

Økonomisk overblikk

4/2025



Utsikter
2025-2028

Tema:
Næringslivets kapitaltilgang

Innhold

Sammendrag	2
Prognoser	5
Internasjonal økonomi.....	6
USA 7	
Eurosonen	8
Storbritannia	10
Sverige	10
Kina 11	
Innenlandske konjunkturer	13
Pause i aktivitetsoppsvinget	13
Forbruksveksten fortsetter neste år	14
Løber investeringsvekst	15
Høy boligprisvekst.....	16
Mindre drahjelp fra eksporten fremover	17
Veksten i arbeidstilbudet flater ut	18
Avtakende lønnsvekst	19
Forsiktig avtakende prisvekst.....	21
Budsjettpolitikken.....	22
Pengepolitikken.....	23
Temadel: Næringslivets kapitaltilgang	24
Finansieringen av norske bedrifter	24
Teoretisk bakgrunn.....	25
Status på kapitaltilgang	27
Norske forhold	37
Oppsummering	40

Sammendrag

Det er alltid en viss fare for at man blir nærsynt når man står til knes i begivenheter. Disse begivenhetene er heller ikke uavhengige av hverandre. Historien er et kontinuum. Likevel fremstår det ikke som dristig å hevde at **2025 vil stå tilbake som et historisk vannskille**, både politisk og økonomisk. Som 1939 og 1945, 1989 og 2001, for å nevne noen. For selv om flere av utviklingstrekkene har vært der en stund, er det i år erkjennelsen av en ny verdensorden har nådd oss alle.

I praktisk talt hele etterkrigstiden har verdens største økonomi, USA, vært den fremste garantisten for en liberal, regelbasert verdensorden, med systematisk nedbygging av handelshindre, med mål om økt handel og aktivitet. Slik er det ikke lenger. Det begynte i Trumps forrige presidentperiode, med økte handelshindre mot Kina (som Biden i stor grad videreførte og dessuten strammet til på noen områder), og det har aksellerert etter at Trump igjen overtok som president i år. Vareimporten til USA ilegges nå en gjennomsnittlig toll på omkring 15 prosent, det høyeste siden begynnelsen av 1930-tallet. I tillegg legges det begrensninger på eksport av kritisk teknologi.

Dette skjer ikke i et vakuum. **Verden er de siste årene blitt mer polarisert og konfliktfylt.** Russlands angrepskrig i Ukraina har i dramatisk grad endret sikkerhetsbildet i Europa. USA har sådd tvil om landet fullt ut vil oppfylle sine sikkerhetsforpliktelser i NATO. Utviklingen i Kina har økt risikoen for at landet kan bli en fremtidig motpart i militære og/eller økonomiske konflikter. I Europa er nedrustning avløst av opprustning. På sikt skal NATO-landene bruke 5 prosent av BNP på sikkerhet og beredskap, tre-fire ganger så mye som de har gjort i kjølvannet av murens fall. Samtidig er det blitt viktigere enn før å sikre autonomi i energiforsyning, av råvarer og innsatsvarer, og av kritisk teknologi. Også dette peker mot en verden der vi relativt sett vil handle mindre med hverandre og på andre vilkår enn før.

I lys av serien av negative overraskelser som har truffet verdensøkonomien i år, har **aktiviteten ikke bare holdt seg godt oppe**, men også vært forbausende stabil. Etter alle solemerker vil den globale økonomien vokse med 3¼ prosent i år, godt på linje med veksten i fjor og året før der. Mens industrilandene anslås å vokse med 1¼ prosent i år, vil vekstøkonomiene vokse med godt over det dobbelte, 4¼ prosent, begge nært veksten de siste par årene.

At verdensøkonomien har klart seg tålelig godt, avspeiler at **de verste spådommene om global handelskrig har blitt gjort til skamme**. USA har ikke hevet sine tollsatser så mye som det ble truet med på det meste, og andre land har i stor grad avstått fra å heve sine. Dernest tyder mye på at bedriftene er tilpasningsdyktige, og finner nye veier til markedet, der tollmurene er lavere. Eksempelvis eksporterer Kina mindre direkte til USA, men desto mer til ASEAN-landene, som på sin side selger mer til USA. I tillegg vil deler av effektene av høyere handelshindre først merkes på lengre sikt.

I tillegg har **prisveksten samlet sett fortsatt å avta**, slik at rentene har kunnet senkes videre. Det understøtter forbruk og investeringer, i tillegg til at lavere prisvekst i seg selv gir folk økt kjøpekraft.

Også markedene har holdt seg godt oppe gjennom et turbulent år. MSCIs verdensindeks er om lag 20 prosent høyere enn ved inngangen til året. Relativt til faktisk inntjening er prisingen luftig. Særlig gjelder dette amerikanske aksjer. Likeledes er risikopåslagene generelt på relativt lave nivåer. På den ene siden avspeiler dette at global økonomi har "stått han av", på den andre at mye av børsoppgangen drives av et fåtall teknologiselskaper, som har fått unntak fra økt toll og er mer uberørt av større handelshindre, i hvert fall i første omgang. Børsoppgangen på teknologiaksjer har også en parallell i betydelig økte IKT-investeringer, særlig i USA.

Rådende konsensus synes å være at 2026 vil by på mer av det samme. Vi anslår litt lavere vekst neste år - 3 prosent vekst globalt, 4 prosent i vekstøkonomiene, og 1½ prosent i industrilandene og Norges handelspartnere. Dette er i tråd med OECDs og IMF's ferskeste anslag, og mye ligger da også til rette for at veksten kan fortsette. Den verste støyen i handelspolitikken ser ut til å ligge bak oss. Mellomvalget i USA neste høst kan gi Demokratene flertall i begge kamre, og dermed innskrenke Trumps makt (men også potensielt gi flere hasteordre i forkant). Rentene skal ytterligere noe ned. En mulig våpenstillstand eller fredsavtale for Ukraina kan redusere usikkerheten noe. Og i flere land, bl.a. USA, Tyskland og Sverige, blir budsjettpolitikken ekspansiv neste år.

Men **nye overraskelser** kan komme. Handelskonfliktene kan blusse opp igjen, og Kina og Europa kan svare med tøffere lut enn de har gjort til nå. I USA har prisveksten på importerte varer økt noe i kjølvannet av økt importtoll. Fortsetter det, kan det hindre flere rentekutt. En annen

bekymring, men med "motsatt fortegn", er at USAs arbeidsmarked nå går mye tråere, med stagnerende jobbvekst og flere ledige. Normalt er det et sikkert resesjonstegn. Luftig prising av teknologiaksjer og lave risikopremier kan i seg selv trigge en nedtur dersom inntjeningen skuffer, men kan også forsterke en nedtur som skyldes makroøkonomiske drivere. Det at mer av kredittgivningen skjer gjennom ikke-banker har dessuten redusert transparensen i det finansielle systemet og skapt nye sårbarheter. Endelig er det uklart på hvilke vilkår en eventuell våpenhvile i Ukraina vil skje, og hvordan den kan garanteres. Europeiske land (og bedrifter) må derfor i større grad enn før ta høyde for at forsyninger og annet kan forstyrres av hybrid eller faktisk krigføring. Vannskillet er passert.

Også norsk økonomi har etter forholdene klart seg godt i år. Fastlandsveksten vil havne rundt 1¼ prosent, mer enn de to foregående årene til sammen. Nesten 25 000 flere vil få jobb. Nav-ledigheten holder seg lav. Våre anslag for neste år er likeens, også dette i fravær av nye, store sjokk utenfra. Bak dette nokså gunstige bildet ligger flere forhold.

For det første **vokser fastlandseksporten friskt**, til tross for krevende tider rundt oss. I fjor økte den med solide 7 prosent, i år anslås en økning på 4½ prosent. Dette er klart mer enn markedsveksten, og avspeiler både bedret konkurransekraft som følge av svakere krone, men også noen større enkeltleveranser. Men med fortsatt svak markedsvekst, høyere handelshindre og ikke ytterligere kronesvekkelse regner vi med mye svakere eksportvekst fremover, snaut 2 prosent pr. år i gjennomsnitt.

For det andre **renner statskassen over av oljepenger**. På seks år er verdien av oljefondet – og følgelig mulig uttak – doblet. I år tilsvarer oljepengebruken 12½ prosent av Fastlands-BNP, mot 7½ prosent i førpandemiåret 2019. Neste år vil pengebruken øke med ytterligere ½ prosentenhet. Offentlige utgifter vil da tilsvare 64 prosent av Fastlands-BNP, også dette 5 prosentenheter mer enn i 2019. Noe av økningen har gått til økte overføringer, noe til offentlig etterspørsel, som har økt med 2 prosent årlig i denne perioden, og altså mer enn verdiskapingen.

For det tredje har **prisveksten kommet ned, og dermed gitt fok flest mer å rutte med** etter mange år med stillstand i reallønnen. I fjor steg reallønnen med 2½ prosent, i år ligger det an til en økning på 1¼ prosent. I tillegg er styringsrenten satt ned med ½ prosentenhet i år. Romsligere økonomi har dratt opp forbruksveksten, etter et par år med samlet sett uendret forbruk. Høyere

elbilmoms fra årsskiftet har i tillegg fremskyndet bilkjøp. I år vil forbruket vokse med 3 prosent, neste år med 2 prosent.

For det fjerde bidro oljeskattepakken våren 2020 til et **omslag i oljeinvesteringene**, som fra 2022 til i år vil øke med hele 23 prosent. Men toppen nås nå. Fra neste år av ventes oljeinvesteringene å avta med gjennomsnittlig vel 5 prosent årlig. Det vil også trekke ned annen aktivitet.

På andre områder av økonomien har utviklingen vært svakere. **Fastlandsbedriftenes investeringer har vokst lite de siste årene**, og er lavere nå enn før pandemien. Dette avspeiler krevende tider for mange bedrifter, med kostnadssjokk, dyrere lån, sviktende etterspørsel og usikkerhet. Målt med vår egen medlemsundersøkelse, Næringslivets Økonomibarometer, har stemningen i vår medlemsmasse vært svak de siste 3½ årene. I fjerde kvartal var det noen flere bedrifter som anså nåsituasjon som dårlig enn god, og dertil et flertall som ventet svakere markedssituasjon de neste seks månedene. Under normale omstendigheter viser undersøkelsen en overvekt av optimister. Tilsvarende er det et flertall som venter dårligere driftsresultat, lavere investeringer og færre ansatte. På denne bakgrunn anslås svak vekst i fastlandsbedriftenes investeringer også de nærmeste årene.

Dyrtid, økte renter og usikkerhet har særlig rammet boligbyggingen. I år vil det bli fysisk igangsatt 15 000 nye boliger, mot 25 000 for tre år siden. På tre år er boliginvesteringene redusert med 25 prosent. Men bedre råd, lavere rente og flere i jobb har bidratt til en bedring i boligmarkedet. I år vil bruktboligprisene øke med 6 prosent, og lag samme vekst anslås i gjennomsnitt for de tre neste årene. Dette vil redusere prisforskjellen mellom nye og brukte boliger og gjøre det mer lønnsomt å bygge nytt. I 2028 vil trolig igangsettingen igjen nå 25 000 nye boliger. Det kan gi en samlet investeringsvekst over de tre neste årene på 25 prosent, som altså betyr at investeringene og dermed aktiviteten i denne delen av byggebransjen i hele perioden 2023-28 vil være lavere enn den var i 2022.

Utviklingen i arbeidsmarkedet er krevende å tolke, men hovedbildet er at **arbeidsmarkedet blir stadig slakkere**. Tydeligst sees dette i SSBs Arbeidskraftundersøkelse, der ledigheten har steget 1,7 prosentenheter siden våren 2022, særlig drevet av at langt flere unge forsøker å få jobb uten å lykkes. Nav-ledigheten har også steget, men bare med ½ prosentenhet over samme tidsrom. Samtidig har antall ubesatte stillinger avtatt noe, om enn til et

fortsatt høyt nivå, mens andelen bedrifter som mangler kvalifisert arbeidskraft er tilbake på normale nivåer. Med våre vekstanslag ser det ut til arbeidsledigheten vil avta litt de nærmeste årene.

En viktig faktor bak forbruksoppsvinget er at **lønningene** økte med 5½ prosent i fjor og ligger an til å øke med 4½ prosent i år. Høy lønnsvekst avspeiler at industrien de siste årene har hatt de beste driftsresultatene på mer enn femti år, og at Frontfagsmodellen bredder ut industriens lønnsvekst til resten av økonomien. I tillegg har relativt høy prisvekst medført at krav om reallønnsøkning fordret høye nominelle tillegg. Neste års lønnsvekst fastsettes etter forhandlinger i Hovedoppgjøret. Norges Banks forventningsundersøkelse viser at arbeidslivets parter nå forventer en lønnsvekst neste år på 3,8 prosent.

Høy lønnsvekst har gitt høy kostnadsvekst i bedriftene og **bidratt til å holde prisveksten oppe**. Kjerneinflasjonen er nå 3 prosent, godt over målet på 2 prosent. Særlig bidrar høy prisvekst på tjenester til dette. Vi anslår at kjerneinflasjonen bare vil avta sakte fremover, til 2¼ prosent i 2028. Sammen med brukbar vekst i økonomien og tilnærmelsesvis normal kapasitetsutnytting, er dette bakgrunnen for at renten ventelig bare vil settes forsiktig ned de kommende årene. Vi fastholder derfor vår prognose om bare **ett rentekutt i året de tre neste årene**, til et nivå på 3¼ prosent halvveis ut i 2028.

Temadelen er denne gang viet kapitaltilgangen til norsk næringsliv. Tilstrekkelig kapitaltilgang og et velfungerende kapitalmarked er en forutsetning for en effektiv og konkurransedyktig økonomi. Fremover vil det være et behov for omstilling og store investeringer i både Norge og Europa. Sammen med en gradvis overgang til mer immaterielle investeringer vil det føre til at gode forhold for å hente kapital blir enda viktigere for norsk vekst og konkurransekraft.

Temadelen dokumenterer at Norge på mange områder kommer godt ut i internasjonale sammenligninger av kapitaltilgangen langs ulike dimensjoner. Bare et mindretall av NHO-bedriftene melder at tilgang på finansiering er et stort hinder for ekspansjon, og andelen har holdt seg relativt stabil over tid. Samtidig gjør Norge det svakere enn Sverige på de fleste av indikatorene for kapitaltilgang, og sammenligningen omfatter i hovedsak Europa, hvor kapitaltilgangen er svak.

Det ser også ut til at deler av norsk næringsliv har mer begrenset tilgang på finansiering enn tilsvarende virksomheter i andre land. Særlig gjelder dette vekstselskaper og oppstartsbedrifter som trenger

egenkapital og risikovillig kapital for å skalere. I tillegg kan enkelte sider ved skattesystemet redusere investeringsviljen for norske investorer sammenlignet med utenlandske. Særlig gjelder dette formuesskatten. Også andre rammevilkår spiller inn. Spesielt er det et behov for rask innføring av nytt regelverk fra EU på finansmarkedsområdet for å sikre forutsigbarhet og like konkurransevilkår.

Det finnes altså fortsatt mulige tiltak som kan legge til rette for et mer velfungerende kapitalmarked og dermed økt kapitaltilgang for norsk næringsliv. Realisering av slike tiltak kan gjøre norsk økonomi bedre rustet til å møte omstillingsbehovene fremover.

