i Regionalt nettverk oppgir på sin side at lønnsomheten er nær uendret, se figur 3.15. Samlet anslår vi årslønnsveksten i 2022 til 3,9 prosent.

Forventningene til lønnsveksten i 2023 har økt ifølge Forventningsundersøkelsen, men de indikerer fortsatt at lønnsveksten neste år blir lavere enn i år. Vi venter likevel at høyere prisvekst, høy kapasitetsutnyttning og mangel på arbeidskraft vil løfte lønnsveksten videre neste år og anslår en lønnsvekst på 4,5 prosent i 2023, se figur 3.16.

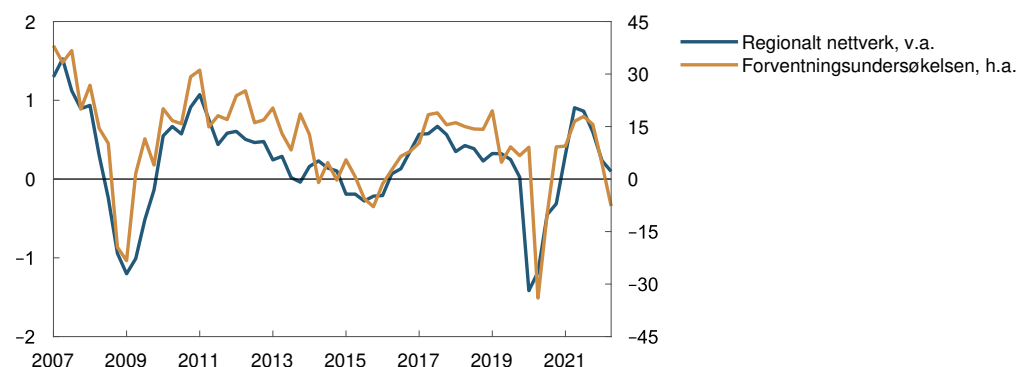
De høye prisene på olje og gass vil trolig bidra til økt aktivitet og høyere lønnsomhet i fastlandsbedriftene, noe som i neste omgang kan bidra til økt lønnsvekst. Gradvis lavere kapasitetsutnyttning ventes å bidra til at lønnsveksten likevel avtar utover i prognoseperioden. Samlet sett anslår vi at bedriftenes lønnsomhet endrer seg lite de neste årene.

### Høyere prisvekst

Store svingninger i energiprisene de siste årene har ført til at veksten i konsumprisindeksen (KPI) har variert mye. Årsveksten i KPI var 1,3 prosent i 2020 og 3,5 prosent i

**Figur 3.15 Lavere lønnsomhet i bedriftene**

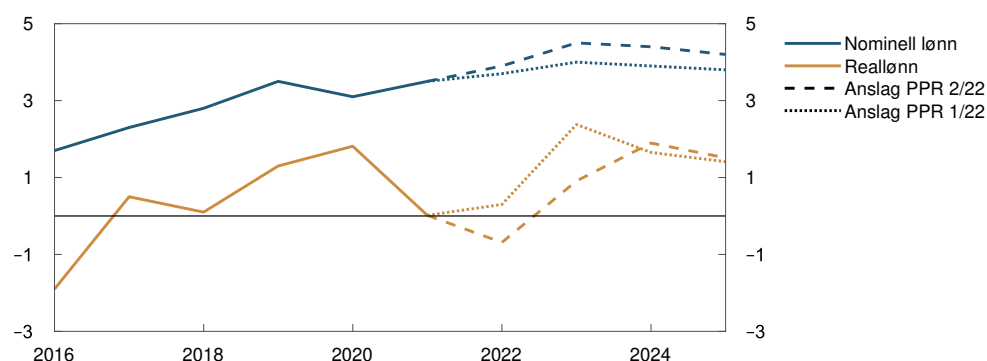
Endring i driftsmarginen ifølge bedrifter i Regionalt nettverk og Forventningsundersøkelsen



Kilder: Epinion, Ipsos, Opinion og Norges Bank

**Figur 3.16 Utsikter til høy lønnsvekst**

Årsvekst. Prosent



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

2021. I år har sterk prisoppgang på drivstoff og elektrisitet bidratt til at KPI-veksten har steget ytterligere, og i mai var tolv månedersveksten i KPI 5,7 prosent. Det var høyere enn vi anslo i marsrapporten.

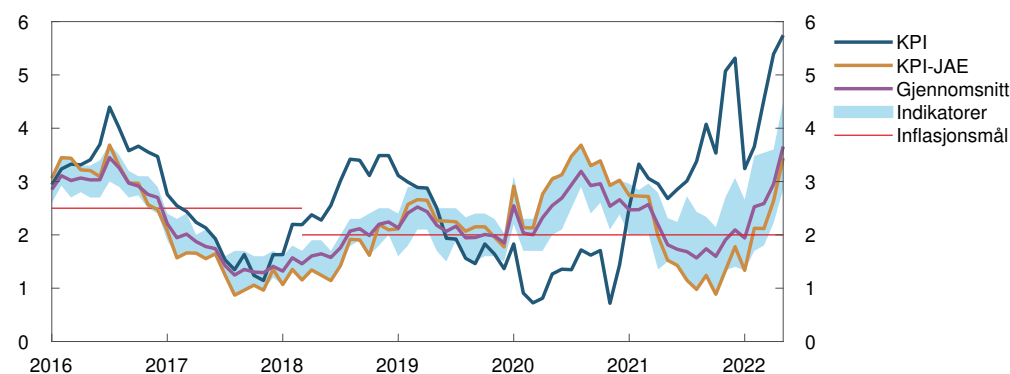
Den underliggende prisveksten har steget gradvis fra et lavt nivå siden i fjor høst. I mai i år var tolv månedersveksten i KPI justert for avgiftsendringer og uten energivarer (KPI-JAE) 3,4 prosent, se figur 3.17. Det var høyere enn vi anslo i forrige rapport. Gjennomsnittet av indikatorer for underliggende inflasjon var 3,6 prosent i mai. Alle indikatorene har steget de siste månedene og ligger klart over inflasjonsmålet på 2 prosent.

Tolv månedersveksten i prisene på norskproduserte varer og tjenester i KPI-JAE var 3,0 prosent i mai. Det var høyere enn vi hadde sett for oss. Oppgangen har sammenheng med at bedriftene har fått økte kostnader til strøm, materialer og andre innsatsvarer, og at lønnsveksten har steget. Svak utvikling i den underliggende produktiviteten gjennom pandemien har trolig også bidratt til at prisveksten på norskproduserte varer og tjenester har tatt seg opp den siste tiden. Vi venter at de samme faktorene vil bidra til å løfte den innenlandske prisveksten videre den nærmeste tiden.

Erfaringsmessig drives den innenlandske prisveksten av konjunktursvingninger, se figur 3.18. Høy etterspørsel etter arbeidskraft løfter lønnsveksten, og når etterspørselen etter varer og tjenester er høy, som nå, kan bedriftene lettere velte økte kostnader over i

**Figur 3.17 Prisveksten har økt**

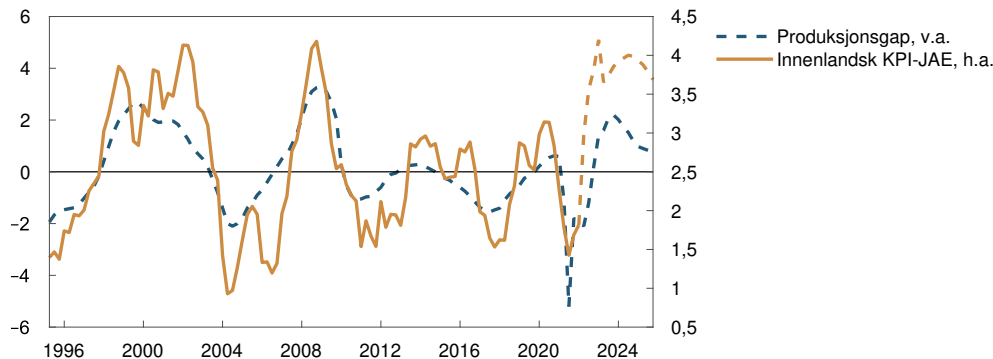
KPI og indikatorer for underliggende inflasjon. Tolv månedersvekst. Prosent



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

**Figur 3.18 Høyere kapasitetsutnyttning gir høyere innenlandsk prisvekst**

Norskproduserte varer og tjenester i KPI-JAE. Firekvartalsvekst. Produksjonsgapet fem kvartaler tidligere



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

høyere priser innenlands. At den underliggende produktivitsveksten ser ut til å ha vært svakere enn anslått, bidrar trolig til at innenlandsk prisvekst tiltar for et lavere nivå på lønnsveksten enn tidligere lagt til grunn. Vi venter at et positivt produksjonsgap og høy lønnsvekst vil bidra til at den innenlandske prisveksten holder seg høy de neste årene.

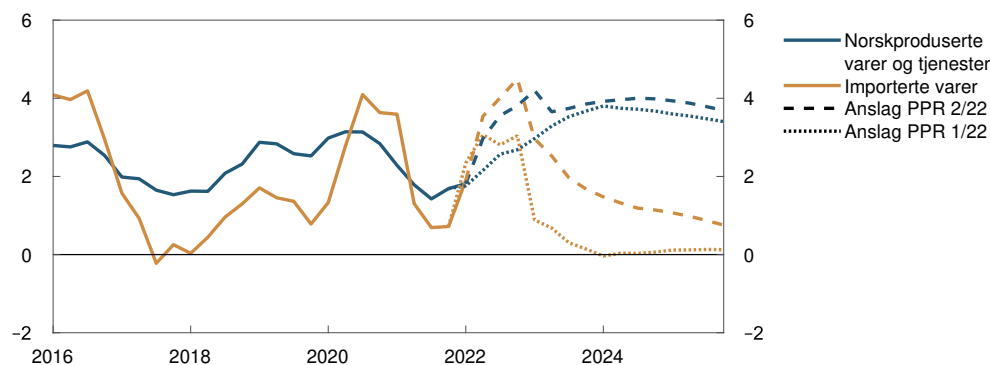
Prisveksten på importerte konsumvarer har også tatt seg opp de siste månedene, se figur 3.19. Oppgangen må ses i sammenheng med høyere prisimpulser utenfra, se figur 3.20. I mai var tolv månedersveksten 4,3 prosent, som var høyere enn anslått. Inflasjonsutviklingen er nærmere omtalt i en ramme på side 41.

Vi venter at prisveksten på importerte konsumvarer vil holde seg høy resten av året som følge av sterke prisimpulser fra utlandet og svekkelsen av kronekursen den siste tiden. Fra neste år anslår vi at prisimpulsene fra utlandet vil bli svakere. Sammen med en gradvis sterkere krone venter vi at det vil dempe den importerte prisveksten i årene fremover.

Samlet anslår vi en firekvartalersvekst i KPI-JAE på 4,1 prosent mot slutten av året. Deretter ser vi for oss at den avtar gradvis til 2,6 prosent ved utgangen av 2025. Anslagene for inflasjonen er justert opp sammenliknet med forrige rapport.

**Figur 3.19 Utsikter til høy innenlandsk prisvekst**

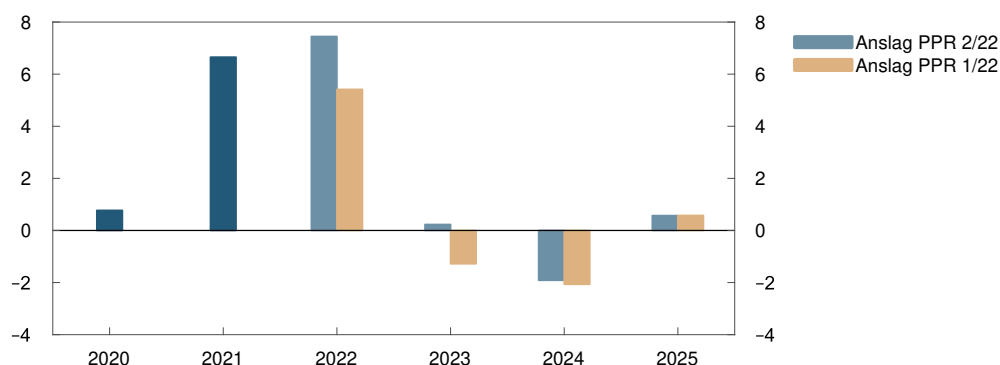
Norskproduserte varer og tjenester og importerte varer i KPI-JAE. Firekvartalersvekst. Prosent



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

**Figur 3.20 Sterke prisimpulser fra utlandet**

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



Kilder: Refinitiv Datastream og Norges Bank

Drivstoffprisene er ventet å falle noe i år og neste år. Energiprisene i KPI blir betydelig dempet av strømstøtteordningen i år. I anslagene legger vi til grunn at ordningen varer til og med mars neste år. Samlet sett venter vi at energiprisene, slik de inngår i KPI, vil avta gjennom året, for så å ta seg opp neste år.

Vi venter at veksten i KPI holder seg høy gjennom sommeren og deretter avtar utover høsten. Årsveksten i KPI anslås til 4,6 prosent i 2022 før den avtar til 2,7 prosent i 2025.

Forventningene til prisveksten, slik de måles i Norges Banks forventningsundersøkelse, har økt den siste tiden. Forventningene til prisveksten på ett og to års sikt ligger nå over 3 prosent. Forventningene til prisveksten på lengre sikt er lavere, men over inflasjonsmålet på 2 prosent.

**Nedgang i reallønnen i år**

Årslønnen og KPI økte om lag like mye i fjor slik at reallønnen holdt seg uendret. I våre anslag for i år øker KPI mer enn lønningene, slik at reallønnen faller. Fra neste år venter vi at årslønnsveksten blir høyere enn KPI-veksten, og at reallønnen vil øke med om lag 1½ prosent årlig i gjennomsnitt de kommende tre årene.

Det er høyere enn det vi anslår er trendveksten i produktiviteten. Oppgangen i petroleumsprisene gir imidlertid en sterk bedring av bytteforholdet overfor utlandet, og en del av dette vil erfaringsmessig tilfalle lønnstakerne. Anslagene for reallønnsveksten er nedjustert fra forrige rapport. Det kan ses i sammenheng med at vi i denne rapporten har nedjustert anslagene for produktiviteten og oppjustert anslagene for prisveksten på elektrisitet og importerte varer.

**Det er stor usikkerhet om utsiktene for pris- og lønnsveksten**

Det er stor usikkerhet om den videre utviklingen i energi- og råvareprisene internasjonalt, og om effekten på norsk pris- og lønnsvekst. Vi er også usikre på hvordan lønnsveksten vil utvikle seg. Det er mulig at høyere prisvekst får større gjennomslag til lønnsveksten enn hva som har vært erfaringene de siste 20–30 årene, og som vi legger til grunn for våre anslag. Skulle lønnsveksten bli høyere, kan det igjen føre til at prisveksten blir høyere. Det er også en risiko for at knappheten på arbeidskraft kan få lønnsveksten til å stige mer enn vi ser for oss. På den annen side kan bedriftenes lønnsomhet bli svakere fremover enn vi legger til grunn. Det kan i så fall dempe lønnsveksten.

## HVORDAN PÅVIRKER RENTEN DISPONIBEL INNTEKT OG KONSUM?

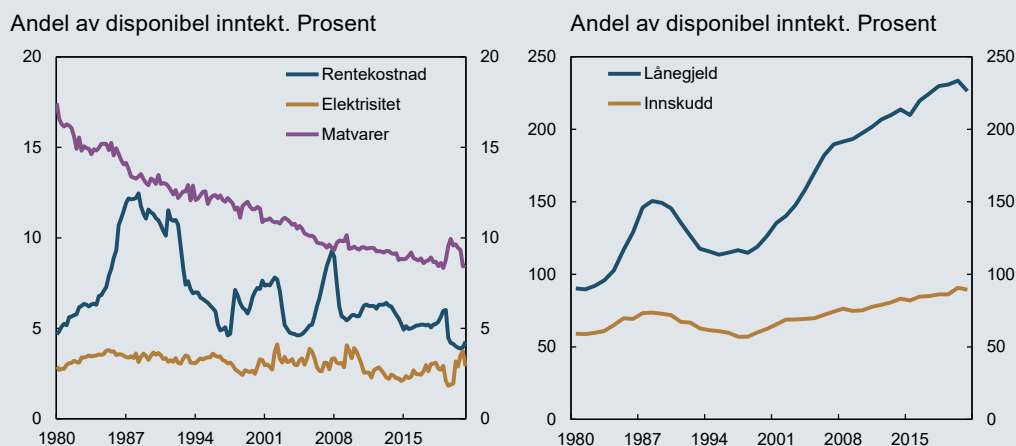
*Høyere renter påvirker husholdningenes konsum gjennom flere kanaler. At husholdningenes gjeldsgrad har økt over tid, bidrar trolig til at effekten på konsumet av en renteoppgang er sterkere enn tidligere. Det tar vi hensyn til i våre anslag.*

Våren 2020 falt husholdningenes netto renteutgifter brått, se venstre panel i figur 3.E, da Norges Bank senket styringsrenten til null og utlånsrentene falt til historisk lave nivåer. Siden september i fjor har styringsrenten økt, og det er utsikter til at rentene vil fortsette å øke fremover. I denne utdypingen ser vi på hvordan økte renter påvirker husholdningenes inntekter og forbruk og hvordan vi tar hensyn til renteeffekten i våre anslag.<sup>1</sup>

Renten påvirker husholdningenes konsum gjennom flere kanaler. En høyere rente relativt til inflasjonen (realrente) gjør det isolert sett mer lønnsomt å spare, noe som trekker i retning av lavere konsum (*substitusjonseffekt*). På samme måte vil høy inflasjon gjøre det lønnsomt å fremskynde konsum fordi varer og tjenester blir gradvis dyrere i fremtiden. Den nominelle renten påvirker også husholdningenes konsum gjennom endringer i de løpende renteinntektene og renteutgiftene (*kontantstrømeffekt*). For husholdninger med netto rentebærende gjeld vil høyere rente redusere inntekten som er tilgjengelig for konsum, og kontantstrømeffekten på konsumet er derfor negativ. For husholdninger med mer bankinnskudd enn gjeld vil kontantstrømeffekten trekke i motsatt retning. Norske husholdninger har samlet sett mer gjeld enn bankinnskudd, og dersom konsumtilbøyeligheten er lik for husholdninger med netto gjeld og netto positive fordringer vil effekten samlet sett derfor trekke i retning av lavere konsum, se høyre panel i figur 3.E.

I tillegg påvirker renten andre deler av økonomien som igjen påvirker husholdningene. Eksempelvis vil renten påvirke boligpriser, prisen på verdipapirer, sysselsetting og lønnsvekst, som igjen vil påvirke husholdningenes formue, inntekt og konsumtilpasning. Varigheten av en renteøkning har også betydning. Dersom husholdningene forventer

**Figur 3.E Husholdningenes rentekostnader har falt samtidig som lånegjelden har økt**



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

<sup>1</sup> Tilsvarende beregninger er nærmere omtalt i Torstensen, K. N. og K. Gerdrup (2018) «Virkingen av økt rente på husholdningenes disponible inntekter og konsum – en statistisk analyse av kontantstrømkanaalen?». Staff Memo 3/18. Norges Bank.

vedvarende høyere renter, er det rimelig å anta at effekten blir sterkere enn om de antar at renteøkningen kun er midlertidig.

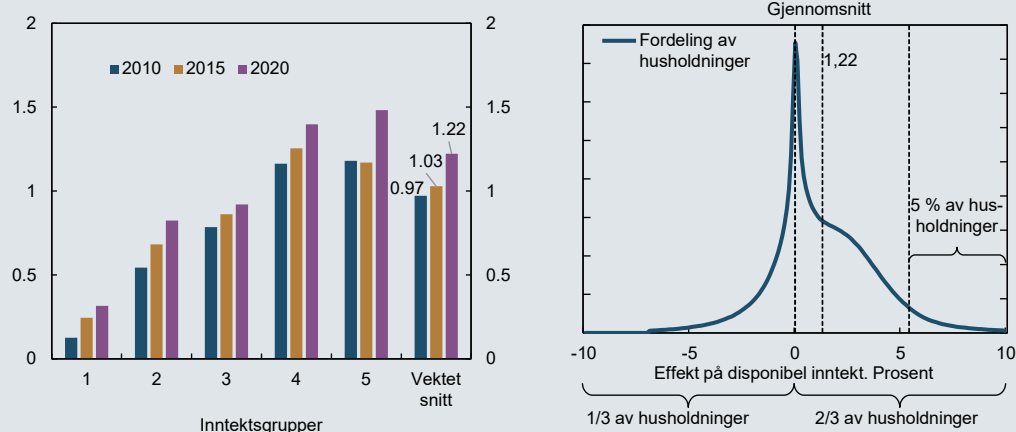
### Kontantstrømkanalen har blitt sterkere over tid

Husholdningenes lånegjeld som andel av disponibel inntekt har økt de siste 20 årene, og vesentlig mer enn bankinnskuddene. Mot slutten av fjoråret var den samlede husholdningsgjelden mer enn dobbelt så stor som mengden bankinnskudd. At gjelden har økt mer enn bankinnskudd, har bidratt til at renten påvirker inntektene til husholdningene mer enn tidligere, se venstre panel i figur 3.F. I 2010 ville kontantstrømeffekten som følge av en renteøkning på én prosentenhets ha redusert husholdningenes disponible inntekt nær 1 prosent i gjennomsnitt.<sup>2</sup> I 2020 hadde den inntektsreducerende effekten via kontantstrømkanalen av én prosentenhets høyere rente økt til om lag 1,2 prosent. Det er stor variasjon i rentebelastningen på tvers av inntektsgrupper. Venstre panel i figur 3.F viser kontantstrømeffekten gruppert etter inntekt etter skatt. Kontantstrømeffekten er betydelig lavere i gjennomsnitt for de 20 prosentene med lavest inntekt sammenlignet med de 20 prosentene med høyest inntekt, også som andel av inntekt. For alle inntektsgruppene har effekten økt de siste ti årene, og oppgangen har vært størst for dem med høyest inntekt.

Kontantstrømeffekten vil avhenge av nivået på gjeld, bankinnskudd og inntekt, og gjennomsnittet skjuler store forskjeller mellom ulike husholdninger, se høyre panel i figur 3.F. Mange husholdninger har omtrent like mye gjeld som bankinnskudd og påvirkes lite av kontantstrømeffekten, mens for 5 prosent av husholdningene vil renteoppgang på én prosentenhets isolert sett redusere deres disponible inntekt med mer enn 5 ½ prosent. Samtidig har nær en tredjedel av norske husholdninger mer bankinnskudd enn gjeld, og vil få høyere renteinntekter ved en økning av styringsrenten.

**Figur 3.F Husholdningene påvirkes ulikt av høyere rente**

Effekt på disponibel inntekt av 1 pp. høyere rente



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

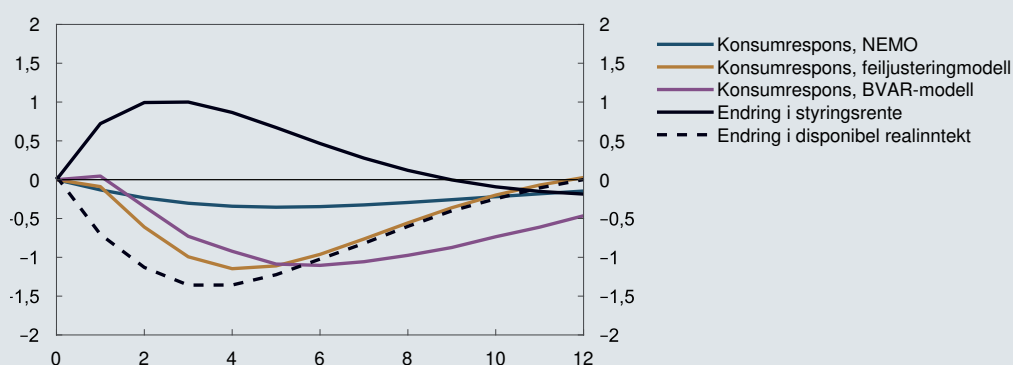
<sup>2</sup> Analysene i denne utdypingen viser effekten av én prosentenhets økning i årlige utlåns- og innskuddsrenter på husholdningenes årlige disponible inntekt. Effekten er basert på husholdningenes lånegjeld og bankinnskudd. Analysen er statisk og tar ikke hensyn til økonomiske virkninger av renteøkningen på for eksempel arbeidsinntekt og prisen på andre formuesobjekter. Den beregnede effekten tar hensyn til skattefradrag på rentebetalinger og skatting av renteinntekter. For husholdninger med annuitetslån vil avdragsbetalingene falle når renten øker. Det vil dempe effekten av en renteendring på inntekter disponible for konsum, men er ikke hensyntatt i denne analysen. Det antas at en renteøkning slår umiddelbart ut i inntektene siden andelen med fastrentelån er lav.

I tillegg til gjeldsgrad, påvirkes effekten av renten også av husholdningenes mulighet til å jevne ut konsumet over tid. Gjennom pandemien har husholdninger økt sin beholdning av bankinnskudd mer enn normalt. Det bidrar trolig til at flere husholdninger har mulighet til å tilpasse konsumet sitt enn ved tidligere rentehevingssyklus, slik at de i mindre grad må redusere forbruket i takt med økte renteutgifter.

Som i tidligere rapporter bruker vi et bredt sett med modeller for å fange opp effekten av renteendringer på konsumet.<sup>3</sup> Norges Banks hovedmodell, NEMO, fanger i stor grad opp effekten av realrenteendringer på konsumet via substitusjons- og boligpriskanalen, men i liten grad renteeffekter gjennom kontantstrømkanalen.<sup>4</sup> For å fange opp kontantstrømeffekter på konsumet inngår anslag på disponibel inntekt som en av flere forklaringsvariabler i de empiriske modellene vi benytter til å kryssjekke konsumanslagene fra NEMO. I beregningene av disponibel inntekt tar vi hensyn til hvordan renteprognosen påvirker netto renteutgifter. Vi tar også hensyn til utviklingen i kreditt, lønn og sysselsetting i inntektstberegningene.

Figur 3.G viser ulike estimater på konsumets respons på en endring i styringsrenten for både NEMO og noen av våre empiriske kryssjekkmodeller<sup>5</sup>. Disse kryssjekkmodellene indikerer en sterkere effekt av renten på konsumet enn NEMO. Det skyldes trolig at NEMO undervurderer kontantstrømkanalen av en renteheving. Konsumresponsen i kryssjekkmodellene er også mer i tråd med nyere litteratur på rentens effekt på konsumet i Norge.<sup>6</sup> I prognosearbeidet gjøres det derfor tilpasninger i NEMO for å øke rentens virkning på konsumet og konsekvensene dette har for resten av økonomien. I utformingen av konsumanslagene våre baserer vi oss på NEMO kombinert med et bredt sett av empiriske modeller og skjønn.

**Figur 3.G Kryssjekkmodellene indikerer sterkere renteeffekt på konsumet**  
Respons på sjokk til styringsrenten. Prosent



Kilde: Norges Bank

<sup>3</sup> Les mer om modell og modellbruk i «Norges Banks håndbok i pengepolitikk», *Norges Bank Memo 1/22*

<sup>4</sup> Se Kravik og Mimir (2019). «Navigating with NEMO», *Norges Bank Staff Memo 5/19*

<sup>5</sup> Kryssjekkmodellene består av feiljusteringsmodeller (Staff Memo 4/2016) og en bayesiansk VAR-modell (BVAR). Kryssjekkmodellene er betinget på et rentesjokk i NEMO og har like antagelser knyttet til utviklingen i arbeidsmarkedet, boligmarkedet og prisvekst. Norges Bank jobber løpende med å utvikle ulike modelltyper for å forstå og kvantifisere rentenes effekt på samlet konsum og ulike husholdningstyper.

<sup>6</sup> Se Holm, Paul, og Tischbirek (2021). «The Transmission of Monetary Policy under the Microscope», *Journal of Political Economy*, vol. 129:10, s. 2861-2904



## NORSK PRISVEKST I ET INTERNASJONALT PERSPEKTIV

Prisveksten har tatt seg opp her hjemme den siste tiden, men er lavere enn i mange land rundt oss. Kronekursen og norsk jordbrukspolitikken ser ut til å kunne forklare mye av forskjellen. Sammenhengene mellom inflasjonen og de mest sentrale drivkreftene synes å være de samme som før pandemien, og det er utsikter til at norsk prisvekst vil ta seg videre opp den nærmeste tiden.

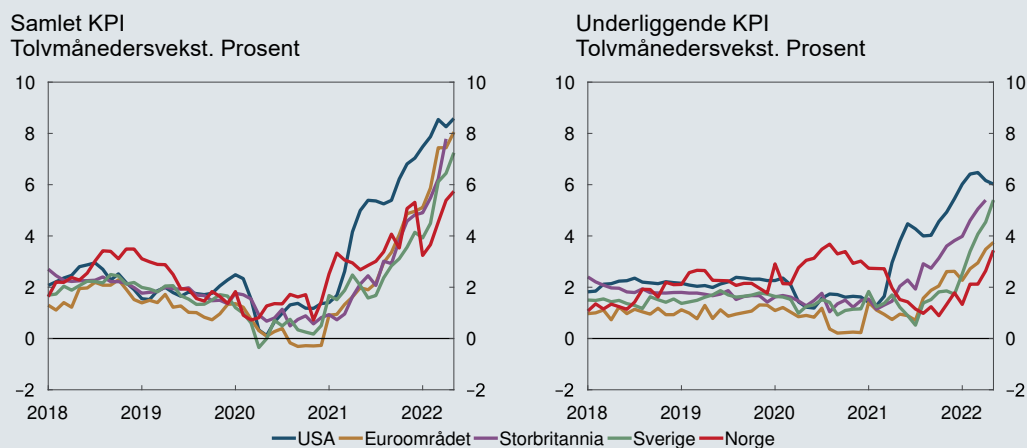
### Særnorske forhold har dempet prisveksten

For å kunne lage gode prognoser for inflasjonen fremover er det sentralt å forstå hvilke mekanismer som har drevet utviklingen i inflasjonen. I denne rammen ser vi nærmere på i hvilken grad utviklingen i Norge skiller seg fra våre handelspartnere, og på om vi ser tegn til at mekanismene bak prisveksten har endret seg etter utbruddet av pandemien.

I USA, Storbritannia og i euroområdet har tolv månedersveksten i konsumprisindeksen (KPI) vært høy, og lå mellom 7 og 9 prosent i mai, se venstre panel i figur 3.H. I Norge var prisveksten 5,7 prosent i mai. Én viktig årsak til at prisveksten har tatt seg opp, er den sterke økningen i prisene på energi. I Norge har den statlige strømstøtteordningen skjermet konsumentene for deler av prisoppgangen. Uten strømstøtten ville konsumprisveksten her hjemme nå vært i underkant av 8 prosent. Også i enkelte andre land er det ordninger som bidrar til å dempe prisveksten på energi.

Den underliggende prisveksten har tiltatt den siste tiden, og for disse prisene er oppgangen mindre i Norge enn hos handelspartnerne, se høyre panel i figur 3.H. Prisveksten på tjenester har tatt seg opp siden i fjor sommer både ute og hjemme, og forklarer deler av oppgangen i den underliggende inflasjonen. Her skiller ikke Norge seg vesentlig fra de europeiske handelspartnerne, se figur 3.I, til tross for at det er forholdsvis lite handel med husholdningstjenester mellom land. Økt prisvekst på tjenester har trolig sammenheng med høyere etterspørsel etter tjenester etter lettelse i smitteverntiltak, høy kapasitetsutnyttning og tiltakende lønnsvekst både ute og hjemme. I Norge er prisveksten særlig høy på overnatting og restauranttjenester.