Prognoser

	Prosentvis endring år/år (der ikke annet fremgår)				
	Nasjonal- regnskapet	NHOs anslag			
	2024	2025	2026	2027	2028
Konsum i husholdninger mv.	1,3	2,9	2,1	2,3	2,1
Konsum i offentlig forvaltning	1,8	1,7	2,8	1,5	1,5
Bruttoinvestering i fast realkapital	-1,4	-0,1	0,3	1,4	2,6
- Utvinning og rørtransport	4,8	4,0	-4,0	-8,0	-3,0
- Fastlands-Norge	-1,7	-0,9	1,5	3,9	3,9
- Næringer	1,3	1,5	1,2	1,9	2,8
- Boliger (husholdninger)	-15,8	-1,9	3,0	11,4	9,1
- Offentlig forvaltning	5,5	-4,3	1,0	2,0	2,0
Etterspørsel fra Fastlands-Norge (ekskl. lagerendringer)	0,8	1,7	2,1	2,4	2,3
Eksport i alt	6,0	1,5	0,5	-0,1	-0,9
Fastlandseksport ¹⁾	6,9	4,5	1,8	1,8	2,2
Tradisjonelle varer	3,4	5,3	1,5	1,8	2,3
Råolje og naturgass	4,9	-1,9	-1,3	-2,4	-4,6
Import i alt	5,0	2,4	1,2	1,6	2,5
Bruttonasjonalprodukt ²⁾	1,5	1,3	2,0	1,1	0,3
BNP Fastlands-Norge ²⁾	0,5	1,7	1,8	2,1	1,6
Sysselsetting	0,7	0,8	0,8	0,9	0,7
Arbeidsledighet (AKU) (rate, nivå)	4,0	4,6	4,5	4,3	4,1
Registrert ledighet (rate, nivå)	2,0	2,1	2,2	2,2	2,2
Årslønn	5,2	4,4 ³⁾			
Konsumpriser	3,1	3,1	2,6	2,5	2,3
Boligpriser	2,7	6,0	5,7	5,3	4,4
Pengemarkedsrente (nivå)	4,7	4,4	4,1	3,7	3,5
Importveid valutakurs (I-44)	0,7	-0,8	3,1	0,0	0,0

1) Inkludert bruttofrakter og rørtransport.

2) Anslag er ujusterte og ikke-virkedagskorrigerte.

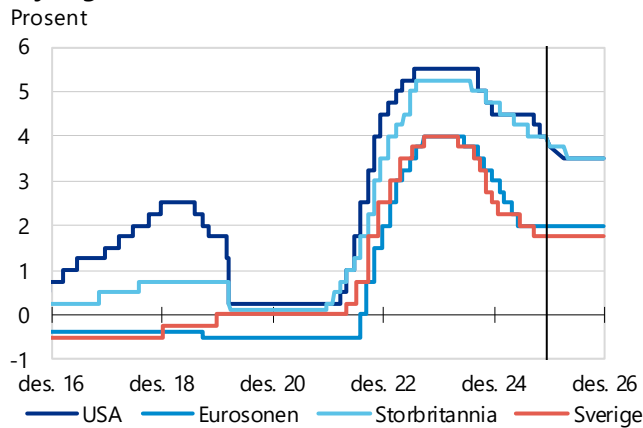
3) Resultat fra mellomoppgjøret mellom NHO og LO, anslått ramme på årslønnsvekst i NHO-industrien.

Internasjonal økonomi

Veksten i global økonomi holder seg overraskende godt oppe til tross for økte handels- og geopolitiske spenninger, og ventes å bli om lag 3¼ prosent i år, på linje med veksten de siste årene. Global økonomi har således vært motstandsdyktig. Aktiviteten har blitt støttet opp av lavere inflasjon, lavere renter og ekspansiv budsjettpolitikk. Økte investeringer i infrastruktur knyttet til kunstig intelligens, særlig i USA, har også løftet aktiviteten.

I flere land vil budsjettpolitikken virke ekspansivt også neste år, deriblant hos viktige handelspartnere som USA og Tyskland. Mens finanspolitikken i USA særlig handler om skattelette, er det primært økte forsvars- og infrastrukturinvesteringer som ventes i Tyskland. På den annen side ventes tolløkningene å "bite" mer på aktivitetsveksten. Tegn til svekkelse i arbeidsmarkedene, med stigende arbeidsledighet både i USA og Storbritannia, om enn fra lave nivåer, vil også dempe etterspørsels- og aktivitetsveksten.

Styringsrenter

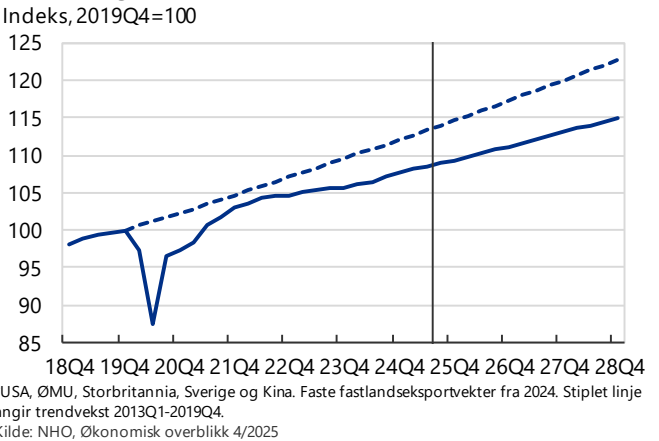


Rentekuttene vil fortsatt stimulere aktiviteten, ettersom det tar tid før rentekuttene får fullt gjennomslag i økonomien. I eurosonen og Sverige er rentekuttene unnagjort, og styringsrenten ventes å ligge uendret på hhv. 2 og 1¼ prosent neste år. I USA og Storbritannia er det rom for flere kutt, men høy inflasjon vil begrense omfanget. Høy inflasjon er også grunnen til at sentralbankene i disse landene har gått mer varsomt fram med rentekuttene. Lavere aktivitet og svekkelse i arbeidsmarkedet gjør imidlertid at vi venter at Federal Reserve vil senke renten til 3¼–3½ prosent på vårparten neste år, mens Bank of England vil senke renten til 3½ prosent, jf. figuren over.

Vi anslår nå at marsjfarten i verdensøkonomien vil dabbe av fra 3,2 prosent i år til 3,0 prosent neste år, før den vil

tilta til 3,1 prosent i 2027 og 2028. Anslagene er noe oppjustert siden forrige rapport, og indikerer en "myk" landing for verdensøkonomien, uten tilbakeslag. For Norges handelspartnere anslås BNP-veksten til 1,8 prosent i år og 1,6 prosent til neste år. Moderat vekst hos våre handelspartnere ventes å gi beskjedne etterspørselsimpulser mot norsk eksport.

BNP: Norges handelspartnere*



Tabell: BNP-anslag

	Andel	Prosentvis endring år/år				
	2024	2024	2025	2026	2027	2028
Verden	100,0	3,3	3,2	3,0	3,1	3,2
Industriland	39,6	1,8	1,7	1,5	1,6	1,7
USA	14,8	2,8	2,0	1,7	1,9	2,1
Eurosonen	11,4	0,9	1,4	1,1	1,4	1,4
Tyskland	3,0	-0,5	0,2	1,1	1,5	1,5
Frankrike	2,2	1,1	0,8	0,9	1,2	1,3
Italia	1,8	0,7	0,5	0,7	0,6	0,7
Spania	1,4	3,5	2,9	2,1	1,7	1,6
Storbritannia	2,2	1,1	1,4	1,1	1,3	1,2
Sverige	0,4	0,8	1,8	2,4	2,1	2,0
Danmark	0,2	3,5	2,0	1,9	1,8	1,5
Japan	3,3	0,1	1,1	0,6	0,6	0,6
Vekstøkonomier	60,4	4,3	4,3	4,0	4,0	4,1
Kina	19,3	5,0	5,0	4,5	4,0	4,0
India	8,2	6,5	6,7	6,2	6,4	6,5
Russland	3,5	4,3	1,3	1,3	1,1	1,1
Brasil	2,4	3,4	2,2	1,7	2,2	2,3
Handelspartnere*		1,4	1,8	1,6	1,7	1,7

*USA, eurosonen, Storbritannia, Sverige og Kina. Fastlandseksportvekt.

Kilde: LSEG Datastream / IMF WEO / Consensus Economics / NHO

Usikkerheten er fortsatt stor. En mulig eskalering av handelskonflikten mellom USA og Kina er en klar nedsiderisiko. Det samme er mulige gjengjeldelsestiltak fra andre land. Svakere utvikling i amerikansk økonomi enn vi legger til grunn er også en nedsiderisiko, f.eks. som følge av økte handelshindre eller strengere innvandringsregler. Prisingen i finansmarkedene synes i liten grad å hensynta en slik risiko. Et tilbakeslag i realøkonomien vil derfor

kunne smitte over på finansmarkedene, eller motsatt. En slik utvikling vil samtidig resultere i at rentene blir lavere enn vi legger til grunn. På den positive siden har avtalen mellom USA og Kina redusert både tollsatser og usikkerhet knyttet til den spente situasjonen mellom landene på kort sikt. En mulig fredsavtale mellom Russland og Ukraina vil også kunne redusere usikkerhet og løfte investeringene.

USA

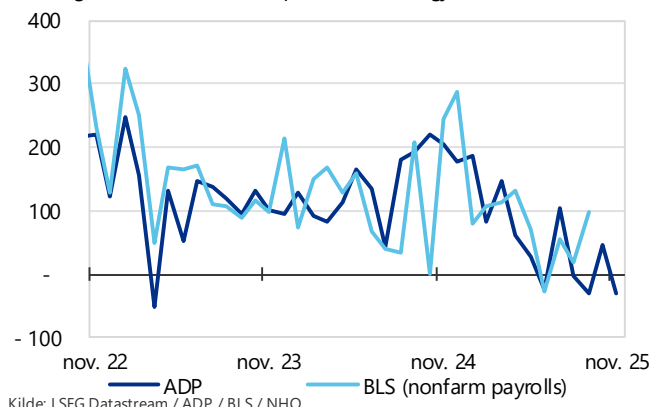
Nedstengningen av det føderale myndighetsapparatet har begrenset tilgangen på økonomiske nøkkeltall den siste tiden. Imidlertid tyder Atlanta Feds sanntidsindikator på at marsjarten i amerikansk økonomi holdt seg oppe også i tredje kvartal. Indikatoren anslår at BNP økte med nær 4 prosent årlig rate fra andre til tredje kvartal. Indikatoren består av en rekke ulike statistikker, det vil si at anslaget for tredje kvartal kan være påvirket av nedstengningen og derfor er mer usikkert enn vanlig.

Forbruket synes fortsatt å være en vekstdriver. Data for konsumutgifter og detaljhandel peker mot fortsatt forbruksoppgang i tredje kvartal. Arbeidsmarkedet viser imidlertid tegn til å kjølnes. Ledigheten har fortsatt å tikke oppover, senest til 4,4 prosent i september. Færre ledige stillinger og frivillige oppsigelser indikerer det samme. Parallelt har sysselsettingen avtatt. Sysselsettingen utenom jordbruket har fortsatt å avta. Offisielle tall foreligger kun til og med september, men data på privat sysselsetting fra ADP indikerer at vekstsvakheten fortsatte i oktober og november, jf. figuren under. Et kjøligere arbeidsmarked med stigende ledighet kan bremse forbruksveksten fremover. Husholdningenes finansielle stilling synes imidlertid robust etter at gjeldsgraden er bygget ned siden finanskrisen. I tillegg har stigende aksjekurser økt husholdningenes formue.

At sysselsetningsveksten har avtatt skyldes imidlertid også en strammere innvandrings- og visumpolitikk som har redusert innvandringen. Kongressens budsjettkontor (CBO) nedjusterte i høst sitt anslag på befolkningsveksten i arbeidsfør alder (25–55 år) for neste år fra 0,8 til 0,1 prosent. Lavere innvandring gir mindre vekst i arbeidsstyrken, som kan dempe både sysselsetnings- og aktivitetsveksten fremover. En sakterevoksende arbeidsstyrke innebærer samtidig at ledigheten kan holdes stabil med lavere sysselsetningsvekst.

USA: Privat sysselsetting utenom jordbruk

Endring mnd/mnd i millioner personer. Sesongjustert



Økonomien ventes å løftes av finanspolitikken neste år. "One Big Beautiful Bill Act", som blant annet inneholder betydelige skattelettelser vil øke budsjettunderskuddet fra 7,4 prosent i år til 8 prosent i 2026. Med statsgjeld på 100 prosent av BNP blir imidlertid budsjettpolitikken en balanseøvelse. Tollinntektene bidrar isolert sett til å dempe underskuddet, men rettsprosesser rundt gyldigheten til flere av tolløkningene gir usikkerhet om disse vil kunne opprettholdes. Dersom underskuddene blir større enn lagt til grunn kan markedene stille spørsmål ved bærekraften i statsfinansene. Tiårsrenten i USA har imidlertid falt gjennom året og ligger nå omkring 4,1 prosent, som tyder på at markedene ikke anser dette som en betydelig risikofaktor nå.

Sentralbanken har siden forrige rapport kuttet styringsrenten med 50 basispunkter, til 3½–3¾ prosent, senest på rentemøtet i går. Det er særlig hensynet til avmatningen i arbeidsmarkedet som ligger bak. Imidlertid er inflasjonen fremdeles for høy og viser få tegn til å avta. Konsumprisveksten har vaket rundt 3 prosent de siste årene, og var 3,0 prosent år/år i september. Høyere importtoll har isolert sett bidratt til at prisveksten på varer har tiltatt noe. Imidlertid ble tollsatser på flere importerte matvarer, som kaffe og bananer, nylig unntatt gjensidighetstoll. Det kan dempe noe av prispresset på matvareprisene fremover. Vedvarende høy inflasjon peker imidlertid mot at sentralbanken vil gå forsiktig frem med rentekuttene fremover. Vi legger til grunn at Fed kun vil senke styringsrenten én gang til, i mars neste år, til 3¼–3½ prosent. Dette er tett på den anslåtte nøytralrenten, der renten virker nøytralt på økonomien. Noe lavere renter vil i noen grad støtte opp under aktivitet og arbeidsmarked fremover.

Samlet anslås BNP-veksten til omkring 2 prosent i de neste årene. Utsiktene er usikre. Tolløkninger og et kjøligere arbeidsmarked kan dempe forbruksveksten mer enn lagt til grunn, selv om nye handelsavtaler har redusert noe av usikkerheten. Det vil også kunne gi lavere renter. Samtidig har store investeringer i infrastruktur knyttet til kunstig intelligens og høye aksjekurser, drevet av et fåtall teknologiselskaper, gjort økonomien mer sårbar for et omslag i finansmarkedene. En korleksjon kan gi lavere investeringer og svekket aktivitetsvekst.

Boks 1 Økt politisk press på sentralbanken

President Trumps kritikk av sentralbanken har gjort uavhengigheten til sentralbanken til et politisk tema. Sentralbanksjef Jerome Powell går av i mai neste år, og det er varslet at ny Fed-sjef vil bli utpekt på nyåret. Valget av leder kan sende et tydelig signal om hvorvidt sentralbanken forblir en uavhengig institusjon eller om den trekkes nærmere presidentens agenda. Presidentenes rådgiver Kevin Hassett synes å ligge best an til å ta over som sentralbanksjef.

Presidenten fikk i høst inn Stephen Miran etter at et av medlemmene i rentekomiteen (FOMC) trakk seg. Miran er ansett for å ligge tett på presidentens linje i økonomiske spørsmål. Samtidig pågår en rettssak mot FOMC-medlem Lisa Cook, som Høyesterett skal behandle i januar. Utfallet kan bli en prøvestein for Humphrey's Executor, en dom fra 1935 som beskytter uavhengige byråkrater mot vilkårlig avskjedigelse. Dersom dette vernet svekkes, kan presidenten få større frihet til å fjerne Fed-guvernører og innsette mer lojale medlemmer.

Risikoen for mer politisk styring av sentralbanken fremstår imidlertid begrenset på kort sikt. FOMC har 12 stemmeberettigede medlemmer, de fleste med lange åremål som strekker seg inn i 2030-årene. I tillegg må presidentens nominasjoner til FOMC godkjennes av Senatet. Republikanerne står i fare for å miste flertallet i Senatet ved mellomvalget neste høst, som vil gjøre det vanskeligere å få gjennom kontroversielle kandidater. Risikoen har imidlertid økt, og bildet kan derfor endre seg raskt. En oppfattet svekkelse av sentralbankens uavhengighet vil utløse reaksjoner i finansmarkedene.

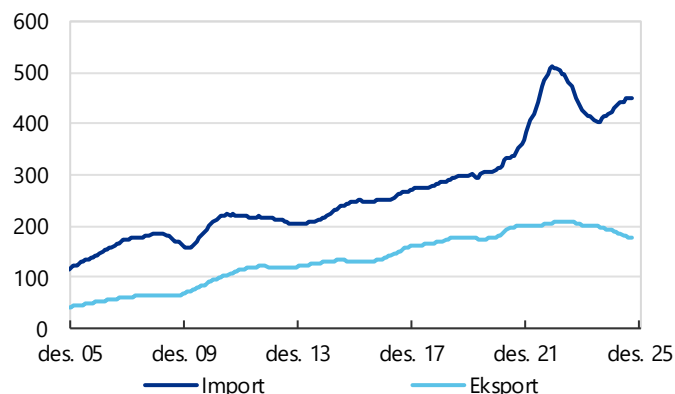
Eurosonen

Økonomiene i eurosonen vokste 0,2 prosent fra andre til tredje kvartal. Aktivitetsutviklingen preges av store forskjeller mellom land. Mens det i tredje kvartal var sterk vekst i Frankrike og Spania, stod BNP i Tyskland og Italia stille. Utviklingen i tredje kvartal er slik sett en fortsettelse av bildet de siste årene, der tysk økonomi har stagnert (se [Boks 2](#)) og Spania har vært eurosonens viktigste vekstmotor.

Flere faktorer peker mot et visst vekstopp-sving fremover. For det første ventes forbruket å øke som følge av økt kjøpekraft. Lav ledighet og lavere inflasjon og renter støtter opp under husholdningenes inntekter. For det andre ventes investeringene å ta seg opp. Lavere renter har allerede stimulert etterspørselen etter boliglån som var 2,6 prosent høyere år/år i oktober. Høyere temperatur i boligmarkedet vil stimulere boliginvesteringene og byggeaktiviteten. Offentlige investeringer i infrastruktur og forsvar ventes å løfte aktiviteten neste år.

Eurosonen: Varehandel med Kina

Mrd. EUR. 12mnd sum



Kilde: LSEG Datastream / Destatis / NHO

Eksporten har de siste årene vokst vesentlig svakere enn i årene før pandemien, og ventes å vokse svakt også fremover. Det er det flere grunner til. Økte handelsbarrierer gjør handel dyrere og mindre lønnsomhet. Den handelsveide euroen har styrket seg 6 prosent siden januar, og gjør europeisk eksport relativt dyrere. Samtidig er det et strukturelt trekk at eksporten til Kina har avtatt, som blant annet skyldes at kinesiske aktører i økende grad har tatt markedsandeler på områder som typisk har vært dominert av europeiske selskaper, som biler. Mens eksporten til Kina har avtatt, stiger importen fra Kina, jf. figuren over.

Den europeiske sentralbanken (ESB) har fått kontroll på inflasjonen. Konsumprisveksten var i oktober 2,1 prosent år/år, mens prisveksten utenom mat og energi var 2,4 prosent. En sterkere valuta demper importert inflasjon, i tillegg har energiprisene på olje og gass falt noe de siste månedene, se [Boks 3](#). Samlet anslås konsumprisveksten i eurosonen til 2,1 prosent i år, 1,9 prosent neste år og 2,0 prosent i 2027. ESB har holdt styringsrenten i ro på 2 prosent siden juni, og har ikke kommet med signaler om flere rentekutt. Vi legger til grunn at ESB holder renten uendret gjennom hele prognoseperioden. Dog anser vi det ikke som helt usannsynlig at ESB vil kunne senke renten ytterligere, dersom aktivitetsveksten forblir svak.

Samlet sett anslås BNP-veksten i eurosonen til omkring 1¼ prosent i år og neste år, før veksten tiltar til om lag 1½ prosent i 2027. Risikobildet fremstår balansert. Mer offensiv budsjettpolitikk i land med økonomisk handlingsrom, eller ytterligere rentekutt fra ESB, kan gi sterkere vekstimpulser neste år. Imidlertid er en tregere utrulling av tyske budsjettstimulanser enn vi legger til grunn en nedsiderisiko for anslagene.

Selv om sommerens handelsavtale mellom USA og EU reduserte spenningsnivået mellom partene, kan handelskonflikten på ny eskalere, f.eks. dersom EU innfører skatt på digitale selskaper. Også forholdet til Kina virker krevende, illustrert av konflikten rundt det kinesiske databrikkeselskapet Nexperia. Myndighetene i Nederland tok i høst kontroll over selskapets nederlandske virksomhet på bakgrunn av sikkerhetshensyn og bekymringer om at den kinesiske eieren skulle flytte produksjon ut av Europa. Som svar på dette erklærte Nexperias virksomhet i Kina seg uavhengig fra hovedkontoret i Nederland, samtidig som kinesiske myndigheter innførte eksportrestriksjoner på Nexperias produksjon i Kina. Utviklingen resulterte i frykt for forsyningsforstyrrelser for europeiske selskaper. Det skjer samtidig som ubalansene i handelen med Kina øker. At kinesiske varer er mindre konkurransedyktige i USA, kombinert med en sterkere euro, kan føre til økt import fra Kina. Uten tilsvarende eksportvekst til Kina kan det forsure handelsforholdet mellom landene. EU har innført flere handelstiltak rettet mot Kina, herunder på elbiler, blant annet for å beskytte egen industri.

Høy offentlig gjeld og politisk fragmentering kan utfordre bærekraften i statsfinansene i mange land. Eksempelvis er Frankrikes statsgjeld 115 prosent av BNP, samtidig som den politiske situasjonen gjør det krevende å finne kompromisser som kan redusere budsjettunderskuddene.

Boks 2 Tysk stagnasjon

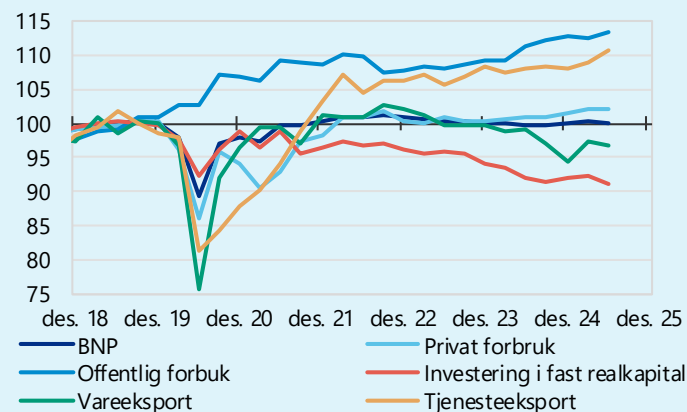
Tysklands økonomi står stille og tysk BNP er i dag på samme nivå som i 2019, jf. figuren under. Etter aktivitetsinnhentingen etter pandemien har aktiviteten flatet ut. Utviklingen avspeiler at økonomien de siste årene er blitt ut-satt for flere sjokk:

- Dyrtid og økte renter: Prisveksten skjøt fart i 2022 og styringsrenten ble hevet, som dempet innenlandsk etterspørsel
- Økte energipriser: Russlands invasjon av Ukraina i februar 2022 og bortfall av russiske gassleveranser økte energiprisene. Tyskland var særlig eksponert mot dette som følge av stor russisk gassimport.
- Økt konkurranse fra Kina: Kinesiske aktører tar markedsandeler i bilmarkedet og andre kjerneområder.
- Økt proteksjonisme: Nye tollbarrierer, særlig fra USA, og handelspolitisk usikkerhet har dempet eksport og investeringer.

Industrien har særlig blitt rammet av (ii)–(iii). I oktober var produksjonen 12 prosent lavere enn i 2019. Tilsvarende tall for energiintensive næringer som metall og kjemisk industri er hhv. 16 og 18 prosent. Parallelt har vareeksporten falt. Investeringene i fast realkapital, som sier noe om fremtidig produksjons- og vekstkapasitet, var 10 prosent lavere i tredje kvartal enn i 2019. Offentlig forbruk og økt tjensteeksport holder imidlertid aktiviteten oppe. Tysk økonomi utgjør en tredel av BNP i eurosonen. Dersom marsjfarten i europeisk økonomi skal tilta, må det tyske maskineriet i gang igjen. Budsjettstimulanser ventes å gi noe støtte til økonomien fremover, men strukturelle utfordringer knyttet til energi og konkurransekraft vil fortsatt prege utsiktene.

Tyskland: Makroøkonomiske hovedstørrelser

Volumindeks, 100=2019



Kilde: LSEG Datastream / Federal Statistics Office / NHO

Boks 3 Stabil oljepris tross usikkerhet

Oljeprisen har skidd nedover gjennom året, fra en topp på 80 USD per fat i januar til omkring 65 USD per fat i november, jf. figuren under. Nedgangen skyldes særlig økt tilbud av olje etter at OPEC+-alliansen i april begynte å reversere produksjonskuttene de har gjennomført de siste årene. Fra april til november i år har produksjonen i OPEC+ økt med nær 3 millioner fat per dag.

På alliansens møte i november ble planene om ytterligere reversering satt på pause. Selv om OPEC+ fremdeles har aktive produksjonskutt på 2 millioner fat per dag, signaliserer beslutningen at tempoet i produksjonsøkningen blir mer forsiktig fremover.

Strengere sanksjoner mot russiske oljeselskaper og skip tilknyttet "skyggeflåten", dvs. skip som frakter sanksjonert olje, har i noen grad lagt et gulv under prisene. Samtidig kan eventuelle fremskritt i forhandlingene om fred mellom Russland og Ukraina gi en oppmykning av sanksjoner og bidra til økt tilbud og lavere priser. Vi legger til grunn at prisen på et fat nordsjøolje vil ligge omkring 65 USD de neste årene.

Oljepris og terminpriser



Storbritannia

Etter frisk vekst i første halvår avtok veksten i britisk økonomi til 0,1 prosent fra andre til tredje kvartal. Privat forbruk og bruttoinvesteringer var de viktigste vekstdriverne i tredje kvartal, med bidrag til aktivitetsveksten på henholdsvis 0,1 og 0,3 prosentenheter, men ble utlignet av lagernedbygging, som trakk ned veksten med 0,5 prosentenheter. Vekstavmatningen synes samtidig å ha fortsatt gjennom tredje kvartal og i september var verdiskapingen 1,1 prosent høyere enn samme periode i fjor.

Svak aktivitetsutvikling preger også arbeidsmarkedet. Ledigheten økte til 5 prosent i august, syv tideler høyere år/år, samtidig som færre stillinger utlyses. Et slakkere arbeidsmarked peker mot lavere lønnsvekst fremover. Høy lønnsvekst har vært en sentral driver bak den høye inflasjonen, men lønnsveksten avtok til 4,4 prosent i september. Samlet sett var konsumprisveksten i oktober 3,6 prosent år/år. Det er fortsatt godt over inflasjonsmålet på 2 prosent, og er grunnen til at sentralbanken har holdt styringsrenten i ro på 4 prosent siden august. Stigende ledighet og avtakende lønnsvekst indikerer mer moderat prisvekst fremover. Vi legger til grunn at sentralbanken senker renten i desember og april, slik at styringsrenten vil være 3½ prosent i løpet av neste vår. Lavere renter ventes i noen grad å støtte opp under aktivitetsveksten fremover.

Finanspolitikken ventes å dempe aktivitetsveksten fremover. Høy gjeld gir lite rom til å øke utgiftene uten å svekke tilliten til statsfinansene. Anslag fra det partinøytrale budsjettkontoret (OBR) viser at budsjettet Labour la frem i november vil redusere den strukturelle primærbalansen fra 2,1 prosent av BNP i fjor til 0,3 prosent neste år. Det betyr at den budsjettet har en innstrammende effekt på en allerede saktevoksende økonomi.

Samlet sett anslås britisk økonomi å vokse 1¼ prosent i år. I 2026 og 2027 anslås veksten til henholdsvis 1 prosent og 1¼ prosent.

Sverige

Marsjarten i svensk økonomi har tatt seg opp det siste året. BNP økte 1,1 prosent fra andre til tredje kvartal, og var i tredje kvartal 2,5 prosent høyere enn året før. Oppsvinget har vært bredt basert, med oppgang i forbruk, investeringer og nettoeksport, som også var tilfellet i tredje kvartal. Det er særlig tjenestesektoren som har drevet veksten, senest med en oppgang i bruttoproduktet på 1,0 prosent i fra andre til tredje kvartal. Bak ligger stigende reallønninger og lavere renter som gir husholdningene økt kjøpekraft. Oppgang i forbruket har gitt høyere aktivitet i varehandelen. Vareproduksjonen har imidlertid gått tråere de siste tre årene, men steg 1,4 prosent i tredje kvartal. Oppgangen skyldes særlig høyere produksjon i farmasøytisk industri.

Arbeidsmarkedet går fortsatt trått. Sysselsettingen har flatet ut og ledigheten har steget. AKU-ledigheten har i høst ligget omkring 9 prosent, nærmere 1,5 prosentenheter

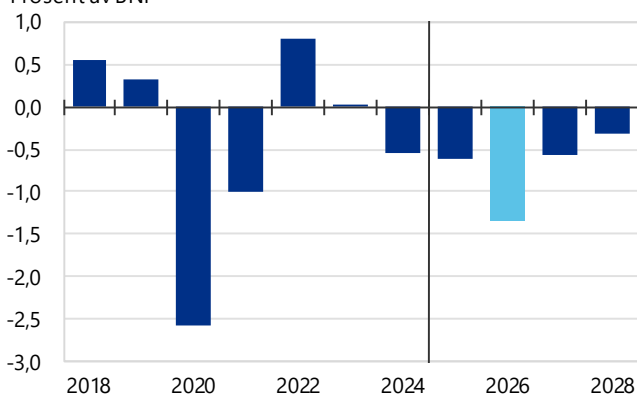
høyere enn i 2022. Det tyder på ledig kapasitet i økonomien. Fremover venter vi at situasjonen i arbeidsmarkedet vil bedres i takt med at aktivitetsoppsvinget fortsetter.

Det er flere vekstdrivere i svensk økonomi. For det første ventes forbruksveksten å fortsette, drevet av økt real-lønnsvekst. Inflasjonen har avtatt markert og var i oktober 0,9 prosent år/år. I 2026 ventes prisveksten å holde seg omkring 1 prosent, før den stiger til 2 prosent i 2027. Märket i vårens lønnsforhandlinger endte på 6,4 prosent for de neste to årene, der lønnsrammen er fordelt på 3,4 prosent i år (1. april 2025–31. mars 2026) og 3 prosent neste år (1. april 2026–31. mars 2027).

For det andre støtter budsjettpolitikken opp under aktivitetsoppsvinget neste år, med en økning i det strukturelle budsjettunderskuddet på 1,4 prosent av BNP, hvorav halvparten skyldes forsvar og Ukraina-støtte, jf. figuren under. Finanspolitikken ventes imidlertid å virke kontraktivt på økonomien mot slutten av prognoseperioden.

Sverige: Strukturell primærbalanse

Prosent av BNP



Kilde: LSEG Datastream / IMF Fiscal Monitor / NHO

For det tredje ventes lavere renter å gi et dytt til økonomien. Riksbanken har senket styringsrenten fra 4 prosent i mai i fjor til 1¾ prosent i september, og anses nå å være ferdige med rentekuttene. Siden renten virker med et tidsetterslep vil lavere renter stimulere aktiviteten gjennom neste år. Kredittveksten har allerede tatt seg noe opp, og lempeligere tilgang på kreditt ventes å øke aktiviteten i bolig- og byggemarkedet fremover. I takt med at inflasjonen tiltar utover prognoseperioden, samt at ledigheten ventes å falle, ventes Riksbanken å heve renten til 2 prosent i begynnelsen av 2027.

Samlet sett anslås veksten i svensk økonomi til 1½ prosent i år og 2,2 prosent neste år, før den vil avta til omkring 2 prosent i 2027 og 2028.