Figur 3.H Konsumprisveksten har økt

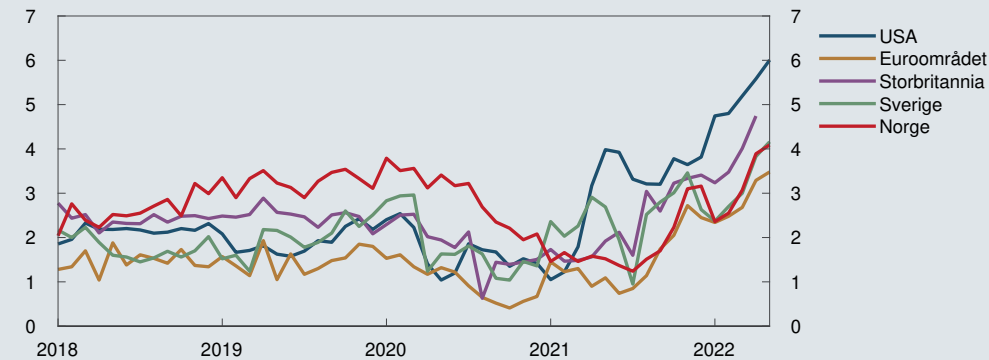


Underliggende KPI er CPI uten mat og energi for USA, HICP uten energi, mat, alkohol og tobakk for euroområdet, CPIH uten energi, mat, alkohol og tobakk for Storbritannia, CPIF uten energi for Sverige og KPI-JAE for Norge

Kilder: Refinitiv Datastream, Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

**Figur 3.I Liknende utvikling i tjenestepriser i Norge og i utlandet**

Tjenestepriser. Tolvmånedersvekst. Prosent



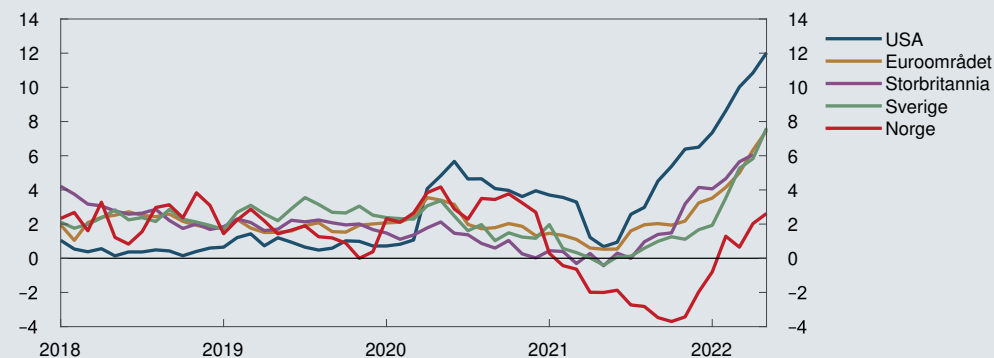
HICP for euroområdet, Sverige og Norge. CPI for Storbritannia og USA.

Kilde: Refinitiv Datastream

Krigen i Ukraina har ført til en kraftig oppgang i prisveksten på *matvarer* internasjonalt. I Norge er prisveksten på matvarer fortsatt lav, selv om den har tatt seg opp den siste tiden, se figur 3.J. At oppgangen er lavere i Norge, må ses i sammenheng med at jordbrukspolitikken skjermer norske jordbruksprodukter fra konkurranse og demper prisimpulsene utenfra. Sterk prisoppgang på energi og andre råvarer internasjonalt har likevel gitt en markert oppgang i norske bønders kostnader til blant annet gjødsel og fôr. I årets jordbruksoppgjør får bøndene utbetalt kompensasjon for deler av de økte kostnadene, samtidig som de får adgang til å ta ut noe av de økte kostnadene i høyere utsalgspriser fra 1. juli. I anslagene våre har vi lagt til grunn at jordbruksoppgjøret samlet sett vil løfte KPI med et par tideler. Utviklingen i matvareprisene i Norge påvirkes også av tidspunktene for forhandlinger mellom kjeder og leverandører. Nye forhandlinger vil trolig løfte prisene ytterligere i sommer.

**Figur 3.J Prisveksten på matvarer er lavere i Norge**

Matvarepriser. Tolvmånedersvekst. Prosent



HICP for euroområdet, Sverige og Norge. CPIH for Storbritannia. CPI for USA.

Kilde: Refinitiv Datastream

Også når vi ser bort fra prisene på mat, har *vareprisene* økt mindre her hjemme enn i USA, Storbritannia og Sverige, se venstre panel i figur 3.K. Oppgangen i vareprisene må ses i sammenheng med at mye av husholdningenes etterspørsel ble vridd fra tjenester til varer under pandemien, samtidig som forsinkelser i globale forsyningskjeder har skapt forstyrrelser på tilbudssiden. Dette har påvirket prisene på varer vi importerer til Norge. Prisveksten på importerte varer påvirkes også av utviklingen i kronekursen. Høyre panel i figur 3.K viser modellberegninger av hvordan svingninger i kronekursen har påvirket prisene på varer i KPI-JAE siden fjerde kvartal 2019. Styrkingen av kronekursen fra 2020 og frem til i vår ser fortsatt ut til å dempe prisveksten på konsumvarer.

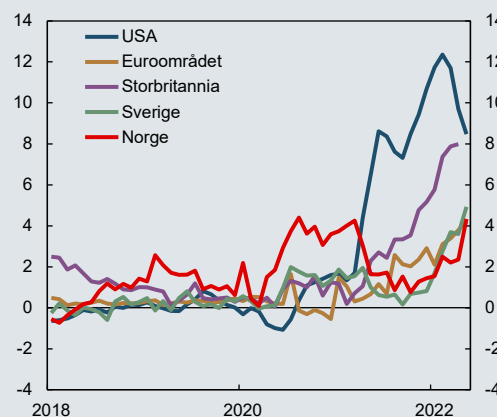
Når vi ser bort fra jordbrukspolitikk ser det med andre ord ut til at svingningene i kronekursen bidrar til å forklare at norsk prisvekst har vært noe annerledes enn hos handelspartnerne.

### Prismekanismene ser ikke ut til å være endret

Prisveksten her hjemme er høyere enn hva vi før pandemien så for oss at den ville være nå. Ved hjelp av modellberegninger har vi undersøkt om det kan forklares av at drivkreftene som historisk har vært viktige for prisutviklingen, har utviklet seg annerledes enn ventet, eller om det er tegn til at mekanismene bak prisveksten er endret. Drivkrefter som historisk har vært viktige for prisutviklingen er lønnsvekst, kapasitetsutnyttning, kronekurs og produsentpriser i landene vi importerer fra. Siden 2020 har pandemien og krigen i Ukraina ført til at produsentprisene ute har tatt seg betydelig opp. Også fraktkostnadene har økt mye. Modellberegninger kan i stor grad forklare den siste tidens utvikling i importert prisvekst som funksjon av produsentpriser, fraktkostnader og kronekurs, se venstre panel i figur 3.L. Prisveksten har likevel vært litt høyere enn det de viktigste drivkreftene tilsier.

**Figur 3.K Kronekursen trekker ned prisveksten i Norge**

Priser på industrivarer uten mat og energi  
Tolv månedersvekst. Prosent



Effekt av kronekurs på varer i KPI-JAE  
Differanse i firekvartalsvekst. Prosentenheter

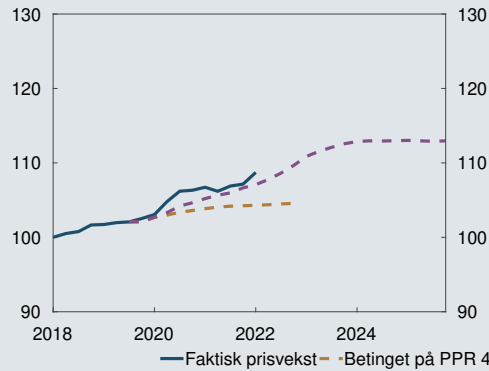


HICP for euroområdet, Sverige og Norge. CPI for Storbritannia og USA. Modellberegnet differanse mellom importert prisvekst ved uendret kronekurs fra 4. kvartal 2019 og faktisk utvikling i kronekursen.

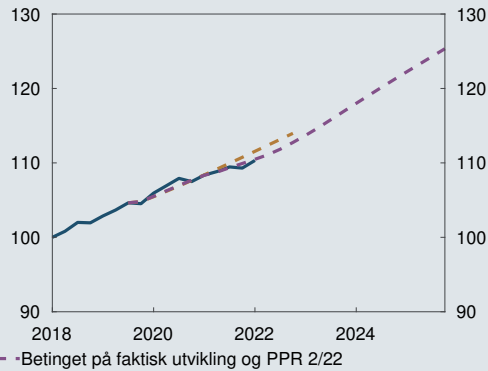
Kilder: Refinitiv Datastream og Norges Bank

**Figur 3.L Prisveksten i tråd med modellberegninger**

Priser på importerte varer  
Indeks. 2018 = 100



Priser på innenlandske varer og tjenester  
Indeks. 2018 = 100



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Vi venter at prisimpulsene fra utlandet vil holde seg høye den nærmeste tiden for så å avta. Kombinert med utviklingen i kronekursen venter vi at det vil føre til at den importerte prisveksten vil øke den nærmeste tiden, og deretter avta gjennom prognoseperioden.

Prisveksten på innenlandsk produserte varer og tjenester i KPI-JAE har samlet sett vært litt lavere enn vi anslo før pandemien, se høyre panel i figur 3.L. Det kan forklares av kapasitetsutnyttningen, som falt kraftig etter utbruddet av pandemien. Fremover venter vi at den innenlandske prisveksten vil tilta og holde seg høy som følge av kapasitetsutnyttning over et normalnivå og høy lønnsvekst.

# 4 Pengepolitisk analyse

Norges Banks komité for pengepolitikk og finansiell stabilitet vedtok på møtet 22. juni å sette styringsrenten opp fra 0,75 til 1,25 prosent. Slik komiteen nå vurderer utsiktene og risikobildet, vil styringsrenten mest sannsynlig bli satt videre opp til 1,50 prosent i august. Prognosen for styringsrenten indikerer at renten skal heves videre til rundt 3 prosent frem mot sommeren neste år.

Prognosen innebærer en strammere pengepolitikk enn i forrige rapport. Utsikter til mer varig høy prisvekst fremover tilsier en raskere renteoppgang enn i forrige rapport.

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

## 4.1 Mål og tilbakeblikk

### Lav og stabil inflasjon

Det overordnede målet for pengepolitikken er lav og stabil inflasjon. Det operative målet er en årsvekst i konsumprisene på 2 prosent. Fra innføringen av inflasjonsmålet i 2001 til mars 2018 var måltallet 2,5 prosent. Et glidende snitt av årsveksten i konsumprisene har siden 2001 ligget nær 2 prosent, se figur 4.1.

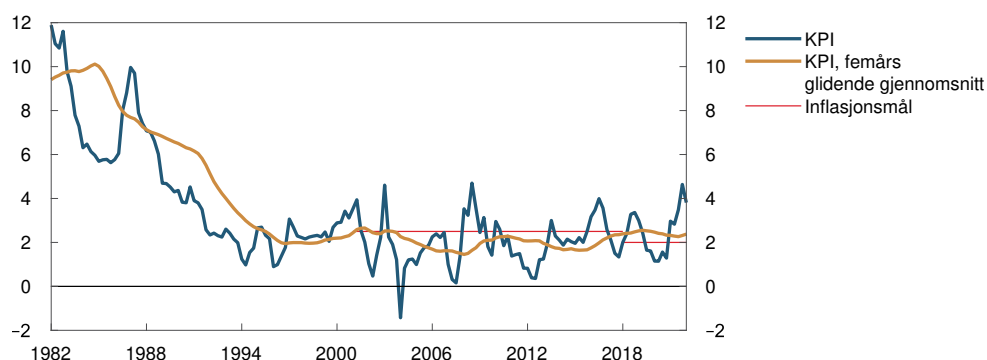
Inflasjonsstyringen skal være fremoverskuende og fleksibel, slik at den kan bidra til høy og stabil produksjon og sysselsetting samt til å motvirke oppbygging av finansielle ubalanser. Den pengepolitiske strategien er nærmere beskrevet i ramme på side 56.

### Noe mindre ekspansiv pengepolitikk

Fra våren 2020 og frem til i fjor høst var styringsrenten null prosent. Fra september i fjor til mars i år ble den satt opp i tre omganger, til 0,75 prosent. Den lave styringsrenten de seneste årene har gitt svært lave pengemarkedsrenter, både nominelt og reelt, se figur 4.2.

**Figur 4.1 Inflasjonen i snitt nær målet på to prosent**

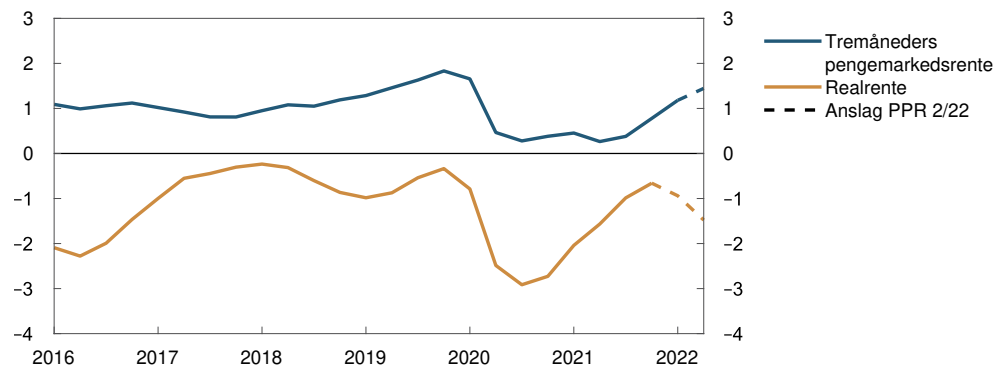
Konsumprisindeksen (KPI). Firekvartalersvekst. Prosent



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

**Figur 4.2 Lavere realrente**

Tremåneders pengemarkedsrente og realrente. Prosent



Kilder: Refinitiv Datastream, Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

For å vurdere hvor ekspansiv pengepolitikken er, ser vi på rentenivået opp mot hva vi anslår å være et nøytralt nivå. Den nøytrale renten er det rentenivået som er forenlig med en balansert utvikling i økonomien på mellomlang sikt, og vi legger til grunn at pengepolitikken virker ekspansivt så lenge renten ligger under sitt nøytrale nivå. Både den nominelle og reelle renten har betydning for stramheten i pengepolitikken. Vi anslår at den nøytrale reelle pengemarkedsrenten ligger mellom -0,5 og 0,5 prosent, se ramme på side 53. I utarbeidelsen av prognosene i denne rapporten legger vi til grunn at nøytral rente ligger i midten av dette intervallet. Med inflasjonsforventninger forankret nær inflasjonsmålet og et pengemarkedspåslag på 0,35 prosentenheter, innebærer anslaget på nøytral realrente at det nøytrale nivået for styringsrenten ligger rundt 1,7 prosent.

Utviklingen i realrenten beregnet med KPI-JAE tyder på at pengepolitikken gradvis har blitt mindre ekspansiv siden siste halvdel av 2020, se figur 4.2. Siden forrige rapport har realrenten falt noe. Det skyldes primært høyere underliggende inflasjon, mens pengemarkedsrenten samlet sett er lite endret siden forrige rapport.

## 4.2 Ny informasjon og nye vurderinger

### Modellteknisk tolkning av ny informasjon

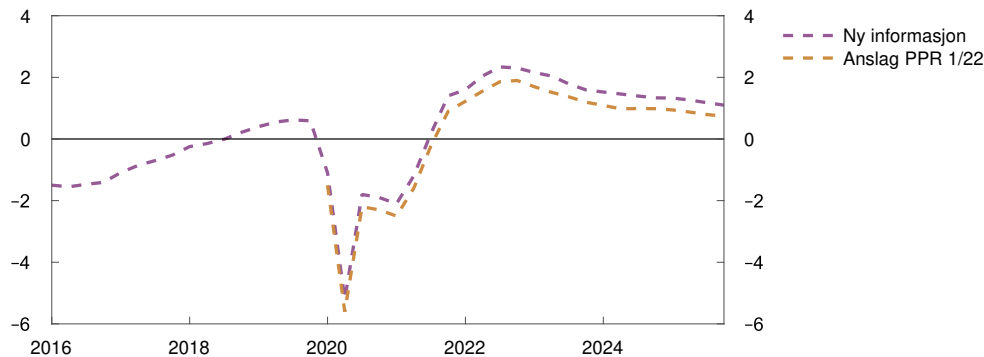
For å vise virkningen av ny informasjon på de økonomiske utsiktene, legger vi inn ny informasjon og nye vurderinger av den økonomiske situasjonen i modellapparatet, men beholder anslaget for styringsrenten fra forrige rapport. I denne øvelsen ser vi spesielt på utsiktene for kapasitetsutnyttningen og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

Vi vurderer kapasitetsutnyttningen i norsk økonomi til å være høyere enn lagt til grunn i forrige rapport. Det må ses i lys av at arbeidsmarkedet har strammet seg til mer enn ventet. I øvelsen med uendret rentebane blir produksjonsgapet værende høyere enn vi anslo i forrige rapport gjennom hele prognoseperioden, se figur 4.3. Det reflekterer at en lavere realrente, som følge av høyere lønns- og prisvekst, vil stimulere etterspørselen og forsterke presset i norsk økonomi dersom pengepolitikken ikke responderer.