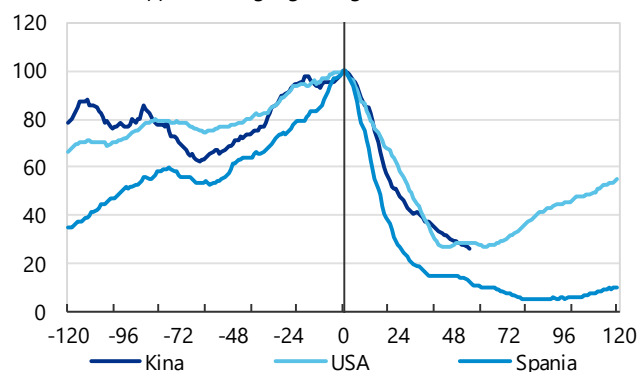
Kina

Kinesisk økonomi var i tredje kvartal 4,8 prosent høyere år/år, og er dermed i rute til å nå myndighetenes vekstmål på "omkring 5 prosent" i år. Økt forbruk og nettoeksport var de viktigste vekstdriverne i tredje kvartal. Eksporten fortsetter å vokse til tross for høyere amerikanske tollsatser, støttet av fallende eksportpriser og en svakere valuta. Mens eksportprisene i oktober hadde falt 4 prosent år/år, har den handelsveide valutakursen svekket seg drøyt 2 prosent det siste året. Valutakursutviklingen skjuler at renminbien har styrket seg litt mot dollar og svekket seg over 7 prosent mot euro. Utviklingen bidrar til at kinesisk eksport vris mot andre markeder. Eksempelvis vokser vareeksporten til Europa og sørøstasiatiske land sterkt. Samtidig som eksporten øker, faller importen. Verdien av vareeksporten i perioden januar til oktober var 5,4 prosent høyere år/år, mens vareimporten var 1 prosent lavere.

På hjemmebane står økonomien overfor flere utfordringer. Forbruksveksten har økt noe de siste kvartalene, men er fortsatt lavere enn i årene før pandemien. Krisen i eiendomssektoren er fortsatt uløst. Boligigangsettingen er vel 70 prosent lavere enn toppen i 2021, på linje med nedturen i eiendomsmarkedene i USA og Spania under finanskrisen, jf. figuren under. Økonomisk tilbakeslag har man imidlertid unngått i Kina. Bruktboligprisene har riktignok falt nærmere 20 prosent. Ettersom mye av husholdningenes sparing er i bolig svekker dette husholdningenes formue, og bidrar til at forbrukertilliten også er dårligere enn normalt. Pessimistiske husholdninger som øker sparingen og kutter ned på kjøp og investeringer er én forklaring bak den svake forbruksveksten. Svak innenlandsk etterspørsel har bidratt til at konsumprisveksten de siste par årene har ligget rundt 0 prosent.

Igangsetting av boliger*

Indeks, 100=toppunkt for igangsetting (mnd 0)



*Basert på 12mnd sum. Kina: mars. 2021. USA: mars. 2006. Spania: mai 2007.
Kilde: LSEG Datastream / NBS / US Census Bureau / Banco de Espana / NHO

På myndighetenes plenumsmøte i oktober ble linjene for neste femårsplan (2026–2030) trukket opp. Den legger vekt på industrisatsing og teknologisk selvforsyning, men gjør mindre for å adressere svak innenlandsk etterspørsel.

Industrisatsing og selvforsyning peker ikke mot at vestlige lands bekymringer omkring ubalanser i internasjonal handel løses. Kinas svake importvekst er et tegn på at vareproduksjonen blir mindre importavhengig. Samtidig kom USA og Kina i november frem til en enighet som reduserer handelspenningene mellom landene i ett år. Avtalen innebærer at tollsatsene blir redusert og at gjeninnføring av de skyhøye tollsatsene fra i våres unngås. Flere underliggende problemstillinger forblir uløst og mistilliten mellom landene består, noe som øker risikoen for at konflikten kan blusse opp igjen. Partenes bruk av eksportrestriksjoner på kritisk teknologi og sjeldne jordarter viser samtidig at handelspolitiske virkemidler i økende grad brukes som pressmiddel også på andre politikkområder. Selv om avspenningen isolert sett er positivt for den eksportorienterte kinesiske økonomien, ventes eksportveksten å vokse saktere fremover som følge av et mer krevende handels- og geopolitisk landskap.

Kinas BNP ventes å vokse 5 prosent i år, med 4½ prosent neste år og rundt 4 prosent i 2027 og 2028.

Innenlandske konjunkturer

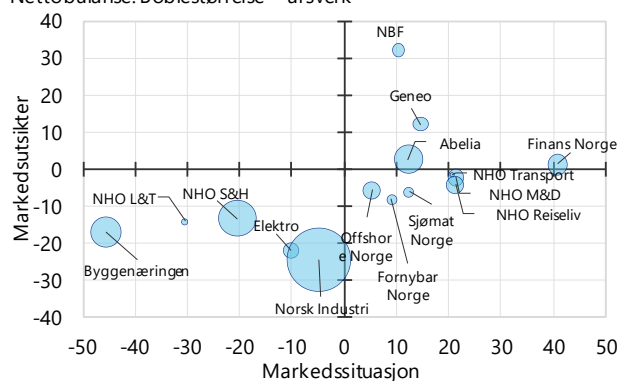
Pause i aktivitetsoppsvinget

Fastlandsøkonomien viste tydelig bedring i første halvår 2025, men veksten stanset opp i tredje kvartal. Flere midlertidige forhold trakk opp aktiviteten i første halvår, men noen av disse trakk så ned aktiviteten i tredje kvartal. I første halvår ble veksten trukket opp av økte bilkjøp, høy kraftproduksjon og økt oppdrettsaktivitet. Sistnevnte kan ha bidratt til noe lavere slaktevolum i tredje kvartal. I tillegg falt fiske og fangst med vel 5 prosent. SSB rapporterte dessuten om driftstans innen oljeraffinering, kjemisk og farmasøytisk industri trakk ned aktiviteten i tredje kvartal. Den høye innenlandske etterspørselen fra andre kvartal fortsatte imidlertid i tredje kvartal, og særlig husholdningenes vareforbruk og transport bidro til veksten i tredje kvartal, selv om husholdningenes vareforbruk økte mindre i tredje enn i andre kvartal.

Mens tjenestenæringene bidro til vekst i tredje kvartal, trakk både industri og annen vareproduksjon ned. I industrien har verftsaktiviteten økt mye de senere årene, men den falt i tredje kvartal. Privat vareproduksjon trakk også ned, og her er det særlig byggenæringen som bidrar til nedgangen. Privat tjenesteyting hadde en svak, men stabil oppgang i alle tre kvartalene. Offentlig sektor har også trukket opp veksten over en lengre periode, men var uendret i tredje kvartal.

Markedssituasjon og utsikter: 2025Q4

Nettobalanse. Boblestørrelse = årsverk



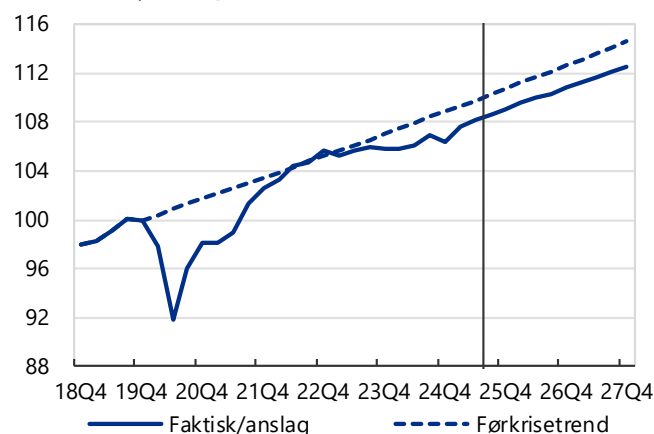
Kilde: Næringslivets økonomibarometer / NHO

Ifølge Næringslivets økonomibarometer (NØB) var NHO-bedriftenes vurdering av markedsutsiktene om lag uendret fra tredje til fjerde kvartal. Nettotallet, andelen som svarer god eller bedring fratrasket andelen som svarer dårlig eller forverring, er null for nåsituasjonen og svakt

negativ for utsiktene. Til vanlig er nettotallet for begge indikatorene klart positive. Fordelt på landsforeninger er det nå kun fire næringer som har positive markedsutsikter, og disse svarene tyder dermed isolert sett ikke på noe oppsving med det første.

Fastlands-Norge: BNP

Volumindeks, 2019Q4=100



Kilde: LSEG Datastream / Norwegian Aggregate Model (NAM) / NHO

Vi venter at veksten i fjerde kvartal havner litt over antatt trendvekst, slik at veksten samlet blir på 1,7 prosent for fastlandsøkonomien i inneværende år. Økt innenlandsk etterspørsel trekker særlig opp privat tjenesteyting i år. De forholdsvis høye rentene har holdt annen vareproduksjon tilbake, og først neste år ventes økt aktivitet her. Ifølge Norges Banks regionale nettverk fra tredje kvartal melder industribedriftene om økt aktivitet som følge av forsvarssatsing og energiomstilling, særlig innen havvind og annen kraftforsyning. Samtidig meldes det om lav ordreinnngang og svak lønnsomhet i fornybarprosjekter, delvis på grunn av uavklarte støtteordninger. SSBs konjunkturbarometer for industrien antyder høyere ordretilgang fra hjemmemarkedet, mens de melder om en mer markant nedgang i ordretilgang for eksportmarkedet. Handelsuro og svakere vekst i verdensøkonomien og lavere petroleumsinvesteringer fra neste år av, trekker ned aktivitetsveksten i industrien. Ekspansiv finanspolitikk og særlig økte forsvars- og infrastrukturinvesteringer, bidrar til å stimulere aktiviteten. Veksten holder seg på om lag anslått trendvekst utover i prognoseperioden. I 2026 og 2027 er den ujusterte veksten noe høyere, men det må ses i sammenheng med at antall virkedager er høyere.

Forbruksveksten fortsetter neste år

Etter to år med svært moderat vekst har forbruket tatt seg markant opp i år. De siste tre kvartalene har forbruket vokst i gjennomsnitt 0,8 prosent hvert kvartal. Det er vareforbruket som driver oppgangen, med særlig høy vekst i andre og tredje kvartal. Utviklingen i tjenesteforbruket har derimot vært svakere de siste kvartalene, og var i tredje kvartal kun 1 prosent høyere enn for ett år siden. Et viktig bidrag til veksten i vareforbruket i første halvår har vært en normalisering av kjøpene av nye biler, som hadde en svak utvikling i 2024. I tredje kvartal var utviklingen i bilkjøpene mer moderat, og transportforbruket økte kun 0,2 prosent i kvartalet.

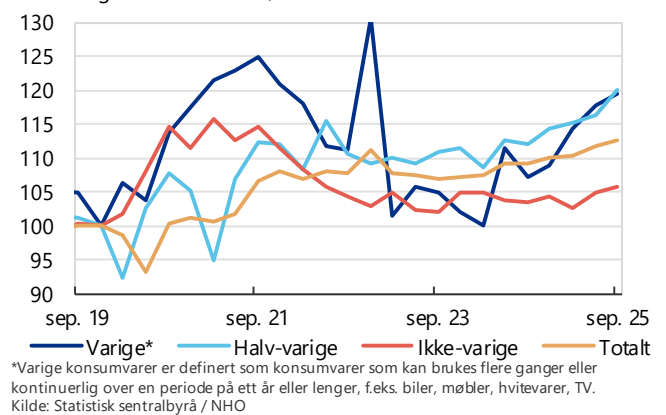
Nye biler regnes som forbruk i den perioden registreringen gjennomføres. Registreringen gjennomføres når bilen settes på veien. Det betyr at større billeveranser fra utlandet kan gi betydelige utslag i forbrukstallene. Omsetningsvolumet av nye biler påvirkes på sin side av avgiftsendringer, som da fjerningen av avgiftsfritaket på hybridbiler 1. april i år ga et kraftig oppsving i hybridbilsalget i første kvartal. Da momsfritaksgrensen ble satt til 500 000 i vedtatt statsbudsjett for 2023 tok nybilkjøpene seg kraftig opp i fjerde kvartal 2022. Salgstallene for 2025 til og med november viser at historien fra 2022 ser ut til å gjenta seg i år. Bilbransjen melder om betydelig etterspørselsvekst etter nye biler etter at det i forslaget til statsbudsjett for 2026 ble foreslått å senke grensen for momsfritak til 300 000. Vi legger til grunn at nybilkjøpene vil ta seg ytterligere opp frem mot nyttår, og bidra til å øke vareforbruket i fjerde kvartal. Ettersom mange av bilkjøpene som ellers ville blitt gjennomført til neste år blir fremskyndet til i år ventes en nedgang i første kvartal 2026. Bilkjøpene ventes deretter å stabilisere seg rundt sitt historiske gjennomsnitt. I regjeringens forslag til statsbudsjett foreslo regjeringen å fase momsfritaket for elbiler helt ut fra og med 2027. Etter budsjettforhandlingene ligger utfasingen an til å skje mer gradvis, til 150 000 i 2027 og 0 først i 2028. Dette vil bidra til at bilsalgene vil ta seg noe opp i fjerde kvartal også de to neste årene, men trolig i mindre grad enn i år. Det gjenspeiler at perioden med lavere avgifter vil strekke seg over noe lengre tid, som gir forbrukerne bedre tid på å tilpasse seg avgiftsendringer.

Forbruket av andre varige forbruksvarer, som møbler, elektronikk o.l., har også økt markert det siste året, jf. figuren under. At forbruket av varer med mer varig karakter øker kan tyde på at norske husholdninger gjennom-

gående har blitt tryggere på egen økonomi. Det reflekterer flere ting. Viktigst er at kjøpekraften har økt fordi lønningene har steget mer enn prisene. Samtidig har renten blitt satt ned. Lavere renter reduserer renteutgiftene, og gir husholdningene mer å rutte med. I tillegg er arbeidsledigheten nær normale nivåer. At folk flest synes å ha trygg jobb og inntekt støtter opp under fremtidsroen til husholdningene. Forventningsbarometeret til Finans Norge indikerte om lag uendret forbrukertillit i fjerde kvartal. Forbrukertilliten har gradvis tatt seg opp fra de svakeste nivåene ved utgangen av 2022, selv om tallene fortsatt er svakere enn normalt.

Husholdningenes vareforbruk

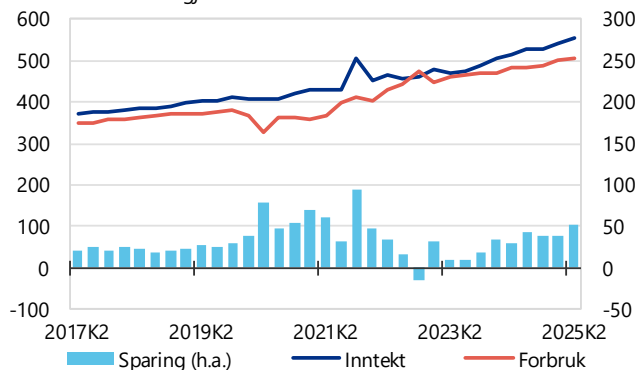
Etter varighet Volumindeks, 100=2019K4



At forbruket øker, er godt nytt for norsk økonomi. Det private forbruket tilsvarer om lag halvparten av Fastlands-BNP, og er den viktigste komponenten i innenlandsk etterspørsel. Vi venter at forbruket vil fortsette å øke fremover, primært som følge av høyere realdisponibel inntekt. Den økte kjøpekraften skyldes særlig utsikter til solid real-lønnsvekst også i år, i tillegg til at Norges Bank har senket renten videre fra 4¼ til 4 prosent i september. Videre vil oppgangen i bilkjøpene bidra til høyere forbruk i fjerde kvartal. En joker er imidlertid sparingen. Forventningsbarometeret indikerer at spareviljen er høyere enn normalt, som gjenspeiles i at spareringen var 9,4 prosent i andre kvartal, om lag 2½ prosentenheter over gjennomsnittet i ti-året forut for pandemien. Samtidig er deler av husholdningenes sparing illikvid, fordi sparing i kollektive pensjonsfond ikke kan omsettes i høyere forbruk på kort sikt. Spareringen utenom pensjoner har de siste årene ligget rundt null.

Husholdningenes forbruk og sparing

Mrd. kroner. Sesongjustert



Kilde: Statistisk sentralbyrå / NHO

Samlet anslås det private forbruket å øke med 2,9 prosent i år, med særlig drahjelp fra nybilkjøpene. Til neste år ventes veksten å avta til 2,1 prosent som følge av at bilkjøpene ventes å svekke seg i første kvartal, før de igjen gradvis tar seg opp gjennom året i forbindelse med at fritaksgrensen ventes å fases helt ut. I 2027 og 2028 ventes forbruket å vokse henholdsvis 2,3 prosent og 2,1 prosent.

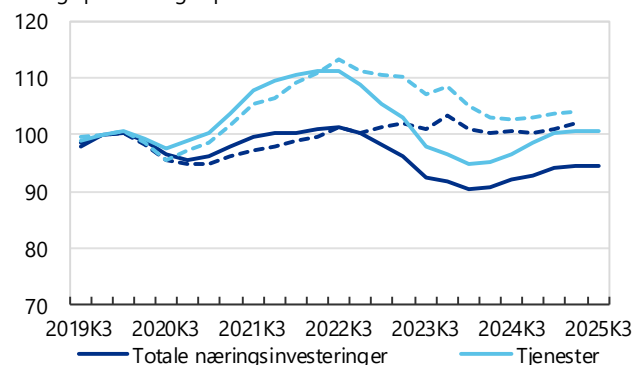
Laber investeringsvekst

Fastlandsbedriftenes investeringer har hatt en svak utvikling de senere årene, og er lavere nå enn de var i 2019, jf. figuren under. Høy kostnadsvekst, økte renter, svak etterspørsel og stor usikkerhet forklarer mye av dette. Reviderte tall viser også en klart større nedgang i investeringsvolumet etter pandemien enn tidligere tall har gjort. Mens de tidligere publiserte tallene indikerte en ganske flat utvikling siden 2019, viser de nye at investeringsvolumet har ligget 5-10 prosent under 2019-nivået de senere årene.

Fastlands-Norge: Næringsinvesteringer

Volumindeks, 2019=100. Sum fire siste kvartaler.

Forrige publisering stiplet

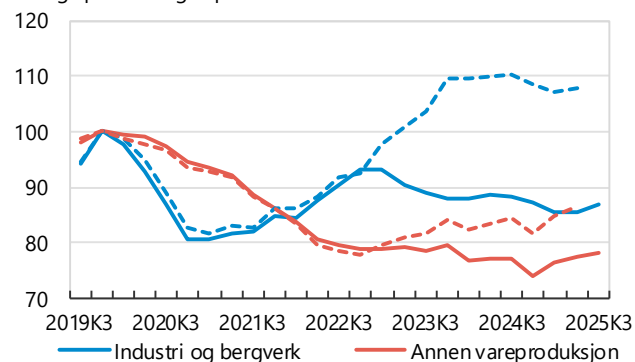


Kilde: Statistisk sentralbyrå / NHO

Fastlands-Norge: Næringsinvesteringer

Volumindeks, 2019=100. Sum fire siste kvartaler.

Forrige publisering stiplet



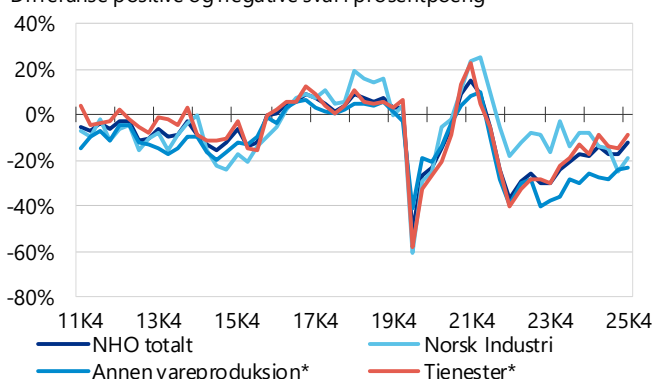
Kilde: Statistisk sentralbyrå / NHO

Industriinvesteringene er nedjustert mest, og tendensen de tre siste årene er nå avtakende. Noe liknende gjelder for annen vareproduksjon, hvor en tidligere svak oppgang siden 2022 nå er erstattet av en svak nedgang. I tjenestenæringene har investeringene ligget relativt flatt det siste året, men også her har revisjonen gitt et svakere forløp.

Den reviderte utviklingen passer bedre med investeringsutsiktene i Næringslivets økonomibarometer, hvor flertallet av bedriftene siden 2022 har ventet lavere investeringer framover. Utsiktene har imidlertid blitt gradvis mindre negative, jf. figuren under, og denne utviklingen fortsatte også i fjerde kvartal. I et historisk perspektiv er forventningene fortsatt svake, som peker mot beskjeden investeringslyst også framover.

Markedsutsikter: Investeringer

Differanse positive og negative svar i prosentpoeng



*Sum av landsforeninger som primært er vare-/tjenesterettede

Kilde: Næringslivets økonomibarometer / NHO

Norges Banks regionale nettverk fra tredje kvartal tegner et noe mer positivt bilde. Bedriftene i nettverket venter vekst i investeringene både i år og neste år, på henholdsvis 1,1 og 1,6 prosent. I år er det særlig industrien og varehandelen som trekker opp, mens det neste år er tjenestebedriftene som ventes å drive veksten. Statistisk

sentralbyrås investeringstelling for industrien fra november er betydelig nedjustert for 2026. Der det tidligere ble ventet en nominell vekst i industribedriftenes investeringer på rundt 16 prosent, anslås veksten nå til om lag 2 prosent, blant annet fordi flere prosjekter er skjøvet ut i tid. I kraftforsyningen ventes det derimot fortsatt sterk vekst fremover, med en økning på rundt 24 prosent.

Konjunkturbildet peker samlet ikke mot et veldig annerledes forløp for investeringene fremover enn vi tidligere har ventet. Lavere kortsiktige renter vil gradvis støtte innenlandsk etterspørsel og bedre lønnsomheten i prosjekter med kort tilbakebetalingstid. Langsiktige renter har derimot vært relativt stabile de senere årene, og bidrar derfor isolert sett i liten grad til å utløse prosjekter med lang horisont. Handelspolitisk risiko kan også dempe lyst til å igangsette langsiktige prosjekter. Lavere oljeinvesteringer, jf. nedenfor, vil også legge en demper på investeringsnivået i leverandørnæringene. Vi anslår nå at næringsinvesteringene på fastlandet vil vokse med rundt 1-2 prosent i år og de kommende årene.

Oljeinvesteringene har vært høye de senere årene, særlig som følge av at den midlertidige oljeskattepakken under pandemien resulterte i en fremskyndelse av prosjekter på norsk sokkel. Det har bidratt til høy aktivitet også i leverandørindustrien. Oljeinvesteringene ventes å øke også i år. Fra og med neste år ventet vi at oljeinvesteringene vil falle ettersom mange av prosjektene som ble igangsatt de siste årene ferdigstilles, uten at nye prosjekter kommer til i samme omfang. Statistisk sentralbyrås investeringstelling anslår at oljeinvesteringene vil øke med 7 prosent i år, målt i løpende priser, men falle med 2 prosent neste år. Vi legger til grunn en volumvekst i oljeinvesteringene i år på 4 prosent, før de i 2026 og 2027 anslås å avta med henholdsvis 4 og 8 prosent, som er i tråd med investeringsanalysen til Offshore Norge.

Høy boligprisvekst

Temperaturen holder seg nokså høy i bruktboligmarkedet, med høy omsetning og prisvekst. I tremånedersperioden september–november ble det lagt ut 2 prosent flere boliger enn på samme tid i fjor, mens antall omsatte boliger økte med 6 prosent over samme tidsrom. Det bidro til at antall usolgte boliger falt med 8 prosent fra året før. Samlet har antall solgte boliger det siste året vært 16 prosent høyere enn gjennomsnittet de siste ti årene. Høyt trykk i markedet har bidratt til å øke prisene, og i november var bruktboligprisene 6,2 prosent høyere enn ett år før.

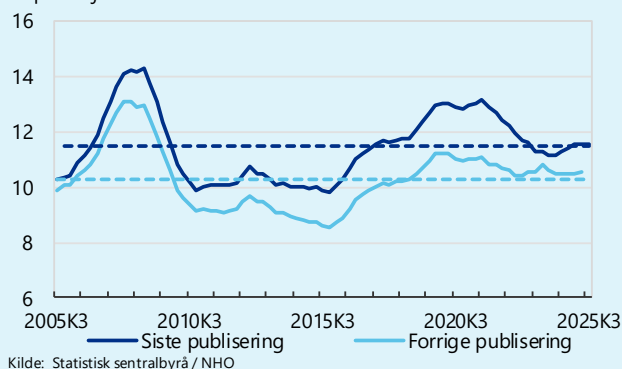
Boks 4 Investeringene står for en større andel av økonomien enn tidligere antatt

Nivået på fastlandsbedriftenes investeringer relativt til størrelsen på fastlandsøkonomien ble forholdsvis mye oppjustert i SSBs siste hovedrevisjon av nasjonalregnskapet. Mens tallene tidligere viste en investeringsrate på 10,5 prosent av BNP Fastlands-Norge det siste året, viser de nå 11,5 prosent. Siden oppjusteringen gjelder mye av tidsserien tilbake til 2000, er imidlertid nivået for det siste året fortsatt nær det langsiktige gjennomsnittet. Investeringsnivået den senere tiden kan dermed omtales som om lag normalt både før og etter revisjonen, jf. figuren.

Fastlands-Norge: Næringsinvesteringer

Pst. av BNP Fastlands-Norge. Sum fire kvartaler.

Stiplet: Gjennomsnitt siste 20 år.

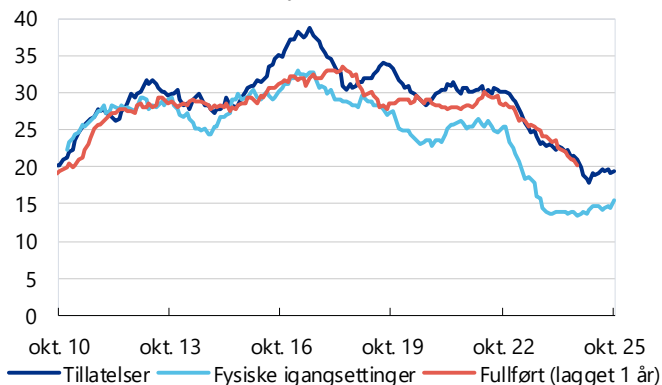


Husholdningenes forventninger peker mot fortsatt godt driv i boligmarkedet, selv om stemningen har svekket seg litt de siste månedene. I november ventet 66 prosent av respondentene i NBBLs boligmarkedsbarometer høyere boligpriser om tolv måneder, mens 5 prosent ventet lavere. Nettoandelen var dermed 60 prosent (avrundet), mot 69 prosent i september. Den litt svakere prisforventningen kan ses i sammenheng med at færre nå tror på lavere boliglånsrenter de neste tolv månedene.

På tross av høy aktivitet i bruktboligmarkedet og økte bruktboligpriser er aktiviteten i nyboligmarkedet fremdeles lav. De siste tolv månedene er det fullført 20 100 boliger, mens det er igangsatt bygging av 15 400 boliger, begge deler langt under normalen. Den viktigste årsaken til den svake nybyggingen er at byggekostnadene har økt kraftig de siste årene, som har økt forskjellen mellom ny- og bruktboligprisen. Det har dempet etterspørselen etter nye boliger. I tillegg har høye renter og generell økonomisk usikkerhet gjort det mindre attraktivt å kjøpe boliger med overtakelse frem i tid.

Norge: Boligbygging

1 000 enheter, 12 mnd. sum. Ujustert



Kilde: LSEG Datastream / Statistisk sentralbyrå / Boligprodusentenes Forening / NHO

På sikt vil økte bruktboligpriser gjøre nye boliger relativt mer attraktive, men prisgapet mellom nye og brukte boliger holdt seg oppe også i tredje kvartal, og en eventuell innhenting ventes å gå gradvis. De tre siste månedene har salget av nye boliger ligget litt over nivået fra samme tid i fjor, mens antall fysiske igangsettinger har vært 29 prosent høyere. Tallene kan imidlertid svinge mye fra måned til måned, og i et lengre perspektiv fremstår oppgangen som moderat. Samlet har utviklingen de siste månedene vært om lag som vi la til grunn i forrige rapport. Vi venter at byggeaktiviteten nærmer seg nivået før pandemien først mot slutten av vår prognoseperiode.

Boligprisveksten de siste månedene har vært noe sterkere enn lagt til grunn i forrige rapport. Det gir et høyere overheng inn i neste år, og løfter dermed anslaget for 2026. Fremover vil få ferdigstillinger, noe lavere renter og økt kjøpekraft i husholdningene trekke i retning av videre prisvekst. Boligprisveksten anslås til 6 prosent i år og rundt 5½ prosent i 2026 og 2027.

Boliginvesteringene har falt markant de to siste årene. Tallene for boliginvesteringer i 2023 og 2024 ble oppjustert i siste hovedrevisjon av nasjonalregnskapet, slik at nedgangen var mindre enn tidligere antatt. Revideringen av fjorårets tall bidrar til å løfte vekstanslaget for inneværende år. Fortsatt svak igangsetting og stadig færre ferdigstilte boliger som følge av lav byggeaktivitet vil legge en demper på boliginvesteringene også fremover. På lengre sikt vil høyere boligpriser og lavere renter bidra til en gradvis normalisering av byggeaktiviteten, som vil trekke opp boliginvesteringene. Vi anslår at boliginvesteringene vil falle med om lag 2 prosent i år, før de gradvis tar seg opp med en vekst på 3 prosent i 2026 og 11 prosent i 2027.

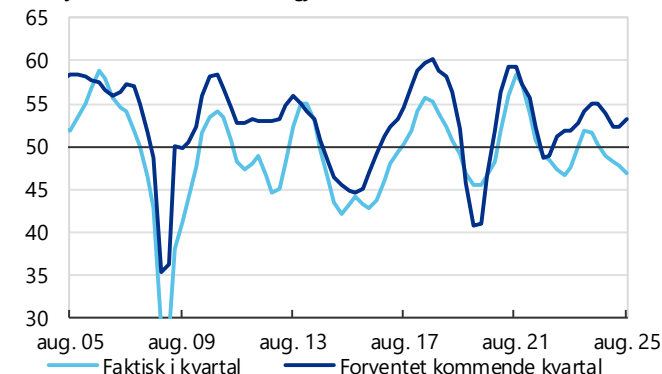
Mindre drahjelp fra eksporten fremover

I årets tre første kvartaler er det totale eksportvolumet 1¼ prosent høyere enn i samme periode i fjor. Oppgangen skyldes høyere eksport av olje og gass og av tradisjonelle varer. Eksporten av skip økte mye på starten av året, men falt litt tilbake i andre og tredje kvartal.

Fastlandseksporten har vært i godt driv de siste årene tross et svakt aktivitetsbilde hos Norges handelspartnere. Den tradisjonelle vareeksporten økte nesten 4 prosent fra andre til tredje kvartal, særlig drevet av høyere eksport av verkstedsprodukter, metaller og næringsmidler. Eksporten av verkstedsprodukter har tatt seg kraftig opp som følge av store leveranser til fornybar energiproduksjon, deriblant dampgeneratorer og generatoraggregater, og er 29 prosent høyere enn for ett år siden. Utenom verkstedsproduktene falt den tradisjonelle vareeksporten med 0,3 prosent fra andre til tredje kvartal. Utenrikshandelsstatistikken for varer indikerer at eksporten av verkstedsprodukter har holdt seg oppe inn i fjerde kvartal.

Industri: Utvikling i ordretilgang eksport

Diffusjonsindeks. Glattet sesongjustert.



Data per Q3 2025

Kilde: LSEG Datastream / Statistisk sentralbyrå / NHO

Etter solid vekst gjennom 2024 utviklet tjenesteeksporten seg om lag sideveis i første halvår i år. Fra andre til tredje kvartal falt tjenesteeksporten 4 prosent. Nedgangen skyldes særlig lavere bruttofrakter og eksport av supply-tjenester. I motsatt retning trakk høyere eksport av reisetrafikk, som i tredje kvartal var 19 prosent høyere enn i samme periode i fjor. Svak krone har gjort Norge til et mer attraktivt reisemål enn tidligere.