Veksten i KPI-JAE har tiltatt den siste tiden, og vi venter at veksten vil fortsette å stige i noe tid fremover. Prognosene for lønnsveksten i år og neste år er oppjustert siden forrige rapport som følge av økt knapphet på arbeidskraft. Dette trekker opp innenlandsk prisvekst gjennom hele prognoseperioden. Den importerte prisveksten har økt mer enn

**Figur 4.3 Høyere kapasitetsutnyttning**

Anslag på produksjonsgapet. Betinget på ny informasjon om den økonomiske utviklingen og prognosen for styringsrenten fra PPR 1/22. Prosent



Kilde: Norges Bank

ventet, og fremover venter vi at høyere prisvekst internasjonalt og svakere krone enn ventet vil trekke importert prisvekst ytterligere opp. Når vi betinger på uendret rentebane, er anslagene for prisveksten vesentlig oppjustert sammenlignet med anslagene i marsrapporten, se figur 4.4.

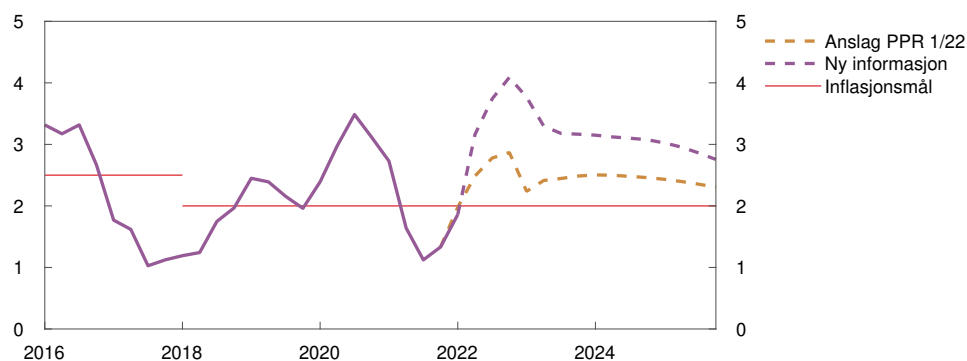
Den modelltekniske øvelsen indikerer at det er behov for strammere pengepolitikk enn vi så for oss i mars. Det vil dempe prisveksten og gjøre at den kommer raskere ned mot inflasjonsmålet enn i den modelltekniske øvelsen.

**En enkel regel tilsier høyere rente**

En enkel estimert regel basert på hvordan Norges Bank tidligere har satt renten, oppsummerer det historiske reaksjonsmønsteret i pengepolitikken.<sup>1</sup> Ved å bruke endringen i anslagene for kapasitetsutnyttning og prisvekst får vi en indikasjon på hvordan pengepolitikken tidligere har reagert på tilsvarende nyheter.

**Figur 4.4 Utsikter til høyere inflasjon**

KPI-JAE. Anslag betinget på ny informasjon om den økonomiske utviklingen og prognosen for styringsrenten fra PPR 1/22. Firekvartalersvekst. Prosent

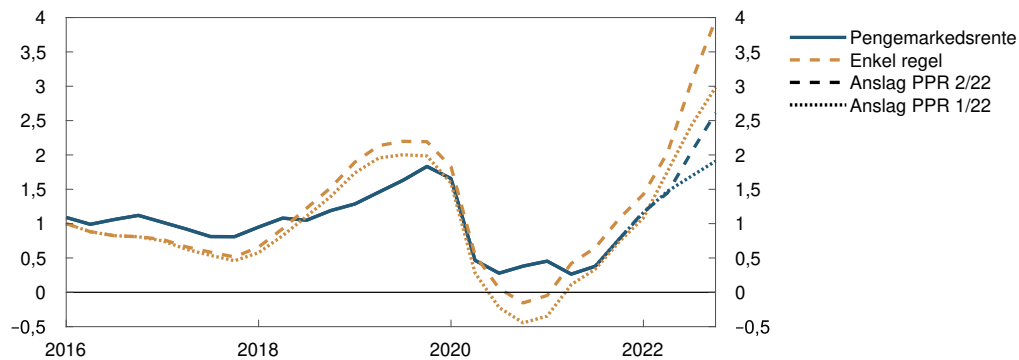


Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

<sup>1</sup> Regelen er oppdatert siden forrige rapport for å bedre føyte den historiske samvariasjonen mellom pengemarkedsrenten, inflasjon og produksjonsgapet. Den er estimert basert på data fra 1. kv. 2009 – 4. kv. 2021, og uttrykkes slik:  $i_t = 0,8i_{t-1} + 0,2i_t^* + 0,3\hat{\pi}_t + 0,2\hat{y}_t$ , der  $i_t$  er 3-måneders pengemarkedsrente (NIBOR),  $i_t^*$  er implisitte 5-årsrenter om 5 år,  $\hat{\pi}_t$  er SAM-anslag på KPI-JAE som avviker fra inflasjonsmålet og  $\hat{y}_t$  er produksjonsgapet.

**Figur 4.5 Enkel regel indikerer høyere rente**

Prosent



Kilder: Refinitiv Datastream og Norges Bank

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

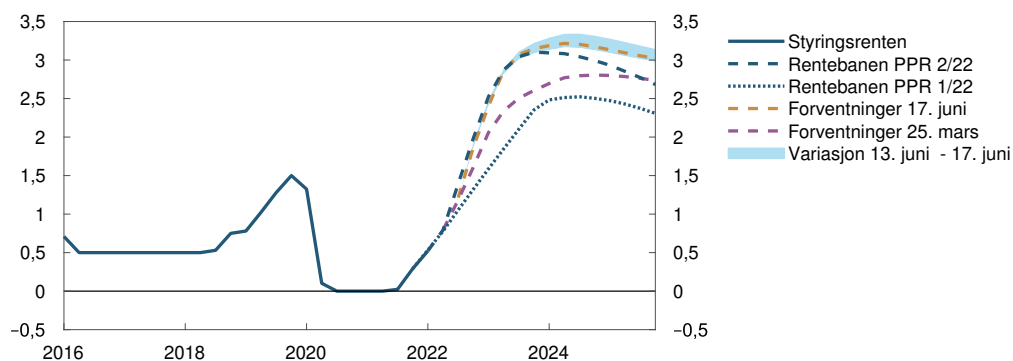
#### Markedet priser inn en høyere rentebane

Terminrentene i penge- og obligasjonsmarkedene kan si noe om forventningene til fremtidig utvikling i styringsrenten. Endringer i markedsrentene kan indikere hvordan markedsaktører tolker ny informasjon og hvordan de tror Norges Bank vil respondere. Selv om markedsprisingen kan svinge mye, kan terminrentene fungere som en kryssjekk på om pengepolitikken er i tråd med Norges Banks tidligere kommunikasjon og handlingsmønster.

De beregnede terminrentene er høyere enn i mars for hele anslagsperioden, se figur 4.6. Utviklingen i terminrentene siden forrige rapport tyder på at markedsaktørene tolker summen av ny informasjon som en indikasjon på høyere renter fremover. Oppgangen i terminrentene for i år og neste år er mindre enn oppjusteringen av rentebanen for samme periode.

**Figur 4.6 Markedets forventninger til styringsrenten har økt**

Prosent

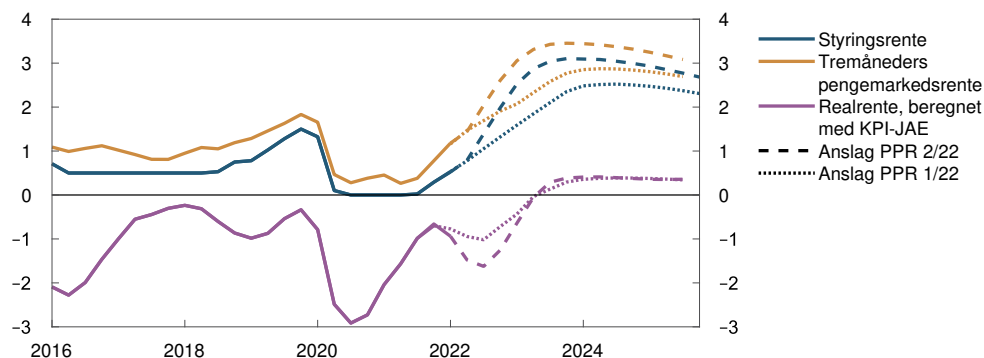


Kilder: Bloomberg og Norges Bank



**Figur 4.7 Mot en kontraktiv pengepolitikk**

Prosent



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

**Styringsrenten skal videre opp**

Rentebanen er oppjustert siden forrige rapport, og prognosene indikerer at styringsrenten stiger til rundt 3 prosent frem mot sommeren neste år, se figur 4.7. Deretter flater rentebanen ut, før styringsrenten avtar litt mot slutten av prognosehorisonten.

Vi venter at økt kapasitetsutnyttning, høyere lønnsvekst og økte prisimpulser fra utlandet vil løfte prisveksten fremover. Det tilsier at det nå er nødvendig med en strammere pengepolitikk for å bremse oppgangen i inflasjonen og bidra til at den etter hvert avtar mot inflasjonsmålet. Med høyere renter de neste årene vil kapasitetsutnyttningen avta mot et mer normalt nivå. Ved utgangen av prognosehorisonten venter vi likevel en prisvekst over inflasjonsmålet og en høyere kapasitetsutnyttning enn normalt, se ramme på side 50 for diskusjon.

Både den nominelle renten og realrenten har betydning for hvordan pengepolitikken virker inn i norsk økonomi. Uten renteheving nå ville styringsrenten forblitt under et nøytralt nivå. Den oppdaterte rentebanen innebærer at styringsrenten kommer opp mot et nøytralt nivå til høsten, og deretter fortsetter å stige. Det betyr en kontraktiv pengepolitikk fra slutten av året, og gjennom resten av prognoseperioden. Vurdert med realrenten blir pengepolitikken kontraktiv i starten av neste år, og den forblir det gjennom resten av prognoseperioden. Rentebanen er oppjustert gjennom hele horisonten. Som følge av at også anslått prisvekst er oppjustert, øker anslått realrente mindre enn anslått styringsrente. Vi anslår likevel en høyere realrente enn i forrige rapport gjennom siste del av prognoseperioden.

Rentebanen er vår prognose for styringsrenten de neste årene og uttrykker komiteens avveining mellom målene i pengepolitikken. Dersom de økonomiske utsiktene, risikobildet eller vurderingen av økonomiens virkemåte endrer seg, kan også renten bli en annen enn rentebanen nå indikerer. At anslaget på nøytral realrente er usikkert bidrar til ytterligere usikkerhet rundt prognosen for styringsrenten.

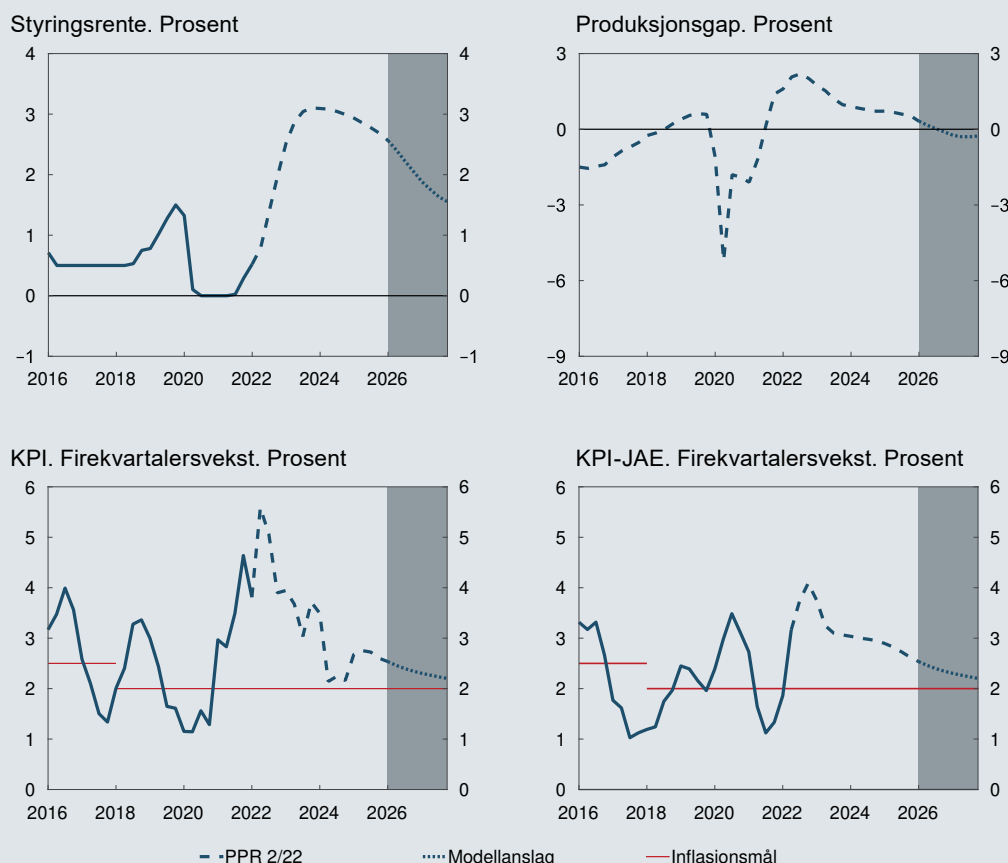
## FREMSKRIVINGER UTENFOR PROGNOSEHORIZONTEN

Pengepolitikens hovedoppgave er å stabilisere prisveksten rundt inflasjonsmålet på 2 prosent. Hvor raskt vi sikter mot å bringe inflasjonen tilbake til målet etter et avvik, skal avveies mot hensynet til å bidra til høy og stabil produksjon og sysselsetting og til å motvirke oppbygging av finansielle ubalanser. Rentebanen i denne rapporten indikerer at styringsrenten økes til rundt 3 prosent frem mot sommeren neste år. Høyere renter demper presset i økonomien og bremser prisveksten. At prognosen for inflasjonen er over målet ut prognosehorisonten, samtidig som anslaget for produksjonsgapet er positivt, kunne isolert sett tilsa en noe høyere rentebane.

Prognosene er usikre, dels som følge av usikkerhet om virkningene av pengepolitikken. En grunn til at rentebanen ikke er høyere, er at usikkerheten om virkningene av høyere renter medfører en risiko for at pengepolitikken i seg selv kan bidra til ustabilitet i økonomien. Det tilsier å respondere mindre kraftig på forstyrrelser enn hvis det ikke hadde vært slik usikkerhet, se ramme om Norges Banks pengepolitiske strategi på side 56.

Pengepolitikken virker med et tidsetterslep på produksjon og inflasjon og må derfor være fremoverskuende. Nivået på rentebanen, særlig mot slutten av perioden, vil dermed reflektere hvordan økonomien er antatt å utvikle seg utenfor prognosehorisonten. I vår prognose avtar styringsrenten noe gjennom 2025. Det antyder at det ikke lenger er

**Figur 4.A Høyere styringsrente bidrar til å nå målene for pengepolitikken**



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

behov for en like kontraktiv pengepolitikk for at produksjonsgapet skal lukkes og prisveksten avta mot målet. For å illustrere dette, og for å antyde når vi venter at økonomien vil være tilbake til en normalsituasjon med inflasjon på om lag 2 prosent, har vi gjort en øvelse hvor vi fremskriver den økonomiske utviklingen de første årene utenfor vår prognosehorisont, se figur 4.A. Disse fremskrivingene kommer direkte fra vår makroøkonomiske modell NEMO, og er derfor mer teknisk basert enn prognosene innenfor den normale horisonten.

I øvelsen fortsetter kapasitetsutnyttningen og inflasjonen å avta utenfor prognosehorisonten, og inflasjonen kommer ned til målet i 2027. Innenfor prognosehorisonten holdes aktiviteten oppe av høye investeringer både innen petroleumsnæringen og i tiltak for å redusere Norges klimautslipp. Dette bidrar også til å holde lønns- og prisveksten oppe. I årene utenfor prognosehorisonten legger vi til grunn at aktiviteten i petroleumsrettede næringer vil avta. I øvelsen bidrar det til lavere kapasitetsutnyttning og lønnsvekst, og til at prisveksten avtar videre. Dermed er det ikke lenger behov for en like stram pengepolitikk, og styringsrenten er på vei ned gjennom begge årene i øvelsen. Pengepolitikken er fortsatt kontraktiv gjennom 2026 og bidrar til å dempe aktiviteten og prisveksten i 2026 og 2027.