Flere forhold peker mot at fastlandseksporten vil vokse mindre fremover. Eksportordretilgangen i industrien har falt siden fjerde kvartal i fjor, jf. figuren over. De eksportrettede bedriftene meldte i Næringslivets økonomibarometer svake markedsutsikter fremover både i tredje og fjerde kvartal. EU-kommisjonen

konkluderte med at Norge skal ilegges toll på eksport av ferrolegeringer til EU. Det kan på marginen øke usikkerheten for norske eksportbedrifter til potensielt fremtidige handelspolitiske virkemidler til ugunst for norske eksportbedrifter.

Relativt svake vekstutsikter hos våre handelspartnere peker mot svake etterspørselsimpulser mot norsk eksport. Mens importen hos våre handelspartnere i gjennomsnitt økte 4½ prosent årlig i perioden 2000–2019, anslås den nå å vokse rundt 2 prosent i året de neste tre årene. USAs økte handelsbarrierer gjør samtidig norske varer mindre konkurransedyktige på det amerikanske markedet. Motsatt har en svak krone bidratt til å bedre Norges kostnadsmessige konkurranseevne. Det vil bl.a. stimulere til at eksporten av reisetrafikk holder seg oppe fremover.

Vi anslår at fastlandseksporten samlet sett vil øke med 4½ prosent i år, før veksten avtar til 1¾ prosent i 2026 og i 2027. I 2028 ventes fastlandseksporten å ta seg opp 2¼ prosent. Eksportanslagene er imidlertid mer usikre enn vanlig grunnet den økte handelspolitiske usikkerheten. En opptrapping av handelsspenningene, i form av høyere amerikanske tollsatser der andre land potensielt gjengjelder, er en nedsiderisiko for anslagene våre, selv om usikkerheten fremstår noe mindre enn den gjorde tidligere i år.

Veksten i arbeidstilbudet flater ut

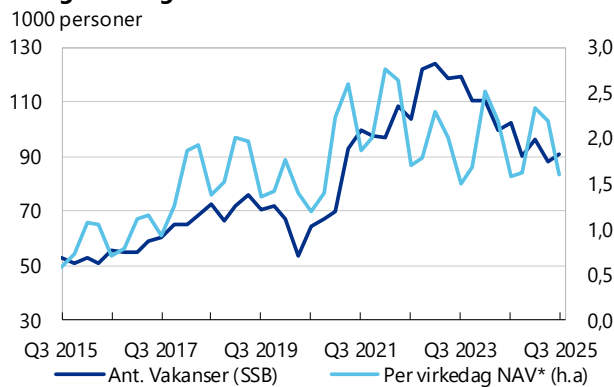
Timeverkene har økt jevnt med vel 0,3 prosent i gjennomsnitt per kvartal i årets tre første kvartaler. I denne perioden var veksten i timeverk lavere enn aktivitetsveksten, som innebærer at produktiviteten – verdiskapingen per arbeidet time – økte. Samlet anslås timeverkene å vokse med 0,9 prosent i år og med 1,1 og 1,6 prosent de neste to årene. Den noe høyere veksten i timeverk de neste årene må ses i sammenheng med flere virkedager. Produktivitsveksten ventes å avta noe de neste to årene, men så holde seg stabil ut perioden. Produktivitsveksten i prognoseperioden er dermed lavere enn gjennomsnittet i de fem årene forut for pandemien.

Etterspørselen etter arbeidskraft – målt som summen av sysselsetting og ledige stillinger – har falt siden første kvartal 2023. Ifølge SSB var det imidlertid fortsatt 20 000 flere ledige stillinger i tredje kvartal 2025 enn i tredje kvartal 2019, før pandemien. Foreløpige nasjonalregns-

kapstall viser at personsysselsettingen økte med 0,3 prosent i første kvartal og 0,1 prosent i andre og tredje kvartal.

NØB tyder på at etterspørselen etter arbeidskraft vil dempes de kommende seks månedene: Flere NHO-bedrifter svarer at de heller vil redusere bemanningen enn å øke den. I andre undersøkelser, som regionalt nettverk, svarer derimot flere at de vil øke sysselsettingen. Aktiviteten drives imidlertid primært av veksten i de arbeidskraftintensive tjenestenæringene. Vi anslår at sysselsettingen vil vokse med om lag 0,8 prosent i år og ha en relativt stabil vekst utover i prognoseperioden, 0,8, 1,0 og 0,7 prosent fra 2026 til 2028.

Ledige stillinger



*Gjennomsnitt av kvartalets måneder.
Kilde: Statistisk sentralbyrå / NAV / NHO

Yrkesandelen for aldersgruppen 15-74 år tok seg opp fra desember i fjor til august i år, men har vært stabil siden. I oktober var yrkesandelen 73,1 prosent. For de mellom 15 og 24 år økte andelen i arbeidsstyrken mye fram til august, men har siden avtatt noe.

På årsbasis ventes en vekst i arbeidsstyrken på 1,2 prosent i år. Denne veksten skyldes delvis økt aktivitet i første halvår og delvis høyere reallønn, som har fått flere, blant annet innvandrere, inn i arbeidsstyrken. Framover vil både befolkningsveksten og veksten i arbeidsstyrken avta.

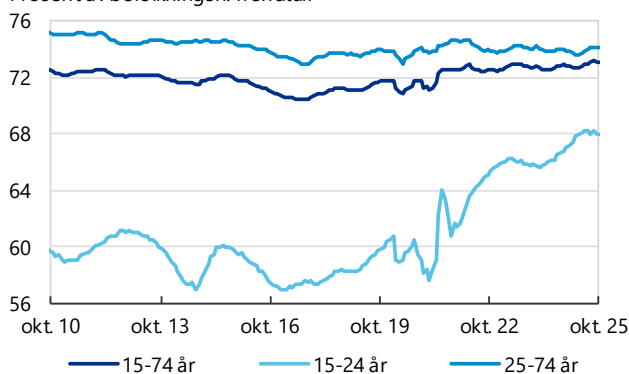
AKU-ledigheten har økt gradvis fra et gjennomsnitt på 3,6 prosent i 2023 og er ved utgangen av oktober 4,7 prosent. Økningen i arbeidsledigheten ble i hovedsak først drevet av at relativt mange av de unge arbeidstakerne som meldte seg på arbeidsmarkedet og som ennå ikke har funnet seg jobb. Den nye trenden er imidlertid at også arbeidsledigheten for aldersgruppen 25-74 år har økt. I oktober var arbeidsledigheten for denne gruppen 0,3 prosentpoeng høyere enn ved inngangen av året.

Den registrerte arbeidsledigheten har økt fra 1,8 prosent i 2023 til 2,2 prosent ved utgangen av november i år.

Bruttoledigheten inkluderer personer på arbeidsmarkedstiltak, og var 2,6 prosent i mars. Pga. statistikkomlegging og -brudd har Nav ikke publisert sesongjusterte tall for antall tiltaksdeltalere siden mars. I november var det 11 000 personer på tiltak, som tilsvarer rundt 0,4 prosent av arbeidsstyrken.

Arbeidsstyrke

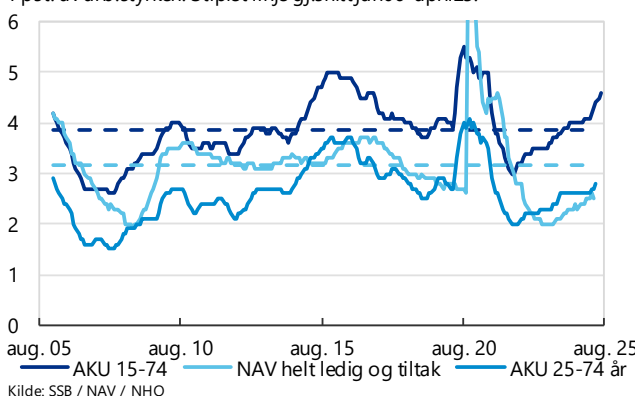
Prosent av befolkningen. Trendtall



Kilde: Statistisk sentralbyrå / NHO

Arbeidsledige

I pst. av arb.styrken. Stiplet linje gj.snitt jan06-april25.



Kilde: SSB / NAV / NHO

Vi venter at arbeidstilbudet og sysselsettingen vil vokse om lag i takt ut året, slik at arbeidsledigheten forblir på dagens nivå. I gjennomsnitt anslås AKU-ledigheten til 4,6 prosent i år. Aktivitetsoppsvinget vil ventelig trekke ned AKU-ledigheten neste år. Anslaget på Nav-registrert arbeidsledighet er usikkert grunnet brudd i statistikken og om de nye arbeidssøkerne etter hvert også registrerer seg hos Nav. Vi anslår at Nav-ledigheten i gjennomsnitt blir 2,1 prosent i år, men så øker noe til 2,2 prosent neste år, blant annet fordi mange av ukrainerne er ferdig med introduksjonsprogrammet og kommer inn i Navs ledighetsstatistikk. Dersom Ukrainere har noe mer utfordringer med å finne jobb framover, vil de bli værende i arbeidsledighetskøen, samtidig som det strømmer nye arbeidsledige til. NAV-ledigheten ventes å holde seg på det nivået ut prognoseperioden.

Avtakende lønnsvekst

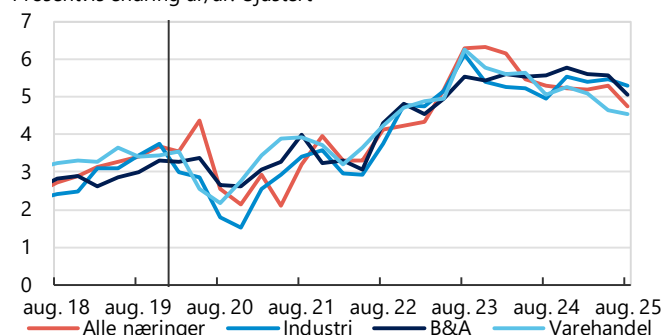
I årets mellomoppgjør kom LO og NHO, samt YS og NHO, til en forhandlingsløsning 31. mars under meklings. Oppgjøret resulterte i en anslått ramme for årslønnsveksten i industrien på 4,4 prosent i år. Etterfølgende oppgjør har jevnt over forholdt seg til rammen fra frontfagsoppgjøret.

Statistikk over avtalt månedslønn gir en pekepinn på utviklingen i årslønnsveksten. Lønnsbegrepet i denne statistikken er imidlertid noe smalere ettersom bonus og uregelmessige tillegg ikke inngår. I tillegg er det en periodiseringsforskjell mellom lønnsbegrepene som følge av at årslønn regnes påløpt, mens avtalt lønn regnes når det kommer til utbetaling. Tidspunktene for de ulike lønnsoppgjørene vil derfor kunne påvirke veksten fra et kvartal til det neste, slik det måles i statistikken.

Samlet synes veksten i avtalt månedslønn å avta i hovednæringene, jf. figuren under. Det rimer godt med at rammen for årslønnsveksten er lavere i 2025 enn de to foregående årene. Veksten i avtalt lønn i industrien er høy, men avtakende. I tredje kvartal lå avtalt lønn 5,4 prosent høyere enn ett år før. Endringer i bruken av uregelmessige tillegg og bonus vil kunne bidra til at veksten i avtalt lønn og timelønn/årslønn kan være ulik.

Avtalt månedslønn*

Prosentvis endring år/år. Ujustert



*Omfatter den faste lønnen utbetalt i midtmåned av kvartalet (dvs. fast grunnlønn). Kvalifikasjons-/kompetansetillegg mv. er inkl. i lønnsbegrepet. Publisert som gjennomsnitt per heltidsekvivalent.
Kilde: LSEG Datastream / Statistisk sentralbyrå / NHO

Som SSB peker på vil tidspunktet for når lønnsøkningen utbetales variere mellom næringer, samtidig som utbetalingstidspunktet innad i en næring vil kunne variere fra år til år. Det er derfor grunn til å være varsom med å bruke denne statistikken til å sammenlikne lønnsveksten mellom grupper og over tid. Hva årslønnsveksten faktisk blir i år får vi først vite i februar når SSBs lønnsstatistikk og TBUs foreløpige rapport offentliggjøres.

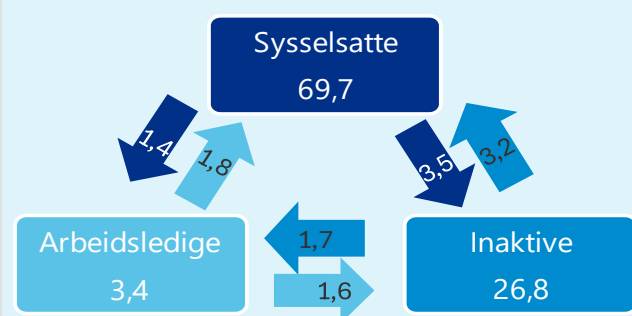
Boks 5 Fortsatt mange ubesatte stillinger

Tall fra både SSB og Nav viser et fortsatt høyt antall ledige stillinger. Antallet ledige stillinger påvirkes av flere forhold i økonomien. Når aktiviteten i næringslivet øker, øker også behovet for arbeidskraft, og bedriftene lyser ut flere stillinger. Antall ledige stillinger kan også endres dersom stillingsprosentene endres, slik at folk jobber i flere eller færre stillinger eller at utskiftingen av arbeidsstokken endres.

I tredje kvartal 2025 viste SSB-statistikken 90 500 ledige stillinger. Selv om antall ledige stillinger har gått noe ned så langt i år, er nivåene klart over nivåene vi så før pandemien. Samtidig stiger arbeidsledigheten: Ifølge AKU er arbeidsledigheten nå 4,7 prosent, og Nav melder om 2,2 prosent registrerte helt ledige. Dette kan virke paradoksalt, men gir mer mening når vi ser på dynamikken i arbeidsmarkedet.

Arbeidsmarkedet

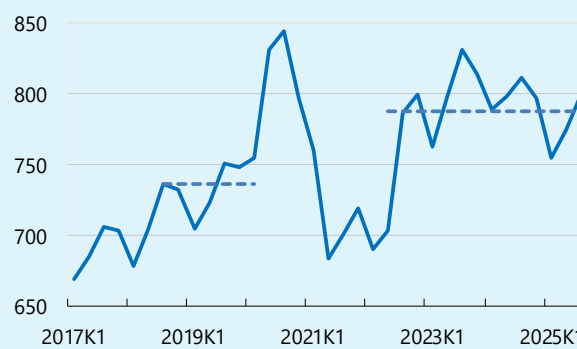
i prosent av populasjonen 15-74 år. Ses. just. 3. kv. 2025



Kilde: Statistisk sentralbyrå / NHO

Avsluttede ansettelser

Alle lønnstakere. I tusen.



Kilde: SSB, Antall arbeidsforhold og lønn / NHO

En forklaring til mange ubesatte jobber er at separasjonsratene – overgangen fra sysselsetting til arbeidsledighet eller inaktivitet – er høye. Figuren under viser at i tredje kvartal gikk 1,4 prosent av alle personer i alderen 15-74 år fra sysselsetting til arbeidsledighet, og 3,5 prosent fra sysselsetting til inaktivitet. Ratene er nesten dobbelt så høye som i samme periode i 2019. Det betyr en større utskifting av arbeidskraft, dvs. at flere enn tidligere slutter, mister jobben eller faller ut av arbeidslivet av andre årsaker.

Når mange trer ut av sysselsetting samtidig som etterspørselen etter arbeidskraft fortsatt er betydelig, kan vi få et arbeidsmarked der både ledige stillinger og arbeidsledigheten kan øke samtidig.

Arbeidskraftsstrømmer måles også ved å se på hvor mange som har startet i en ny jobb, og hvor mange som har avsluttet et arbeidsforhold siden samme kvartal året før. Figuren viser at gjennomsnittlig vel 785 000 arbeidsforhold ble avsluttet de siste to årene, mot vel 735 000 før pandemien. Det er vel 50 000 flere ut av sysselsetting, mens antall ledige stillinger kun er 20 000 flere nå enn pre pandemien. Om man hensyntar at lønnstakere nå er høyere, er strømmen i prosent av alle lønnstakere 0,3 prosentpoeng høyere enn i 2019.

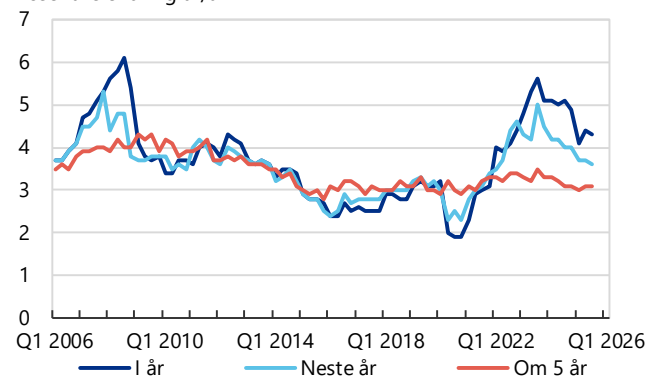
Til tross for at strømmene ut av sysselsetting til inaktivitet er noe høyere nå enn i 2019, er sysselsettingsandelen høyere – 69,7 prosent, mot 69,2 prosent i tredje kvartal 2019. En høyere sysselsettingsandel øker i prinsippet tilgangen på arbeidskraft, men i Navs bedriftsundersøkelse viser tallene at bedriftene i noe større grad må ansette personer med annen eller lavere formell kompetanse enn ønsket.

Høyt nivå på ledige stillinger samtidig som arbeidsledigheten stiger kan komme av endret dynamikk i arbeidsmarkedet: Flere faller ut av sysselsetting, og aktiviteten i økonomien holder behovet for arbeidskraft oppe. Det skaper en situasjon med både økende etterspørsel og økende ledighet.

Forventningene til årslønnsveksten i hele økonomien ligger tett på rammen fra årets frontfagsoppgjør. Norges Banks forventningsundersøkelse venter en årslønnsvekst i år på eller like under 4,4 prosent.

Arbeidslivets parter: Forventet årslønn*

Prosentvis endring år/år



*Gjennomsnittlig årslønnsvekst.

Kilde: LSEG Datastream / Norges Banks forventningsundersøkelse / NHO

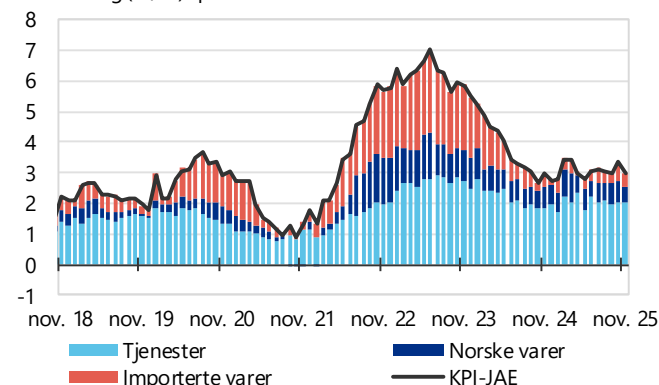
Norges Banks prognose for årslønnsveksten i år er 4,7 prosent, mens SSBs prognose er oppjustert til 4,9 prosent begrunnet i den høye lønnsveksten gjennom første halvår, mens deres prisanslag er hhv. 2,9 og 3,0 prosent. Det er om lag på linje med NHOs prisprognose. Følgelig ligger det an til at brede grupper av arbeidstakere å få økt reallønn i år.

Forsiktig avtakende prisvekst

I november var konsumprisveksten 3,0 prosent år/år, fortsatt klart over inflasjonsmålet på 2 prosent. Kjerneprisene (KPI-JAE), dvs. prisene utenom energivarer og justert for avgiftsendringer, tok seg også opp 3,0 prosent år/år i november.

Norge: Konsumpriser KPI-JAE

Vekstbidrag (år/år) i prosentenheter



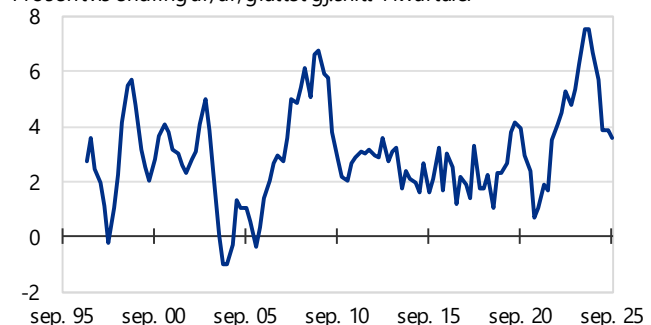
Kilde: LSEG Datastream / Statistisk sentralbyrå / NHO

Det er først og fremst prisveksten på tjenester som holder det underliggende inflasjonstrykket oppe, jf. figuren over. Tjenesteinflasjonen var i november 3,3 prosent år/år.

Prisveksten på tjenester der arbeidskraft dominerer holder seg imidlertid lav og var 0,6 prosent år/år. Dette skyldes imidlertid i all hovedsak at maksprisen i barnehager ble senket i august, både i fjor og i år. Årets nedjustering vil isolert sett holde tolv månedersveksten i konsumprisene lave frem til og med juli neste år. Justert for effekten av regulerte priser er prisveksten for arbeidsintensive tjenester 3,7 prosent. Årets barnehageprisreduksjon er isolert sett beregnet å bidra til å trekke ned årsveksten i konsumprisene med i gjennomsnitt 0,1 prosentpoeng neste år. Ettersom tjenesteyting er arbeidsintensivt, er tjenestepreisene særlig sensitive overfor utviklingen i lønnskostnadene. Lønnskostnadene var i tredje kvartal 4,6 prosent høyere enn for ett år siden, som bidrar til å holde kostnadspresset i tjenestenæringene oppe. På den andre siden har produktiviteten tatt seg noe opp, som demper effekten jf. figuren under.

Fastlands-Norge: Lønnskostnader per produserte enhet*

Prosentvis endring år/år, glattet gj.snitt 4 kvartaler



*Lønnskostnader (løpende priser) dividert på produksjon i basispriser (faste priser). Ujusterte tall.

Kilde: Statistisk sentralbyrå / NHO

Kostnadsøkningene for arbeidsintensiv tjenesteproduksjon vil derfor bidra til å holde inflasjonen over inflasjonsmålet fremover. Ettersom lønnskostnadene vokser mer enn produktiviteten venter vi isolert sett at inflasjonstrykket fra tjenestenæringene vil holdes oppe slik at konsumprisveksten vil holde seg over inflasjonsmålet i hele prognoseperioden.

På varesiden har inflasjonsimpulsene avtatt betydelig de siste to årene jf. figuren over. Norgespris, dvs. husholdningenes mulighet til å tegne frivillig fastprisavtale for leveranse av strøm, ble innført fra og med 1. oktober i år og vil bidra til svakere vareprisvekst. Vi anslår at Norgespris isolert sett vil redusere årsveksten i KPI med om lag 0,7 prosentenheter neste år.

I regjeringens forslag til statsbudsjett for 2026 foreslås grensen for momsritak på elbil å reduseres fra 500 000 til 300 000 i 2026, og videre til 150 000 og 0 de to påfølgende årene. Dersom bilforhandlerne ikke tilpasser seg avgiftsøkningen ved å redusere utsalgsprisene vil konsumprisindeksen isolert sett kunne øke med anslagsvis 0,4 prosentenheter til neste år og 0,2 prosentenheter i 2027 og 2028. Effekten av Norgespris og reduksjon av momsritaket på elbil vil isolert sett kun påvirke KPI ettersom KPI-JAE er konsumprisindeksen uten energipriser og avgiftsendringer.

For innværende år legger vi til grunn en prisvekst på 3,1 prosent. I 2026 og i 2027 ventes inflasjonen å avta til hhv. 2,6 prosent og 2,5 prosent, før den i 2028 avtar til 2,3 prosent. Veksten i KPI-JAE anslås til 3,2 prosent i år, og 2,9 prosent i 2026. I 2027 og i 2028 avtar den videre til hhv. 2,4 prosent og 2,2 prosent.

Budsjettpolitikken

Regjeringen la 15. oktober frem sitt forslag til statsbudsjett for 2026. Etter forhandlinger ble det 3. desember enighet mellom Arbeiderpartiet og budsjettpartnerne SP, MDG, Rødt og SV.

Den største satsingen i budsjettet for 2026 er videreføring av de midlertidige ekstraordinære midlene til Nansen-programmet som kom i årets reviderte nasjonalbudsjett. De ekstraordinære midlene utgjør 50 mrd kroner og skal gå uavkortet til Ukraina. Disse midlene vil derfor ha liten direkte effekt på norsk økonomi. De totale utgiftene til Nansen-programmet er foreslått til 85 mrd kroner.

Til neste år fås også helårseffekten av strømstøtteordningen Norgespris, som ble innført i år. Den totale økningen i strømstøtte er anslått til 11,5 mrd. Det gjøres også enkelte lettelser i inntektsskatten på til sammen mer enn 4 mrd. kroner. Kommunene får også hele 8,2 mrd. mer i frie inntekter, hvorav 4,1 mrd ble lagt til under forhandlingene. Økningen i handlingsrom tilsvarer 5,5 mrd, ettersom 2,9 mrd. er bundet opp til å dekke merkostnader til demografiutviklingen.

I budsjettforslaget ble det foreslått flere kuttiltak, blant annet senking av innslagspunktet for momsritak for elbiler, fjerning av ordningen med gratis ferger og en reduksjon i antall kommuner som omfattes av ordningen med sletting av studiegjeld. På grunn av løfter gitt i valgkampen ble kuttene relatert til ferger og studiegjeld fjernet allerede før de reelle forhandlingene var i gang.

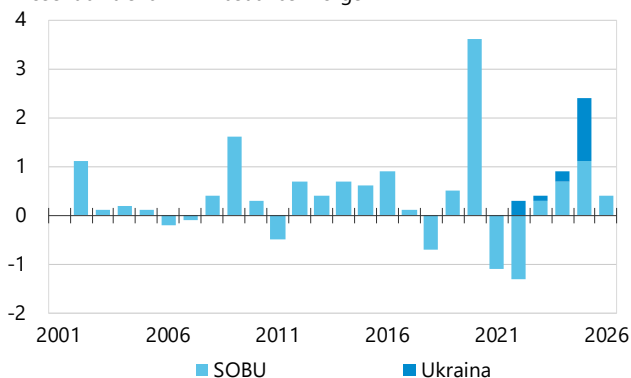
Offentlige utgifter ble i regjeringens budsjettforlag anslått å tilsvare 64,1 prosent av Fastlands-BNP. Etter forliket er andelen økt til 64,2 prosent. Kun i korona-året 2020 har andelen vært høyere. Det strukturelle oljekorrigerte underskuddet ble i NB26 beregnet til 572 mrd.kroner, tilsvarende rekordhøye 13,1 prosent av trend-BNP for fastlandet, hvorav 1,9 prosentenheter skyldes Ukraina-midlene. I 2026 vil 26,8 prosent av statsbudsjettets utgifter dekkes av overføringer fra Oljefondet. Også dette er rekordhøyt.

Etter budsjettforhandlingene er pengebruken økt med ytterligere 14,9 mrd. kroner, hvorav 2,5 mrd. kommer på årets budsjett gjennom nysalderingen. 4,6 mrd av neste års utgiftsøkninger vil være finansiert med økt bruk av oljepenger. Resten har kommet fra ulike steder, blant annet 3,3 mrd. kroner fra forliket etter det mislykkede kjøpet av NH90-helikoptere.

Forslaget til statsbudsjett har et uttak av oljepenger som er beregnet til 2,8 prosent av fondets verdi, som er noe høyere enn vi la til grunn i forrige Økonomisk Overblikk. Det er også noe høyere enn de 2,7 prosent som er anbefalt i "normale tider" for at uttaket over tid skal holdes rundt handlingsregelens grense på 3 prosent. Dette er imidlertid inkludert de ekstraordinære utgiftene til Ukraina og basert på en beregnet verdi av oljefondet ved årsslutt på 20 500 mrd. kroner. I starten av desember er oljefondet verdt over 21 000 mrd.

Budsjettimpuls

Prosent av trend-BNP Fastlands-Norge



Source: Ministry of Finance, Revised National Budget 2025 / NHO

Endringen i det strukturelle oljekorrigerte underskuddet (budsjettimpulsen) tilsvarer 0,4 prosent av Fastlands-BNP. Dette er omtrent på det historiske gjennomsnittet og betydelig lavere enn økningene de seneste årene. Den anslåtte modellberegnete virkningen på aktiviteten er omtrent nøytral. På grunn av ekspansiviteten i de foregående årenes budsjetter, som fortsatt påvirker

økonomien, er det likevel betydelig finanspolitisk stimuli til neste år.

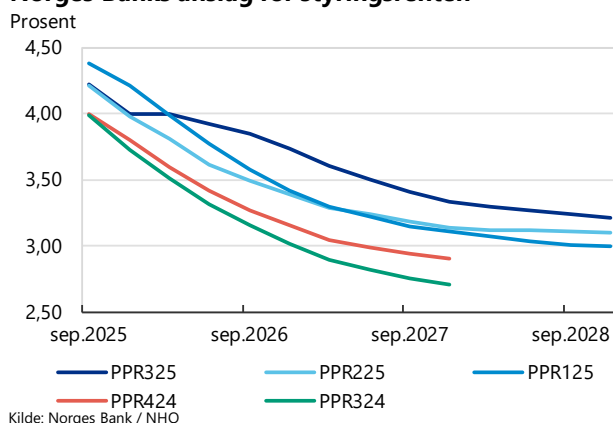
Det har vært forholdsvis svak vekst i offentlig konsum gjennom året, bortsett fra i forsvarssektoren. Fra andre til tredje kvartal sank offentlig konsum med 0,1 prosent, mens i forsvarssektoren økte det med 1,1 prosent. Offentlige investeringer falt med 4,1 prosent i tredje kvartal. Vi nedjusterer derfor anslått vekst i offentlig konsum til 1,7 prosent i år, og anslår investeringer til å falle med 4,3 prosent. Uviklingen må også ses i sammenheng med at det har kommet betydelige revideringer av SSBs tall. Både veksten i offentlig konsum og investeringer første halvår er nedrevidert. Basert på enigheten om 2026-budsjettet forventer vi en økning i offentlig konsum og offentlige investeringer på henholdsvis 2,8 og 1,0 prosent.

Pengepolitikken

Fra desember 2023 til juni i år holdt Norges Bank styringsrenten uendret på 4,5 prosent, samtidig som andre lands sentralbanker begynte å kutte i sine renter. I juni kuttet Norges Bank renten til 4,25 prosent, og i september til 4,0 prosent.

Her vil imidlertid renten forbli en stund, for sentralbanken ser fortsatt behov for innstrammende pengepolitikk, et poeng som ble gjentatt i rentemøtet i november. Det var et såkalt mellommøte, hvor det ikke ble lagt frem nye prognoser.

Norges Banks anslag for styringsrenten



Pengepolitikken må være innstrammende ettersom konsumprisveksten fortsatt ligger betydelig over inflasjonsmålet, senest på 3,0 prosent år/år i november. Prisveksten har vist seg å være vanskelig å få ned, og sentralbanken har gradvis måtte heve prognosebanen for renten

fremover i tid, jf. figuren over. Dette gjelder også møtene i juni og september, selv om styringsrenten ble senket.

Etter at siste Pengepolitisk rapport ble lagt frem i september har utviklingen i norsk økonomi gått om lag som sentralbanken har lagt til grunn. Konsumprisveksten var i november 0,5 prosentpoeng høyere enn sentralbankens prognose, mens kjerneprisveksten var 0,1 prosentpoeng lavere.

I Pengepolitisk rapport ble det vurdert at kapasitetsutnyttelsen hadde kommet ned på et normalt nivå. Bildet har ikke endret seg mye siden dette. Veksten i Fastlands-BNP i tredje kvartal var imidlertid lavere enn forventet, og økte med kun 0,1 prosent, mot sentralbankens prognoser på 0,4. Den registrerte arbeidsledigheten ligger nær nivået Norges Bank har lagt til grunn.