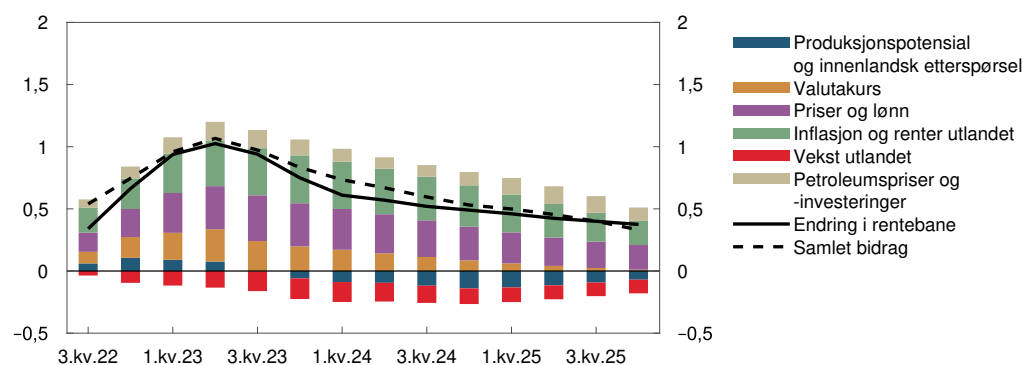
### 4.3 Faktorene bak endringer i rentebanen

Renteregnskapet vist i figur 4.8 illustrerer de viktigste drivkreftene bak endringen i rentebanen fra forrige rapport. Søylene viser bidrag til endringer i banen basert på vår hovedmodell NEMO, og den stiplede linjen viser summen av søylene. Den heltrukne linjen viser den faktiske endringen i rentebanen.

Anslaget på kapasitetsutnyttningen er høyere enn i forrige rapport, som følge av at produksjonspotensialet vurderes å være noe lavere. Den høye kapasitetsutnyttningen bidrar til et høyere lønns- og prispress og trekker derfor i retning av høyere styringsrente i starten av perioden. Etter hvert dempes kapasitetsutnyttningen av noe lavere anslag for offentlig etterspørsel. På motsatt side er anslått boliglånrente oppjustert mindre enn anslått

**Figur 4.8 Flere faktorer trekker rentebanen opp**

Akkumulerte bidrag. Prosentenheter



Kilde: Norges Bank

styringsrente, noe som har sammenheng med en tregere normalisering av innskuddsmarginer enn tidligere lagt til grunn. Det gjør at rentebanen trekkes mindre ned enn den ellers ville gjort. Faktorene knyttet til *produksjonspotensial og innenlandsk etterspørsel* bidrar til å trekke rentebanen litt opp i starten, og ned etter hvert, se mørkeblå søyler.

Den underliggende prisveksten har vært høyere enn anslått i forrige rapport, og ventes å stige videre den nærmeste tiden. Anslagene for lønnsveksten i år er oppjustert som følge av større press i arbeidsmarkedet. I tillegg bidrar høyere energipriser til en oppjustering av både lønnsvekst og underliggende prisvekst neste år. Samlet sett blir lønns- og prisveksten høyere enn det modellapparatet kan forklare basert på utviklingen i produksjonsgapet og andre drivkrefter i modellen. *Priser og lønn* trekker derfor rentebanen opp over hele anslagsperioden, se lilla søyler.

Terminprisene for olje og gass er høyere enn i forrige rapport. Det bidrar til noe høyere aktivitet i petroleumsrelatert virksomhet, og anslagene for petroleumsinvesteringene er oppjustert mot slutten av prognoseperioden. *Petroleumspriser og -investeringer* trekker derfor rentebanen opp, se beige søyler.

Kronekursen er svakere enn vi anslo i forrige rapport. Høyere petroleumspriser trekker isolert sett i retning av en sterkere krone, mens klart lavere rentedifferanse mot utlandet trekker i motsatt retning. Ifølge modellapparatet har kursen svekket seg mer enn hva utviklingen i petroleumspriser og rentedifferansen mot utlandet skulle tilsi. Utviklingen i *kronekursen* trekker derfor rentebanen opp, se oransje søyler.

Hos våre handelspartnere har høyere inflasjonsutsikter bidratt til en oppgang i forventede styringsrenter. Dette trekker isolert sett i retning av en svakere krone, som igjen kan løfte prisveksten og nettoeksporten, og tilsier derfor en høyere rentebane. Rentebanen trekkes også opp av økt prisvekst ute, som løfter prisene på varer vi importerer og bidrar til høyere inflasjon her hjemme. Summen av impulsene fra utenlandske renter og inflasjon er vist i grønne søyler.

Rentebanen holdes tilbake av at vi fremover venter svakere vekst hos våre handelspartnere se røde søyler.

Faktorene knyttet til vurderingen av lønns- og prisvekst, kronekursen, utenlandske renter og olje- og gasspriser trekker rentebanen opp. Lavere offentlig etterspørsel og lavere vekst hos våre handelspartnere demper oppjusteringen litt. Modellanalysen tilsier samlet sett en høyere rentebane gjennom hele prognoseperioden.

Renteregnskapet viser bidragene til endring i rentebanen slik det tolkes av modellapparatet. Endringen i modellbanen, som er summen av bidragene, vil normalt avvike noe fra endringen i rentebanen, som skal uttrykke komiteens avveining mellom målene i pengepolitikken. I denne rapporten er rentebanen oppjustert om lag like mye som modellbanen.

## ANSLAG PÅ NØYTRAL REALRENTE

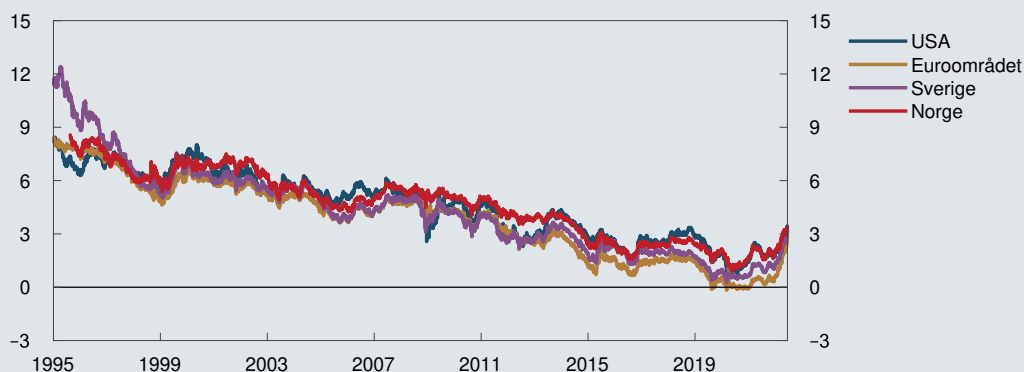
Den nøytrale realrenten ( $r^*$ ) er renten som er forenlig med en balansert utvikling i økonomien på mellomlang sikt. Den nøytrale realrenten er ikke observerbar, og må derfor beregnes. Anslagene er til hjelp for å vurdere hvorvidt pengepolitikken virker ekspansivt eller kontraktivt på økonomien. Vi benytter både modell- og markedsbaserte metoder for å anslå den nøytrale realrenten. Siden 2019 har vi anslått den nøytrale realrenten, målt ved pengemarkedsrenten, til å ligge nær null prosent. Oppdaterte modellanslag og utviklingen i markedsrenter er i tråd med denne vurderingen. Det er imidlertid stor usikkerhet knyttet til anslag på  $r^*$ . Det gjelder både hva  $r^*$  er i dag, og ikke minst hva  $r^*$  kommer til å være noen år frem i tid. For å ta hensyn til denne usikkerheten finner vi det rimelig å legge til grunn at nøytral realrente ligger mellom -0,5 og 0,5 prosent.

Våre analyser legger til grunn at nøytral realrente i hovedsak bestemmes av andre forhold enn pengepolitikken.<sup>1</sup> Nedgangen i  $r^*$  de siste tiårene forklares ofte med strukturelle forhold som påvirker sparing og investeringer. Litteraturen fokuserer på lavere produktivtvekst, aldring av befolkningen, økt inntektsulikhet og en vridning i etterspørselen mot mer sikre og likvide aktiva.<sup>2</sup> Som følge av kapitalmobilitet på tvers av landegrensler er det rimelig å anta at  $r^*$  i Norge er nært knyttet til den globale  $r^*$ .

Implisitte femårsrenter om fem år brukes ofte som et mål på hva markedsaktørene forventer at korte renter vil være på mellomlang sikt, når effekten av økonomiske forstyrrelser er uttømt. Justert for inflasjonsforventninger kan slike renter danne utgangspunkt for et markedsbasert mål på  $r^*$ . Langsiktige markedsrenter har hatt en nedadgående trend de siste tiårene, se figur 4.B. De siste månedene har imidlertid slike renter steget betraktelig i flere land. Et relevant spørsmål for sentralbanker er om oppgangen kan tolkes som at markedsaktørenes forventning om nøytral realrente har økt, eller om det er andre forhold som kan forklare økningen.

### Figur 4.B Lange renter har steget

Implisitte femårsrenter om fem år basert på swaprenter. Prosent



Kilder: Refinitiv Datastream og Norges Bank

1 Enkelte studier finner imidlertid effekter av pengepolitikk på  $r^*$ . Blant annet viser Mian, Straub og Sufi (2021) «Indebted demand» *The Quarterly Journal of Economics* at økt gjeldsvekst som følge av ekspansiv pengepolitikk kan påvirke  $r^*$  gjennom fordelings effekter.

2 Et kommende Norges Bank Staff Memo (Meyer, Ulvedal og Wassberg, 2022) vil gi en nærmere beskrivelse av utviklingen i nøytral realrente og modellene som brukes til å estimere den.

Langsiktige markedsrenter avhenger både av forventninger om kortsiktige renter frem i tid og terminpremier. Terminpremien er den ekstra avkastningen en investor får for å holde obligasjoner med lang løpetid fremfor en serie med obligasjoner med kort løpetid, og kan variere over tid. Terminpremier kan ikke observeres, og er vanskelig å estimere. Endrede forventninger til sentralbankenes aktivkjøpsprogrammer den siste tiden kan ha medført en oppgang i terminpremien på lange renter. Det kan trolig forklare noe av oppgangen i langsiktige markedsrenter.

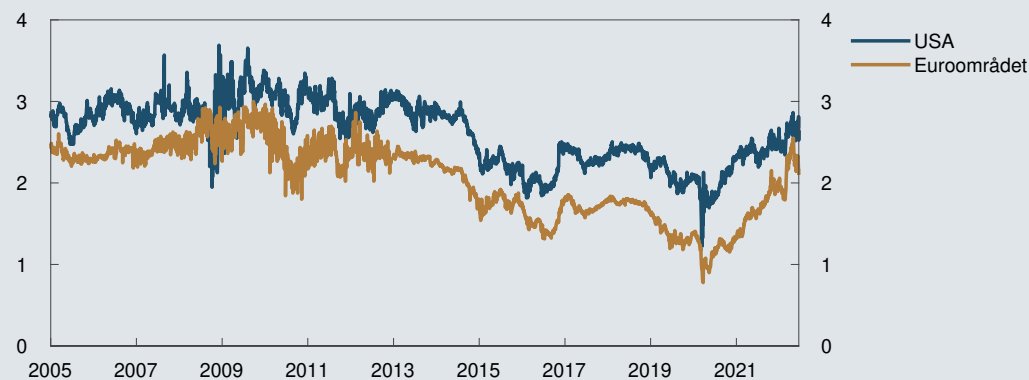
For å få et mål på markedsaktørenes forventninger til realrenten, må vi justere de nominelle rentene for forventet inflasjon. Det finnes ikke markedsbaserte mål på inflasjonsforventninger i Norge, men slike inflasjonsforventninger på fem til ti års sikt har økt betydelig i både USA og euroområdet den siste tiden, se figur 4.C. Noe av oppgangen i nominelle femårsrenter om fem år, kan dermed trolig tilskrives økte inflasjonsforventninger. Inflasjonsforventningene er nå høyere enn sentralbankenes inflasjonsmål. Det betyr ikke nødvendigvis at markedsaktører tror det mest sannsynlige utfallet er at inflasjonen blir høyere enn målet, men kan være en indikasjon på at det prises inn en sannsynlighet for høy inflasjon på fem til ti års sikt. Dersom markedet priser inn en risiko for høy inflasjon, kan det også tenkes at realrenten som er priset inn også ligger noe høyere enn  $r^*$ , siden det tillegges en sannsynlighet for at pengepolitikken vil være kontraktiv på fem til ti års sikt.

Norske femårsrenter om fem år ligger for tiden rundt 3 prosent, og følger utviklingen i utenlandske renter tett. Hvis markedsaktørenes inflasjonsforventninger fem til ti år frem i tid tilsvarer inflasjonsmålet, tilsier det at markedsaktørene forventer at  $r^*$  ligger på rundt 1 prosent. Dersom markedet i stedet priser inn en risiko for høy inflasjon også i Norge, kan det tilsi at markedsaktørenes forventninger til  $r^*$  ligger noe under 1 prosent.

Som et alternativ til markedsbaserte mål, kan  $r^*$  anslås ved hjelp av økonomiske modeller, hvor man forsøker å estimere  $r^*$  som den realrenten som er forenelig med en balansert utvikling i økonomien i fravær av sjokk. Vi benytter en rekke ulike modeller for å estimere  $r^*$ . Enkelte av modellene er tidsseriemodeller, mens andre modeller i større grad pålegger sammenhenger mellom variablene basert på økonomisk teori. Modellene

**Figur 4.C Inflasjonsforventninger over målet**

Markedsbaserte mål på inflasjonsforventninger. Fem år om fem år. Prosent



Kilder: Refinitiv Datastream og Norges Bank

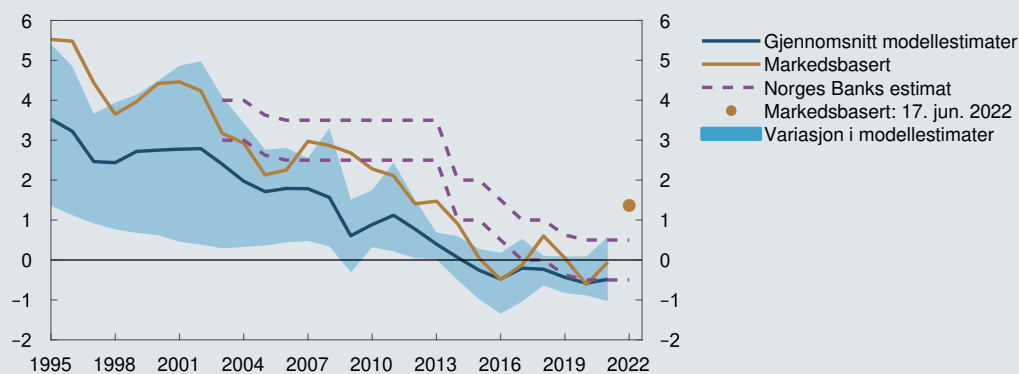
er estimert på data frem til 2021. I likhet med markedsbaserte mål på  $r^*$ , indikerer alle modellene i modellporteføljen at den nøytrale realrenten har falt de siste tiårene. Gjennomsnittet av modellestimatene falt fra 3,5 prosent i 1995 til -0,5 prosent i 2016, og har ligget ganske stabilt siden.

Hverken modellestimater på nøytral realrente eller markedsbaserte mål er uproblematisk. Usikkerheten rundt modellestimatene for nøytral realrente er store, og estimatene avhenger av modellspekifikasjoner. Markedsbaserte mål kan være påvirket av terminpremier og inflasjonsrisiko som kan være vanskelig å anslå, og markedsaktørene kan ta feil om  $r^*$ . Vi gjør derfor en skjønsmessig vurdering av de ulike målene. Figur 4.D oppsummerer estimatene fra vår modellportefølje vist sammen med det markedsbaserte målet, hvor vi legger til grunn at inflasjonsforventningene ligger på inflasjonsmålet. I figuren har vi også tatt med Norges Banks estimat på  $r^*$  gjennom tidene.<sup>3</sup> Tidligere har det markedsbaserte målet ligget noe høyere enn de fleste modellestimatene, og Norges Banks anslag har i perioder ligget noe over det markedsbaserte målet. De siste årene har det derimot vært større samsvar mellom modellene, markedsbaserte mål og Norges Banks anslag.

Vi anslår at den nøytrale reelle pengemarkedsrenten ligger i intervallet -0,5 til 0,5 prosent. Dette synes å være godt i tråd med summen av informasjon fra modellene og markedet. I utarbeidelsen av prognosene i denne rapporten legger vi til grunn at nøytral rente ligger i midten av dette intervallet.

Usikkerheten rundt ethvert estimat på  $r^*$  er stor. Det er også krevende å anslå hvordan  $r^*$  vil utvikle seg lenger frem i tid, ettersom det både er usikkerhet knyttet til utviklingen i drivkreftene bak  $r^*$  og hvordan en gitt utvikling i disse vil påvirke  $r^*$ . I litteraturen pekes det både på faktorer som kan føre til et videre fall i  $r^*$ , og på faktorer som etter hvert vil føre til at  $r^*$  øker. Det finnes ingen konsensus i litteraturen om hvilken retning  $r^*$  vil utvikle seg fremover.

**Figur 4.D Estimater på nøytral realrente**  
Prosent



Kilder: Refinitiv Datastream og Norges Bank

<sup>3</sup> Norges Banks estimat på nøytral realrente har enten vært oppgitt som et intervall, eller som «nær» et punktestimat. I tilfellene der det har blitt oppgitt punktestimat, har vi lagt til og trukket fra 0,5 prosentenheter for å få et intervall.

## NORGES BANKS PENGEPOLITISKE STRATEGI

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

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

### Lav og stabil inflasjon

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

### Høy og stabil produksjon og sysselsetting

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

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

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

### Motvirke oppbygging av finansielle ubalanser

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

### Reaksjonsmønster

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



# 5 Beslutningsgrunnlag for motsyklisk kapitalbuffer

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

Kredittverdige foretak og husholdninger synes å ha god tilgang på kreditt. Veksten i kreditt og eiendomspriser avtok i løpet av fjoråret etter å ha vært høy under koronapandemien. I år har boligprisveksten igjen tiltatt, men veksten ventes å avta fremover. Veksten i næringseiendomsprisene har også tiltatt den siste tiden, men vi venter at prisene avtar noe fremover som følge av gradvis økende avkastningskrav. Samlet sett er vurderingen av syklisk sårbarhet om lag som før pandemien.

Usikkerhet om de globale vekst- og inflasjonsutsiktene har bidratt til store svingninger i finansmarkedene den siste tiden. Dersom risikopremier ute øker brått og formuespriser faller markert, kan det også påvirke det norske finansielle systemet. Norske banker er solide og likvide, og de har god lønnsomhet. Det gjør dem robuste i møte med forstyrrelser. Bankene er godt rustet til å oppfylle vedtatte krav til motsyklisk kapitalbuffer og samtidig opprettholde kreditttilbudet.

## 5.1 Tilgang på kreditt

Kredittverdige foretak og husholdninger synes å ha god tilgang på kreditt. Bankene har god kapasitet til å imøtekomme kredittetterspørsel. I Norges Banks utlånsundersøkelse fra april meldte bankene om uendret kredittpraksis overfor husholdninger og foretak i første kvartal, og de ventet ingen endringer for andre kvartal.

I obligasjonsmarkedet har risikopåslagene på nye utstedelser økt hittil i år, se figur 5.1. Oppgangen har vært størst for næringseiendomsforetak. Risikopåslagene er nå over gjennomsnittet for de siste ti årene, men klart lavere enn ved utbruddet av koronapandemien i mars 2020.

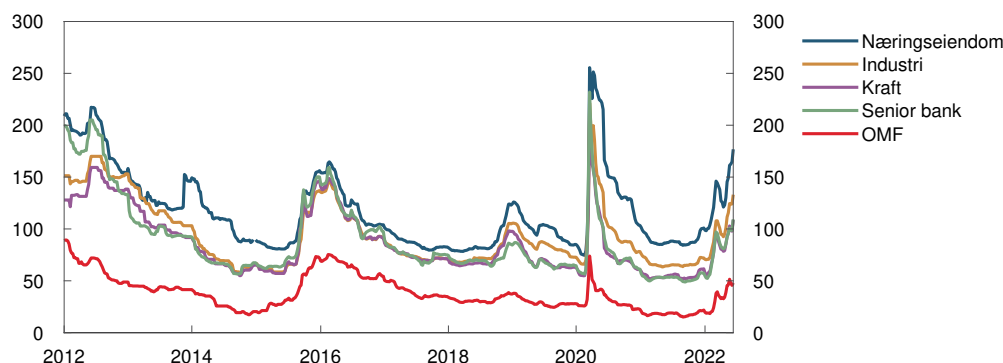
### Oppdatert rammeverk for beslutning om motsyklisk kapitalbuffer

Norges Bank har oppdatert rammeverket for beslutning om krav til motsyklisk kapitalbuffer, se *Norges Bank Memo 4/2022*. Oppdateringen er basert på erfaringer og praksis de siste årene, og representerer ingen endring i praksis for beslutning om bufferkravet. Beslutningen baseres fortsatt 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.

En oppdatert figurpakke med alle indikatorer som inngår i rammeverket, finnes på Norges Banks nettsider.

### Figur 5.1 Risikopåslag i obligasjonsmarkedet har økt

Høy kredittvurdering. Femårs løpetid. Basispunkter over tremåneders Nibor



Kilder: DNB Markets og Nordic Bond Pricing

## 5.2 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, som er typiske mål på syklisk sårbarhet. Samlet sett er vurderingen av syklisk sårbarhet i det finansielle systemet om lag som før pandemien. Et bredt sett av indikatorer for syklisk sårbarhet er nå på et middels nivå historisk sett, mens indikatorene signaliserte høy syklisk sårbarhet i forkant av finanskrisen, se figur 5.2. Anslagene i denne rapporten for blant annet kreditt, bolig- og næringseiendomspriser tilsier at de fleste indikatorene for syklisk sårbarhet vil avta noe fremover.

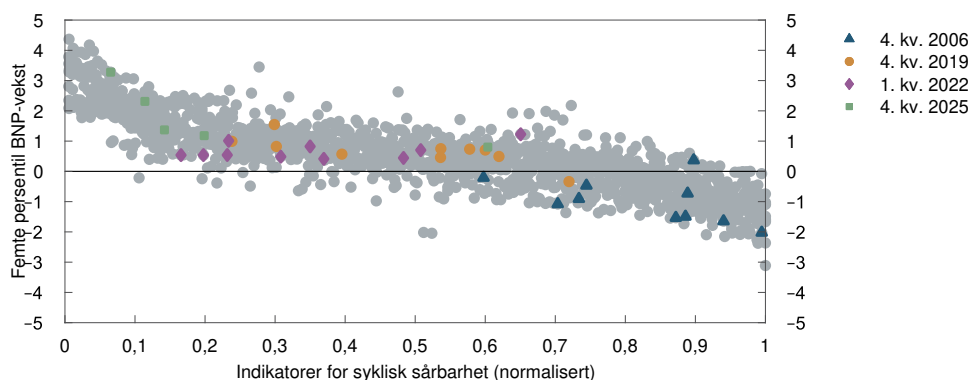
### Husholdningenes rentebelastning øker

Kredittveksten til husholdningene har kommet gradvis ned de siste kvartalene, i tråd med en mer moderat utvikling i boligmarkedet. Veksten de siste månedene har vært litt lavere enn anslått i forrige rapport. Vi venter at kredittveksten fortsetter å avta gradvis gjennom hele prognoseperioden, som følge av høyere utlånsrenter og avtakende boligprisvekst, se figur 5.3 og tabell 3 i vedlegget.

Vi venter at husholdningenes renteutgifter vil øke mer enn inntektene fremover, se figur 5.4. Rentebelastningen, som er renteutgifter som andel av inntekt, anslås om lag å doble seg fra første kvartal i år og frem til 2025. Det skyldes økte utlånsrenter og et høyt

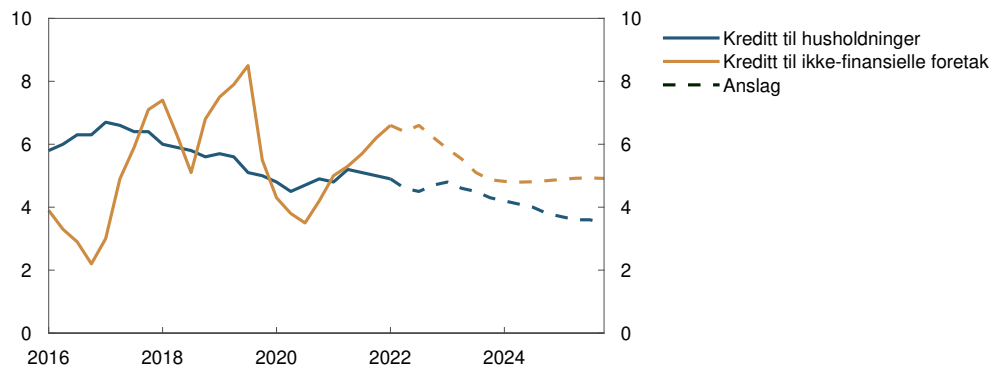
### Figur 5.2 Indikatorer for syklisk sårbarhet er på et middels nivå

Indikatorer for syklisk sårbarhet (normalisert) på horisontal akse og anslag for femte persentil for BNP-vekst på vertikal akse



Kilde: Norges Bank

**Figur 5.3 Lavere kredittvekst fremover**  
Firekvartalersvekst. Prosent



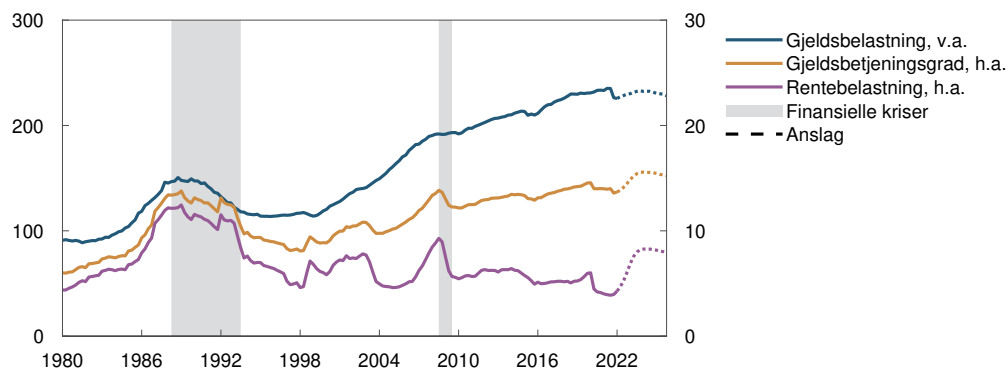
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

gjeldsnivå i husholdningene. Husholdningenes gjeldsbelastning, som er gjeld som andel av inntekt, har vokst mye over lengre tid. Høy inntektsvekst, særlig i form av økte aksjeutbytter, bidro til at gjeldsbelastningen falt mot slutten av fjoråret. Vi venter en svak økning i gjeldsbelastningen de nærmeste årene, før den faller litt mot slutten av prognoseperioden som følge av lavere kredittvekst.

Sparingen under pandemien har vært vesentlig høyere enn normalt. Det har økt husholdningssektorens buffere, noe som samlet sett gjør den bedre rustet i møte med økte utgifter.

Veksten i foretakenes innenlandske kreditt har vært høyere enn anslått i forrige rapport. Det var særlig økt utlånsvekst fra bankene som trakk veksten opp, og veksten var bredt basert over næringer. Utviklingen i foretakenes kredittvekst henger i stor grad sammen med utviklingen i foretaksinvesteringene. I tråd med investeringsanslagene, se nærmere omtale i kapittel 3, venter vi at foretakenes kredittvekst holder seg oppe det neste året før den avtar på noe lengre sikt. Anslagene det neste året er noe oppjustert siden forrige rapport.

**Figur 5.4 Husholdningenes rentebelastning ventes å øke**  
Prosent



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

### Sårbarheter i husholdningssektoren

Høy gjeld i husholdningene og sterk vekst i boligprisene gjennom pandemien er de viktigste sårbarhetene i husholdningssektoren, se omtale i *Finansiell stabilitet 2021*. Husholdningenes gjeld er dominert av lån med pant i bolig, og gjeldsutviklingen er nært knyttet til utviklingen i boligpriser. Store og brå fall i boligpriser vil derfor redusere egenkapitalen i bolig for mange husholdninger.

Perioder med vedvarende høy boligprisvekst og kredittvekst øker sårbarheten i husholdningssektoren. Dersom boligprisene vokser raskere enn inntektene, blir husholdningene mer sårbare for inntektsbortfall og økte renter. Dersom mange husholdninger strammer inn på konsumet, kan det redusere foretakenes evne til å betjene gjeld og i neste omgang gi økte tap i bankene.

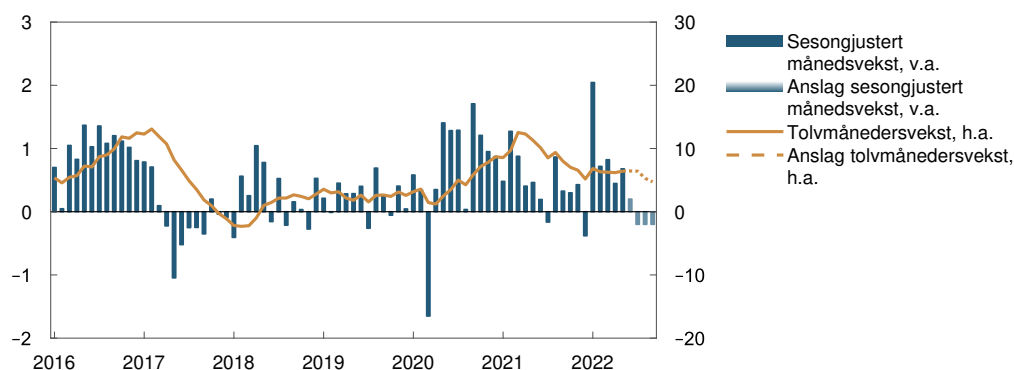
### Utsikter til lavere boligprisvekst

Etter flere år med betydelig boligprisvekst, hvor prisene vokste raskere enn husholdningenes inntekter, var boligprisveksten de siste par årene før koronautbruddet på et stabilt og moderat nivå, se figur 5.5. Under koronapandemien tok boligprisveksten seg markert opp. Veksten i boligpriser avtok gjennom fjoråret, men i år har boligprisveksten igjen tiltatt og vært høyere enn anslått. Den sterke utviklingen i arbeidsmarkedet har trolig holdt etterspørselen i boligmarkedet høy. Samtidig har beholdningen av usolgte bruktboliger vært betydelig lavere enn normalt, se figur 5.6. Den sterke prisveksten bør også ses i sammenheng med endringer i regelverket ved salg av bolig, som har ført til midlertidige flaskehalsar i bruktboligmarkedet.

Salget av nye leiligheter har vært høyt hittil i år og bidratt til å holde det samlede nyboligsalget oppe, se figur 5.7. Salget av nye eneboliger og småhus har på den annen side vært lavere enn gjennomsnittet for de siste årene, etter at det falt til et historisk lavt nivå i fjor. Det lave salget av nye eneboliger og småhus bør ses i sammenheng med at prisene på trelast, som er en viktig innsatsfaktor for bygging av slike hus, økte betydelig gjennom 2021. Den siste tiden har prisene på stål økt markert, noe som kan påvirke bygging av leiligheter. Vi ventet at den sterke prisveksten på både trelast og stål vil være midlertidig. Internasjonale priser har avtatt, og terminprisene tilsier videre nedgang. Høye byggekostnader og knapphet på arbeidskraft vil trolig dempe boligbyggingen

**Figur 5.5 Økt boligprisvekst så langt i år**

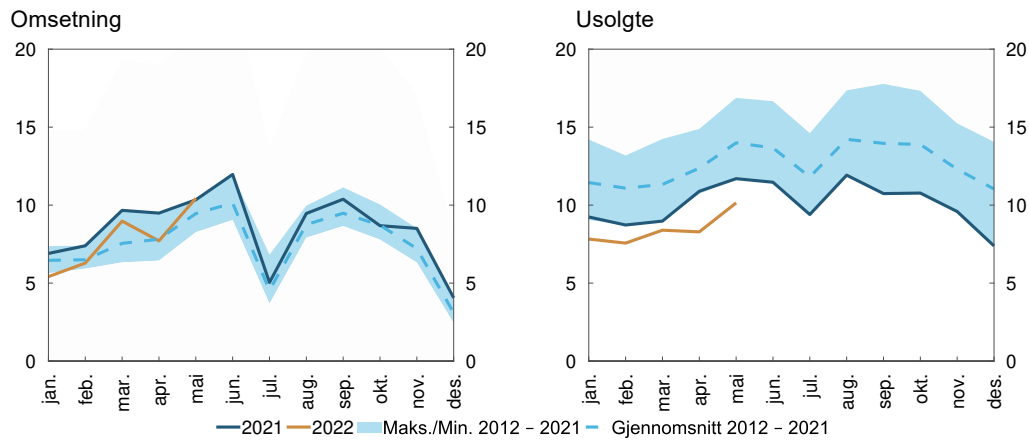
Prosent



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

**Figur 5.6 Få usolgte boliger i bruktboligmarkedet**

Antall bruktboliger i tusen



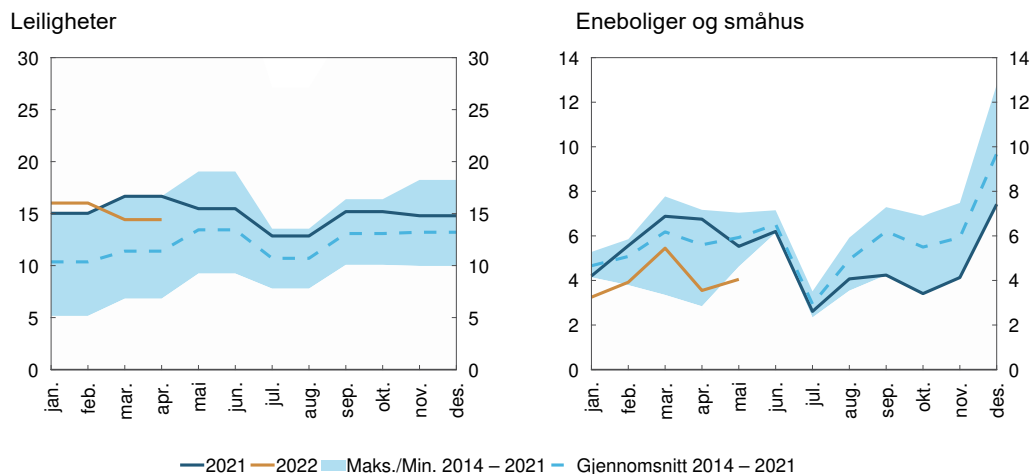
Kilder: Eiendom Norge, Eiendomsverdi, Finn.no og Norges Bank

fremover, se også kapittel 3. Usikkerhet knyttet til pris og leveranse av byggevarer og tilgang på arbeidskraft gjør anslagene usikre.

Vi anslår at boligprisene vil falle litt det neste året som følge av økte utlånsrenter, se figur 5.8. Boligprisveksten ventes så å ta seg noe opp igjen utover i prognoseperioden. Boligprisanslagene er samlet sett litt oppjustert siden forrige rapport. Økte utlånsrenter trekker ned, men sterk utvikling i arbeidsmarkedet med lav arbeidsledighet og høy lønnsvekst bidrar til å holde boligprisveksten oppe. Etter en periode med svært lave utlånsrenter og høy gjeldsbelastning i husholdningene, er det usikkerhet rundt husholdningenes tilpasning til økte renter. Avdempingen i boligmarkedet kan bli større enn det vi har lagt til grunn.

**Figur 5.7 Salget av nye leiligheter har vært høyt hittil i år**

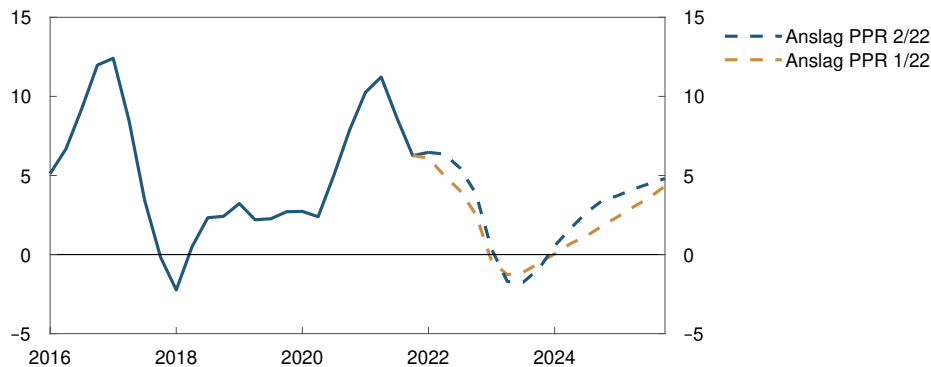
Omsetning. Antall nye boliger i hundre



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

**Figur 5.8 Lavere vekst i boligprisene fremover**

Firekvarteralsvekst. Prosent



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

**Utsikter til lavere salgspisener på næringseiendom**

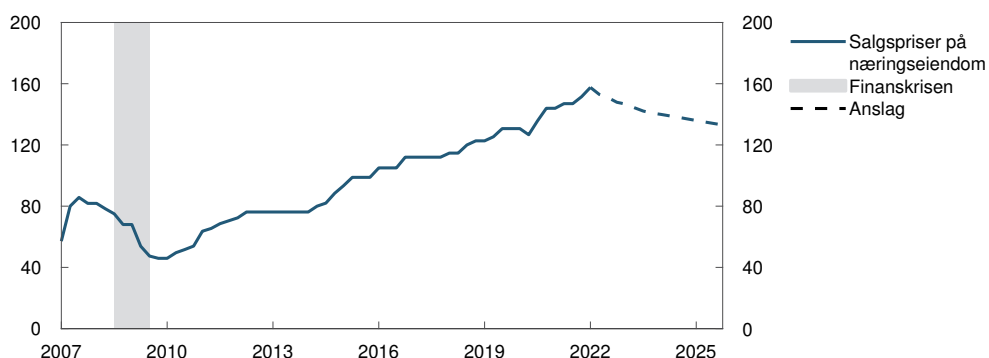
Det har vært kraftig vekst i salgspisener på næringseiendom over flere år, se figur 5.9. I begynnelsen av pandemien falt prisene, men siden da har prisene steget igjen. Salgspisener beregnes som leiepriser delt på et avkastningskrav. Oppgangen i salgspisener siden midten av 2021 skyldes markert økte leiepriser. Som følge av lav tilførsel av nye kontorbygg, høy sysselsetningsvekst og sterk vekst i økonomien venter vi høy leieprisvekst også den nærmeste tiden. På lengre sikt venter vi moderat leieprisvekst i tråd med økt byggeaktivitet og en avdemping av veksten i norsk økonomi.

Avkastningskravet avhenger av utviklingen i langsiktige renter og risikopremier. Avstanden mellom langsiktige renter og det observerte avkastningskravet har blitt vesentlig lavere i Oslo og i andre europeiske byer det siste halvåret, se figur 5.10. For Oslo var avstanden i første kvartal på sitt laveste siden før finanskrisen. I andre kvartal har de langsiktige rentene steget videre. Vi venter derfor en gradvis økning i avkastningskravet fremover. Samlet tilsier anslagene for leieprisvekst og avkastningskrav at salgspisener på næringseiendom vil falle noe fremover (figur 5.9).

En ny analyse fra Norges Bank indikerer at bankene er bredt eksponert mot nærings-eiendomsmarkedet, se ramme på side 66. Bankene har en overvekt av sin eksponering i næringseiendom mot kontormarkedet i de store byene, særlig i Oslo. Eksponeringene

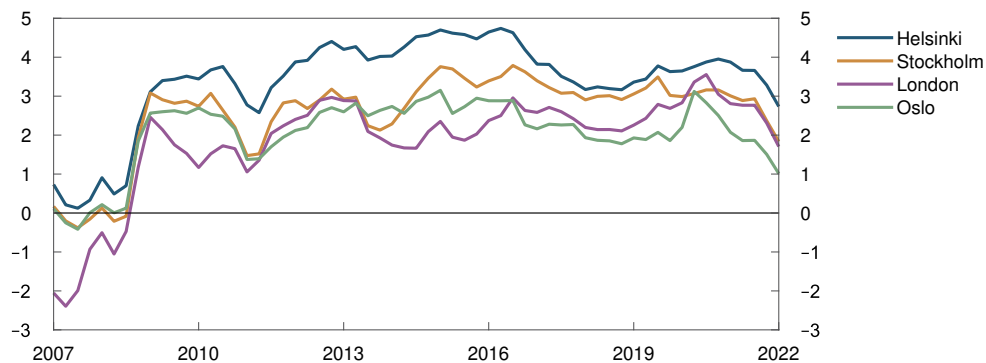
**Figur 5.9 Prisene på næringseiendom ventes å falle noe**

Beregnete salgspisener. Tusen kroner per kvadratmeter



Kilder: JLL og Norges Bank

**Figur 5.10 Avstanden mellom avkastningskrav og lange renter har falt i flere europeiske byer**  
Avkastningskrav fratrukket femårs swaprente. Prosentenheter



Kilder: Datastream og JLL

mot handel, industri og lager er også store, mens de er klart mindre mot hotell og restaurant. Vi forventer at bankene får lave tap på lån til næringsseidom fremover.

### Økt fare for forstyrrelser

Forstyrrelser fra ulike deler av økonomien og finansmarkedene kan true finansiell stabilitet. Usikkerhet om de globale vekst- og inflasjonsutsiktene har bidratt til store svingninger i finansmarkedene den siste tiden. Det finansielle systemet opererer i stor grad på tvers av landegrenser. Dersom risikopremier ute øker brått og formuespriser faller markert, kan det også påvirke det norske finansielle systemet. Sårbarheter i det finansielle systemet kan føre til at slike forstyrrelser får større konsekvenser for norsk økonomi.

Lave avkastningskrav gjør næringsseidomsprisene særlig sårbare for økt rente eller risikopremie. En brå økning i avkastningskravet kan føre til et markert fall i salgsprisene. Prisveksten på næringsseidom de siste årene har ikke vært motsvart av tilsvarende opplåning i næringsseidomsforetak. Det har økt foretakenes egenkapitalandel, og de står dermed bedre rustet ved prisfall.

Et markert fall i prisene på næringsseidom kan føre til at noen næringsseidomsforetak får utfordringer med å refinansiere sin obligasjonsgjeld. Det norske obligasjonsmarkedet har blitt en viktig finansieringskilde for mange næringsseidomsforetak. Det er relativt store volumer av obligasjoner utstedt av næringsseidomsforetak som kommer til forfall de neste årene, spesielt for foretak med lav kredittvurdering.

### Sårbarheter i næringsseidom

Bankenes høye eksponering mot næringsseidom og lave avkastningskrav er viktige sårbarheter i det finansielle systemet, se omtale i *Finansiell stabilitet 2021*. Innen næringsseidom 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 næringsseidom.

Høy gjeld i husholdningene kan også forsterke konsekvensene av forstyrrelser til det finansielle systemet og norsk økonomi. Etter en periode med svært lave utlånsrenter, lav prisvekst og høy gjeldsbelastning i husholdningene, er det usikkerhet rundt husholdningenes tilpasning til økte renter og priser. I tillegg gjør høy gjeldsbelastning mange husholdninger sårbare for boligprisfall og inntektsbortfall. Ved forstyrrelser kan mange husholdninger bli nødt til å stramme inn på konsumet, særlig de som har små finansielle buffere. Dersom mange husholdninger strammer inn på konsumet, kan det redusere foretakenes inntjening og evne til å betjene gjeld. I neste omgang kan det gi økte tap på bankenes utlån til foretak og forsterke en nedgang i norsk økonomi. Høyere sparing enn normalt gjennom pandemien har økt husholdningssektorens buffere og gjør den samlet sett bedre rustet i møte med økte utgifter.

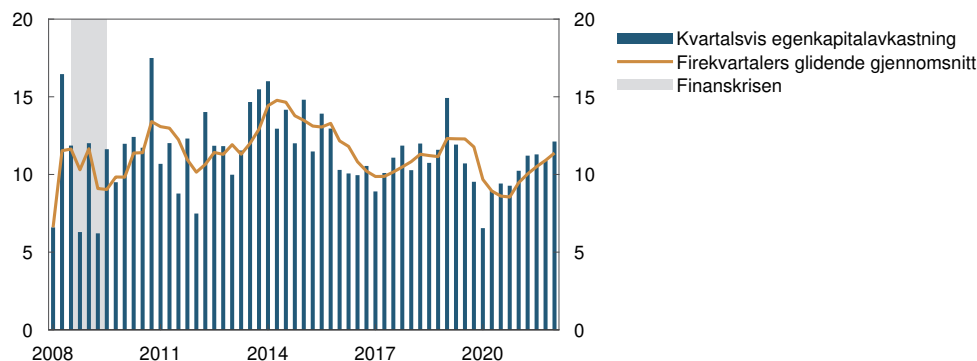
### 5.3 Bankene

Norske banker har god lønnsomhet. Løpende lønnsomhet er bankenes førstelinjeforsvar mot økte tap. Egenkapitalavkastningen for de store norske bankene økte til 12 prosent i første kvartal, se figur 5.11. Det skyldtes primært reduserte driftskostnader og at bankene har tilbakeført tidligere tapsavsetninger. Netto renteinntekter, som er bankenes viktigste inntektskilde, har økt det siste året som følge av høyere utlånsrenter. Vi venter at økte netto renteinntekter vil bidra til å opprettholde lønnsomheten fremover.

Utlånstapene som andel av brutto utlån for alle norske banker falt til nær null i første kvartal, se figur 5.12. Det skyldtes i hovedsak at bankene har tilbakeført tidligere tapsnedskrivninger, noe som gjenspeiler at den økonomiske utviklingen har vært bedre enn ventet. Nivåene på bankenes akkumulerte nedskrivninger er nær det de var før pandemien. Det indikerer at mulighetsrommet for ytterligere tilbakeføringer er begrenset hos de store bankene. Vi venter derfor at utlånstapene normaliseres fremover.

Norske banker er solide og godt rustet til å opprettholde kredittilbudet. De store bankene oppfyller allerede kapitalkravene som vil gjelde ved utgangen av mars neste år, inkludert krav til motsyklisk kapitalbuffer på 2,5 prosent, se figur 5.13. Den rene kjernekapitaldekningen falt 0,8 prosentenheter for de syv store bankene samlet i første kvartal. Nedgangen kan i hovedsak forklares med DNBs oppkjøp av Sbanken, som reduserte DNBs kjernekapitaldekning med omtrent 1,3 prosentenheter.

**Figur 5.11 Bankene er lønnsomme**  
Egenkapitalavkastning. Annualisert. Prosent

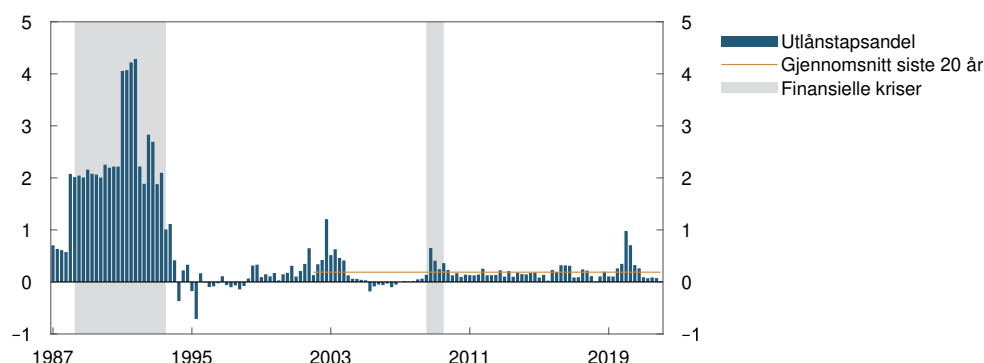


Kilder: S&P Capital IQ og Norges Bank



**Figur 5.12 Utlånstap er lave**

Utlånstap som andel av utlån. Annualisert. Prosent



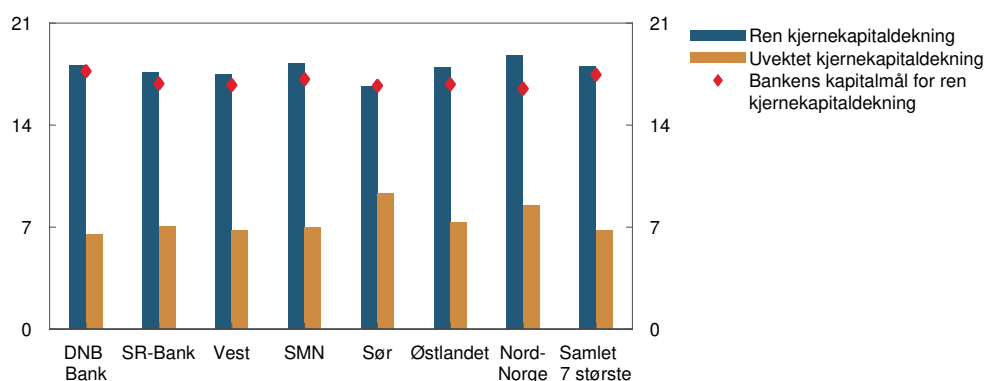
Kilde: Norges Bank

Bankpakken, som er EUs reviderte kapital- og krisehåndteringsregelverk, er nå implementert i norsk rett.<sup>1</sup> Den inneholder blant annet endringer som vil redusere bankenes kapitalkrav for utlån til små og mellomstore bedrifter, og til infrastrukturprosjekter. Finanstilsynet har også nylig redusert pilar 2-kravene for tre av de store bankene. Samtidig økte de kapitalkravsmarginen, som Finanstilsynet forventer at bankene holder, for fire av bankene.

Norske banker har god tilgang på markedsfinansiering. Risikopåslagene de betaler for seniorobligasjoner og obligasjoner med fortrinnsrett (OMF), har økt hittil i år og er nå noe høyere enn gjennomsnittet for de siste ti årene (figur 5.1). Bankene oppfyller krav til likviditetsreserver og langsiktig finansiering med god margin. Det gjør bankene godt rustet til å møte uro i finansieringsmarkedene.

**Figur 5.13 Bankene er godt rustet til å oppfylle vedtatte bufferkrav**

Prosent. Per 1. kv. 2022



Kilder: Bankkonsernernes kvartalsrapporter og Norges Bank

<sup>1</sup> Bankpakken omfatter forordning (EU) 2019/876 (CRR2), direktiv (EU) 2019/878 (CRD5) og direktiv (EU) 2019/879 (BRRD2). Se pressemelding fra Finansdepartementet.

## BANKENE ER BREDT EKSPONERT MOT NÆRINGSEIENDOMSMARKEDET

Norske banker har stor eksponering mot næringseiendom. Helhetlig informasjon om næringseiendom har imidlertid vært begrenset. Gjennom samarbeid med Create-Solutions (CS) har Norges Bank fått tilgang til et stort datasett om de aller fleste kommersielle næringsbygg i Norge. Vi har koblet dette datasettet mot tinglyst pant i bygg og grove anslag for markedsverdien av byggene.<sup>1</sup> I en ny analyse har vi brukt datasettet til å gi en beskrivelse av næringseiendomsmarkedet og anslå bankenes eksponering mot ulike regioner og segmenter.<sup>2</sup>

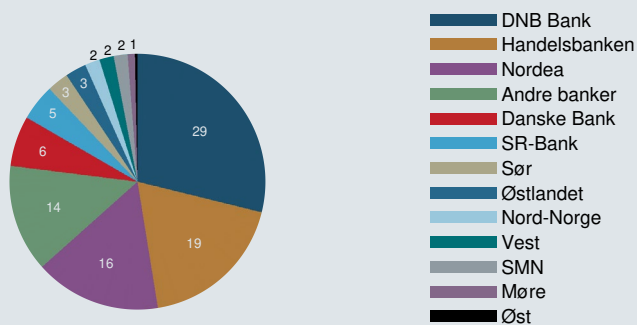
Bankene har pant i om lag halvparten av byggene i datasettet, hvor byggene i hele datasettet har en estimert total markedsverdi på om lag 2 000 milliarder kroner. Noen få banker står for det meste av eksponeringene. DNB er den klart største aktøren med en andel på nær 30 prosent, se figur 5.A. De fire største aktørene, DNB, Handelsbanken, Nordea og Danske Bank, står for om lag tre fjerdedeler av alle norske bankers eksponering mot næringsbygg.

Våre analyser viser at bankene er bredt eksponert mot næringseiendomsmarkedet. Bankenes eksponeringer likner på sammensetningen av markedet. Det innebærer at bankene har mest pant i kontor, men også mye pant i handel, industri og lager, mens de er klart mindre eksponert mot hotell og restaurant, se figur 5.B ii). Enkeltbanker er nokså likt eksponert mot de ulike segmentene, se figur 5.C. De utenlandske filialene er mer eksponert mot kontorbygg, mens de regionale sparebankene stort sett er noe mindre eksponert mot dette segmentet.

Bankenes eksponering mot kontormarkedet er betydelig, særlig mot kontor i Oslo. Markedsverdien av kontorbygg i Oslo utgjør mer enn halvparten av markedsverdien til kontorsegmentet. Prestisjelokaler er kontorbygg av høy kvalitet lokalisert i Vika og på Aker Brygge. Kontorbyggene i dette området utgjør 12 prosent av den estimerte markedsverdien til kontorbygg i Oslo. Bankene har imidlertid pant i kun 23 prosent av kontorbyggene i dette området, som er klart lavere enn andelen bankene har pant i ellers i utvalget. Andre panthavere enn banker har tinglyst pant i bare 9 prosent av kontorbygg

**Figur 5.A En stor del av eksponeringen er konsentrert hos få banker**

Estimert markedsverdi til næringsbygg bankene har pant i. Bankenes andel i prosent



Kilder: Arealstatistikk, Create-Solutions, Newsec, Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

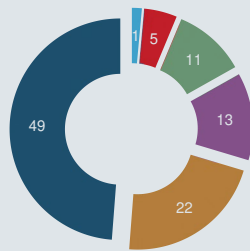
<sup>1</sup> Hvor det er flere panthavere i et bygg, tilordnes bygget til panthaveren med det største pantet.

<sup>2</sup> Se Bjørland, C., I.N. Hjelseth, J.H. Mulelid, H. Solheim og B.H. Vatne: «Næringseiendomsmarkedet – ikke lenger en 'svart boks'», Staff Memo 6/2022. Norges Bank.

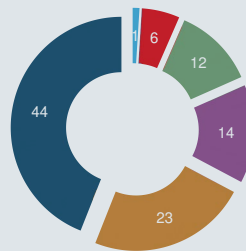
**Figur 5.B Bankenes eksponering reflekterer markedssammensetningen**

Næringsbygg fordelt på segmenter. Prosent

i) Estimert markedsverdi



ii) Estimert markedsverdi til næringsbygg bankene har pant i



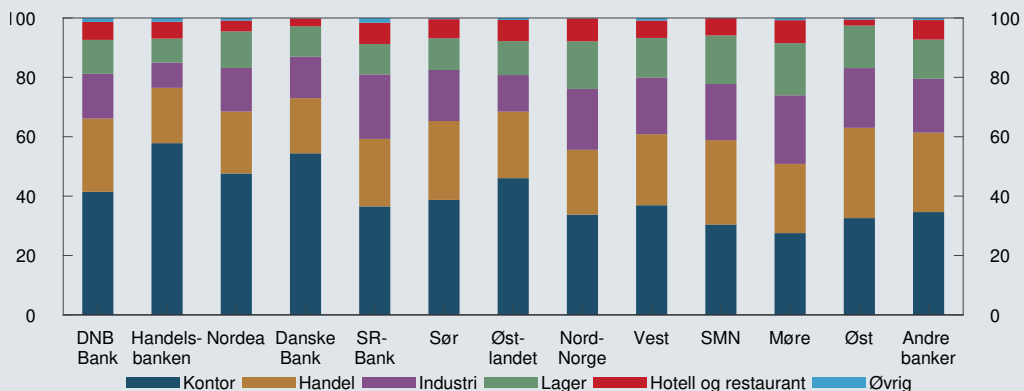
■ Kontor ■ Handel ■ Industri ■ Lager ■ Hotell og restaurant ■ Øvrig

Kilder: Arealstatistikk, Create-Solutions, Newsec, Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

i områdene med prestisjelokaler. At bankene synes å ha relativt lav eksponering mot prestisjelokaler, kan blant annet skyldes at foretakene som eier bygg i dette området i større grad er finansiert med egenkapital, slik som livsforsikringsselskap. Norges Bank har lenge benyttet statistikk for prestisjelokaler i Oslo som en viktig indikator for prisutviklingen i næringseiendom. Det vil den fortsatt være. Det skyldes at statistikken publiseres hyppig og gir en indikasjon på prisutviklingen i andre deler av markedet, særlig andre kontorlokaler i Oslo.

**Figur 5.C Mest pant i kontor hos filialer, minst i regionbanker**

Estimert markedsverdi av næringsbygg som enkeltbanker har pant i. Fordelt på segmenter



Kilder: Arealstatistikk, Create-Solutions, Newsec, Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

# Vedlegg

---

Tabeller med detaljerte anslag

**Tabell 1 Internasjonale anslag**

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

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

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

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

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

5 Målt i utenlandsk valuta. Inkludert vridningseffekter.

Kilder: IMF, Refinitiv Datastream og Norges Bank

**Tabell 2a Konsumpriser. Tolvmånedersvekst. Prosent**

	2022						
	mar	apr	mai	jun	jul	aug	sep
<b>KPI</b>							
Faktisk	4,5	5,4	5,7				
Anslag PPR 1/22	4,9	4,5	4,3	4,0			
Anslag PPR 2/22				5,6	5,1	5,4	4,6
<b>KPI-JAE</b>							
Faktisk	2,1	2,6	3,4				
Anslag PPR 1/22	2,5	2,3	2,6	2,5			
Anslag PPR 2/22				3,4	3,2	4,2	3,9
<b>Importerte varer i KPI-JAE</b>							
Faktisk	2,1	2,3	4,3				
Anslag PPR 1/22	3,4	2,7	3,6	2,9			
Anslag PPR 2/22				4,0	3,7	4,9	3,4
<b>Norskproduserte varer og tjenester i KPI-JAE</b>							
Faktisk	2,1	2,8	3,0				
Anslag PPR 1/22	2,0	2,1	2,1	2,3			
Anslag PPR 2/22				3,2	2,9	3,8	4,2

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

**Tabell 2b Boligpriser. Månedsvækst. Sesongjustert. Prosent**

	2022						
	mar	apr	mai	jun	jul	aug	sep
Faktisk	0,8	0,4	0,7				
Anslag PPR 1/22	0,4	0,1	0,0	0,0			
Anslag PPR 2/22				0,2	-0,2	-0,2	-0,2

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

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

	2022						
	mar	apr	mai	jun	jul	aug	sep
Faktisk	1,9	1,8	1,7				
Anslag PPR 1/22	2,0	2,0	2,0	2,0			
Anslag PPR 2/22				1,7	1,7	1,6	1,6

Kilder: NAV og Norges Bank

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

	2022						
	mar	apr	mai	jun	jul	aug	sep
Faktisk	1,2	-0,5					
Anslag PPR 1/22	0,8	0,5	0,5	0,4			
Anslag PPR 2/22			0,4	0,5	0,2	0,2	0,1

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

**Tabell 2e BNP for Fastlands-Norge. Kvartalsvekst<sup>1</sup>. Sesongjustert. Prosent**

	2021		2022	
	4.kv.	1.kv.	2.kv.	3.kv.
Faktisk	1,5	-0,4		
Anslag PPR 1/22		-0,4	1,8	0,6
Anslag PPR 2/22			1,0	0,8

1 Kvartalstall er beregnet fra månedlig nasjonalregnskap.

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

**Tabell 3 Anslag på makroøkonomiske hovedstørrelser**

Endring i anslag fra Pengepolitisk rapport 1/22 i parentes	Mrd.kr. 2021	Prosentvis endring fra foregående år (der annet ikke fremgår)				
		2021	2022	2023	2024	2025
<b>Priser og lønninger</b>						
KPI		3,5	4,6 (1,2)	3,6 (2,0)	2,5 (0,3)	2,7 (0,3)
KPI-JAE		1,7	3,2 (0,7)	3,3 (0,9)	3,0 (0,5)	2,8 (0,4)
Årslønn		3,5	3,9 (0,2)	4,5 (0,5)	4,4 (0,5)	4,2 (0,4)
<b>Realøkonomi<sup>1</sup></b>						
Bruttonasjonalprodukt (BNP)	4 131	4,0	2,5 (-2,1)	1,6 (-0,4)	1,1 (-0,2)	0,2 (-0,1)
BNP for Fastlands-Norge <sup>2</sup>	3 258	4,2	3,5 (-0,6)	1,1 (-0,5)	0,9 (-0,1)	1,0 (0,0)
Produksjonsgap for Fastlands-Norge (nivå)		-0,4	2,0 (0,4)	1,4 (0,0)	0,8 (-0,2)	0,6 (-0,2)
Sysselsetting, personer, KNR		1,2	3,3 (0,3)	0,5 (-0,1)	0,2 (-0,2)	0,2 (-0,1)
Registrert ledighet (rate, nivå)		3,1	1,8 (-0,2)	1,8 (0,0)	2,0 (0,0)	2,1 (0,1)
<b>Etterspørsel<sup>1</sup></b>						
Etterspørsel fra Fastlands-Norge	3 362	3,3	4,4 (0,2)	0,8 (-1,3)	1,4 (-0,2)	1,7 (-0,1)
- Husholdningenes konsum <sup>2</sup>	1 614	4,6	6,5 (0,5)	1,3 (-2,1)	0,8 (-0,9)	1,5 (0,1)
- Foretaksinvesteringer	353	2,2	7,8 (2,9)	3,6 (-2,0)	4,3 (0,0)	4,3 (-0,3)
- Boliginvesteringer	207	0,6	1,8 (-1,5)	2,4 (-0,5)	1,5 (1,0)	2,0 (1,5)
- Offentlig etterspørsel	1 187	2,3	0,8 (-0,9)	-1,2 (-0,1)	1,3 (0,3)	1,3 (-0,3)
Petroleumsinvesteringer	179	-2,7	-8,0 (0,0)	8,0 (0,0)	15,0 (0,0)	4,0 (1,0)
Eksport fra Fastlands-Norge	718	4,6	4,6 (-0,1)	5,6 (0,6)	3,1 (-0,2)	2,2 (-0,4)
Import	1 211	1,9	7,2 (0,5)	4,0 (-1,3)	4,4 (-0,2)	1,1 (0,1)
<b>Boligpriser og gjeld</b>						
Boligpriser		9,1	5,5 (1,1)	-1,0 (-0,2)	2,0 (1,1)	4,3 (1,0)
Kreditt til husholdningene (K2)		5,0	4,7 (-0,4)	4,3 (-0,3)	3,8 (-0,1)	3,5 (0,1)
<b>Renter, valutakurs og oljepris</b>						
Styringsrente (nivå)		0,1	1,2 (0,3)	2,9 (0,9)	3,1 (0,6)	2,8 (0,4)
Importveid valutakurs (I-44) (nivå)		108,7	110,4 (5,3)	109,2 (5,1)	107,8 (3,9)	107,2 (3,3)
Pengemarkedsrente hos handelspartnere (nivå)		-0,2	1,1 (0,5)	3,0 (1,6)	3,0 (1,4)	2,9 (1,3)
Oljepris Brent Blend. USD per fat		70,7	108,0 (7,8)	96,9 (8,0)	88,0 (5,7)	81,9 (3,7)
<b>Husholdningenes inntekt og sparing<sup>1</sup></b>						
Disponibel realinntekt utenom aksjeutbytte		0,7	2,0 (0,5)	-0,9 (-2,7)	1,9 (0,8)	2,3 (0,8)
Sparerate utenom aksjeutbytte (rate, nivå)		6,9	2,6 (-1,3)	0,7 (-1,9)	1,8 (-0,4)	2,5 (0,2)
<b>Finanspolitikken</b>						
Strukturelt, oljekorrigert underskudd som andel av SPU <sup>3</sup>		3,3	2,9 (-0,1)	2,3(-0,4)	2,3(-0,4)	2,3(-0,4)
Strukturelt, oljekorrigert underskudd som andel av trend-BNP		10,8	10,3 (-0,7)	8,1 (-0,9)	8,2 (-0,9)	8,3 (-0,9)

1 Alle tall er virkedagskorrigeret.

2 Årstall er beregnet fra månedlig nasjonalregnskap.

3 Statens pensjonsfond utland ved inngangen til året.

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

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

NORGES BANK  
Bankplassen 2, Postboks 1179 Sentrum, 0107 Oslo  
Telefon 22316000  
[www.norges-bank.no](http://www.norges-bank.no)

Pengepolitisk rapport 2|22 – juni