Den norske kronen har svekket med rundt 2 prosent siden september, målt i den importveide indeksen. Isolert trekker dette prisveksten noe opp, men bevegelsene er små og nivået er om lag som det har vært siden første kvartal 2023.

Pengemarkedspåslaget, som er forskjellen på 3-mnd NIBOR og styringsrenten, har beveget seg nedover i lang tid. I 2025 har påslaget ligget rundt 0,15 prosent, som er det nivået som sentralbanken har antatt fremover. Imidlertid har påslaget økt de siste to månedene, og ligger nå rundt 0,25. Denne økningen i påslaget betyr i praksis at pengepolitikken virker mer innstrammende enn Norges Bank har lagt til grunn og kan på marginen trekke rentebanen noe ned.

Vi legger til grunn ett rentekutt til neste år, og ett kutt i 2027, men dette er usikkert. Høyere prisvekst eller økt arbeidsledighet kan trekke renteutsiktene henholdsvis oppover eller nedover.

Temadel: Næringslivets kapitaltilgang

Tilgang på kapital er nødvendig for at bedrifter skal kunne vokse, investere og omstille seg. Et godt fungerende kapitalmarked sørger for at kapitalen kanaliseres dit avkastningen er høyest, og legger på den måten grunnlaget for et produktivt næringsliv. Når investeringstakten er lav, svekkes både produktiviteten og økonomiens evne til å absorbere nye teknologiske skift, noe som på sikt reduserer vekstevnen i hele økonomien. I denne temadelen ser vi nærmere på status for det norske kapitalmarkedet og hvordan tilgangen på kapital oppleves i næringslivet. Målet er å gi et bilde av om bedriftene får den finansieringen de trenger for å realisere lønnsomme prosjekter og slik bidra til verdiskaping og omstilling i norsk økonomi.

Finansieringen av norske bedrifter

For en utførlig gjennomgang av det norske kapitalmarkedet viser vi til Finansmarkedsmeldingen¹ og Det norske finansielle systemet². I det følgende vil vi kort oppsummere hvem som finansierer norske bedrifter, og hvordan.

Figuren nedenfor viser sammensetningen av gjelden til norske ikke-finansielle foretak, fordelt etter kreditorsektor og type fordring.

En stor del av gjelden er til andre ikke-finansielle foretak. Mye av dette omfatter intern konserngjeld, knyttet til eierskap eller lån mellom morselskap og datterselskaper, men også gjeld til kunder og leverandører, for eksempel i form av utestående fakturaer.

Utlandet er den nest største kreditorsektoren. En del av denne gjelden kan følge av utenlandsk eie i norske datterselskaper, men det omfatter trolig også betydelige investeringer fra utenlandske fond og forsikringsselskaper i norske foretak.

Det offentlige er også samlet sett en viktig kilde til kapital, men i mindre grad rettet mot det generelle næringslivet. Offentlige fordringer på ikke-finansielle foretak inkluderer statens eierskap i børsnoterte selskaper som Equinor, Telenor og Yara, samt i unoterte virksomheter som Vinmonopolet og Avinor. I tillegg kommer mange kommunalt eide foretak med ulike formål.

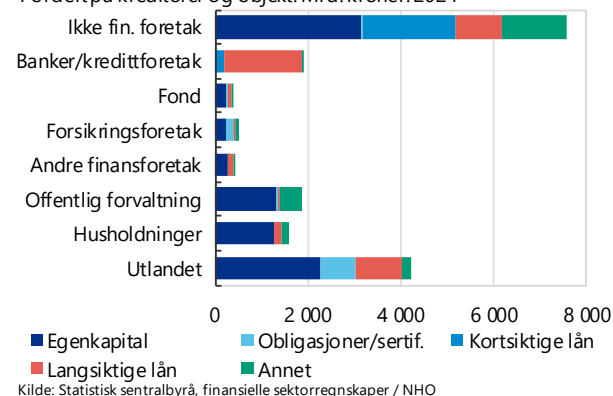
¹ Meld. St. 26 (2024-2025) *Finansmarkedsmeldingen 2025*. Finansdepartementet.

Finanssektoren står også bak en betydelig del av foretakssektorens gjeld. I figuren er finanssektoren inndelt i banker og kredittforetak, verdipapirfond, forsikringsforetak og øvrige finansielle foretak.

Husholdningenes fordringer på ikke-finansielle foretak er i hovedsak egenkapitalinvesteringer. Dette inkluderer både eierskap i virksomheter der eierne selv er aktive, og i andre unoterte og børsnoterte selskaper. I tillegg kanaliseres deler av husholdningenes sparing til næringslivet via finansnæringen, gjennom bankinnskudd, pensjonsparing og plasseringer i verdipapirfond.

Norge: Ikke-finansielle foretaks gjeld

Fordelt på kreditorer og objekt. Mrd. kroner. 2024



De finansielle sektorregnskapene gir et overordnet bilde av kapitalbeholdningene i økonomien, og viser hvilke sektorer som står bak finansieringen av næringslivet. Resultater fra NHOs medlemsundersøkelse gir et supplementende mikroperspektiv, ved å vise hvilke finansieringskilder bedriftene faktisk har benyttet de siste fem årene. Undersøkelsen er uvektet, slik at store selskaper ikke påvirker gjennomsnittet uforholdsmessig, og gir dermed et bredt bilde av finansieringsmønstrene i næringslivet.

Resultatene peker i hovedsak i samme retning som sektorregnskapene: egenkapital og banklån er de klart viktigste finansieringskildene, mens eksternt egenkapital og obligasjonsmarkedet spiller en mindre rolle for de fleste virksomheter. Leasing er også relativt utbredt, og én av fem bedrifter har benyttet dette de siste fem årene.

² Norges Bank (2025) *Det norske finansielle systemet 2025*

Opptjent egenkapital er den mest brukte finansieringskilden. Over halvparten av bedriftene har benyttet det i perioden. Ved å reinvestere overskudd kan foretak finansiere investeringer uten å hente kapital eksternt. Dette gir større fleksibilitet og reduserer behovet for forhandlinger med långivere eller investorer.

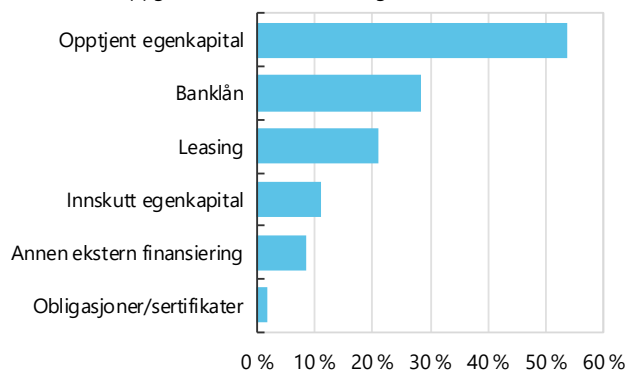
At opptjent egenkapital dominerer, og banklån kommer før innskutt egenkapital og annen ekstern finansiering, samsvarer med den såkalte *pecking order*-teorien.³ Et sentralt poeng i teorien er at de som driver selskapet, har bedre informasjon om virksomhetens utsikter og risiko enn eksterne investorer. En slik informasjonsasymmetri kan gjøre at eksterne investorer verdsetter selskapet lavere enn den underliggende verdien, noe som svekker incentivet til å hente inn ny egenkapital. Dersom aksjene er underpriset, vil fremmedkapital normalt være et bedre alternativ enn ny egenkapital så langt det er mulig. Når selskaper likevel velger å hente inn ny egenkapital, kan dette tolkes som et signal om at eierne vurderer verdien som gunstig for dem som deltar i emisjonen. For børsnoterte foretak kan dette gi utslag i kursfall, mens signaleffekten for unoterte virksomheter i større grad handler om forhandlingsmakt og verdsettelsesnivå enn om markedsreaksjoner.

En annen årsak til at egenfinansiering foretrekkes, er at den ikke innebærer direkte kostnader i form av gebyrer eller tidsbruk knyttet til kapitalinnhenting. Selv om den ikke medfører renteutgifter, er egenfinansiering ikke nødvendigvis billigere enn ekstern kapital. Kapitalen kunne vært investert andre steder og har derfor en alternativkostnad. Likevel innebærer egenfinansiering lavere finansiell risiko for bedriften, ettersom den blir mindre sårbar for rentøkninger, kredittinnstramming og eiermessig utvanning.

At mange virksomheter baserer seg på opptjent egenkapital kan også tyde på begrensninger i tilgangen på ekstern egenkapital. De fleste norske foretak er unoterte og eies av et fåtall personer, og det er ofte både tidkrevende og kostbart, eller i noen tilfeller umulig, å hente inn nye investorer. Dermed blir opptjent egenkapital en sentral og stabil finansieringskilde for store deler av næringslivet.

Finansieringskilder siste 5 år

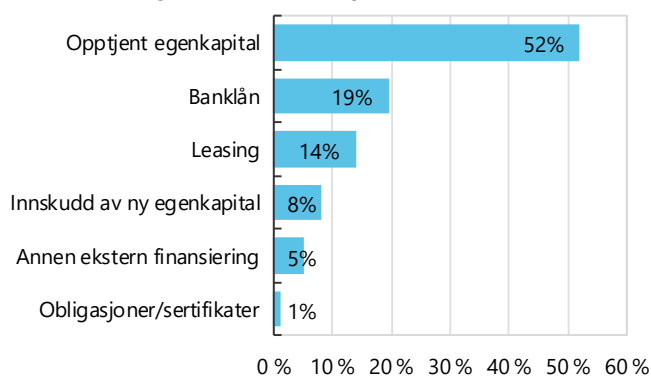
Andel som oppgir. Flere alternativer mulig



Kilde: NHOs medlemsundersøkelse, juni 2025

Viktigste finansieringskilde siste 5 år

Andel som oppgir. Ett alternativ mulig



Kilde: NHOs medlemsundersøkelse, juni 2025

Teoretisk bakgrunn

I samfunnsøkonomisk teori bestemmes kapitalallokeringen av samspillet mellom husholdningenes sparing, deres valg mellom ulike aktiva og bedriftenes etterspørsel etter kapital gjennom lønnsomme investeringsprosjekter. Dette samspillet utgjør kjernen i fordelingen av ressurser over tid, der aktørene i økonomien balanserer konsum i dag mot konsum i fremtiden.

Husholdningers, bedrifters og myndigheters sparebeslutninger legger grunnlaget for tilbudet av kapital. I samfunnsøkonomisk teori for konsumentens konsum- og sparebeslutning bestemmes sparingen av preferanser for konsum over tid, forventede fremtidige inntekter og utgifter, og realrenten. Realrenten fungerer som en sentral pris som balanserer sparernes vilje til å avstå fra konsum i dag med bedriftenes etterspørsel etter investeringer. En høyere realrente øker incentivet til å spare,

³ Myers, S. C. og Majluf, N. S. (1984) *Corporate financing and investment decisions when firms have information*

that investors do not have. Journal of Financial Economics.

mens en lavere realrente stimulerer investeringene ved at flere prosjekter får positiv nåverdi.

I tillegg til realrenten bestemmes kapitaltilgangen av hvordan sparerne fordeler formuen mellom aktiva med ulik risiko. Kapitalverdimodellen (CAPM) beskriver denne allokeringen ved å vise hvordan investorer krever høyere forventet avkastning for aktiva som bidrar mer til den samlede, ikke diversifiserbare risikoen i porteføljen. Dette avkastningskravet blir prisen bedriftene må betale for ekstern egenkapital. Prosjekter som ikke kan gi en avkastning som minst dekker risikofri rente pluss risikopremie, vil derfor ikke kunne finansieres gjennom kapitalmarkedet. Dermed skaper CAPM et bindeledd mellom sparerne porteføljevalg og bedriftenes kapitalkostnad, som igjen påvirker investeringsnivået i økonomien.

Bedriftenes investeringsbeslutninger kan bl.a. forklares gjennom Jorgensons teori om brukerkostnaden ved kapital, der et prosjekt gjennomføres når forventet marginalavkastning overstiger kapitalkostnaden.⁴

Kapitalstrukturen påvirkes samtidig av bedriftenes finansieringsvalg. Modigliani og Millers irrelevante teorem viser at kapitalstrukturen ikke påvirker bedriftens verdi under perfekte markedsforhold, mens senere teorier,⁵ som *pecking order*-teorien og modeller basert på informasjonsasymmetri, viser at intern kontantstrøm, risiko, informasjon og transaksjonskostnader i praksis påvirker hvilke prosjekter som realiseres og hvordan de finansieres.

Samlet impliserer disse mekanismene at kapitalen, i en friksjonsfri økonomi, vil allokere seg til den gir høyest avkastning, at tilbudet av sparing og realrenten bestemmes simultant slik at tilbud og etterspørsel etter kapital balanserer, og at alle prosjekter med tilstrekkelig høy realavkastning blir gjennomført. Disse teoretiske betraktningene forutsetter imidlertid at markedene er komplette, at informasjon flyter uten kostnad og at aktørene står overfor identiske finansieringsbetingelser.

Markedssvikt og friksjoner

I virkeligheten brytes mange av forutsetningene som de ovennevnte teoriene bygger på. Informasjonsproblemer, risikoaversjon, regulatoriske rammer og skatter påvirker både sparebeslutninger, investeringsadferd og kapitalstruktur, og kan føre til at ellers lønnsomme prosjekter

ikke gjennomføres. Disse friksjonene og markedssviktene drøftes nærmere i neste avsnitt.

For det første oppstår det som regel informasjonsasymmetri mellom långiver og låntaker. Bedriften kjenner bedre til prosjektets muligheter og risiko enn kredittytteren. Dette kan føre til ugunstig utvalg, der de mest risikable bedriftene søker lån fordi de får mesteparten av oppsiden, men i liten grad tar nedsiden som følge av begrenset ansvar i de fleste selskapsformer. Det kan også føre til såkalt *moral hazard*, der bedriften tar høyere risiko etter at den har fått finansiering. Slike mekanismer gjør at långivere krever høyere risikopremie enn de ellers ville gjort. Informasjonsasymmetri kan også handle om kompetanse – at långivere ikke har tilstrekkelig innsikt til å vurdere kvaliteten på prosjektene, og derfor legger inn en ekstra sikkerhetsmargin i prissettingen.

En annen kilde til friksjoner er regulatoriske forhold. Banker og forsikringsselskaper er strengt regulert for å ivareta finansiell stabilitet. Kapitalkravene innebærer at de må holde en viss andel egenkapital som står i forhold til risikoen i porteføljen. I praksis vil slike krav alltid være delvis sjablongmessige, og sikkerhetsmarginene gjør at risikoen kan overvurderes. Siden det er kostbart å holde kapital for finansforetakene, kan dette medføre høyere utlånskostnader enn det den faktiske risikoen tilsier. Dermed kan enkelte investeringer som i utgangspunktet er lønnsomme, likevel bli for dyre å finansiere.

Videre kan kapitalmarkedene være ufullstendige, ved at det ikke finnes finansieringsformer som dekker bedriftenes behov. Det gjelder særlig mellomformer mellom lån og egenkapital, eller langsiktig finansiering til innovasjon og forskning. At slike produkter ikke tilbys, kan skyldes at behovet er for spesialisert eller for lite til å være kommersielt lønnsomt for finansinstitusjonene, eller sagt på en annen måte – dersom de ble tilbudt ville de blitt uforholdsmessig dyre til å bli benyttet.

En fjerde kilde til friksjoner er skattlegging. Alt annet like medfører skatt på kapital færre investeringer. Ulike skattesatser på ulike typer investeringer gir i tillegg vridninger, der kapitalen kanaliseres mot de aktivaklassene som skattlegges minst, snarere enn dit den samfunnsøkonomiske avkastningen er høyest.

I tillegg kommer eksternaliteter. Gevinster fra innovasjon reflekteres ikke alltid fullt ut i verdien av selskapet som

⁴ Jorgenson W. D. (1963) *Capital Theory and Investment Behavior*. The American Economic Review Vol. 53, No. 2

⁵ Modigliani F., Miller, M. (1958) *The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment*. American Economic Review Vol. 48, No. 3

investerer. Positive ringvirkninger til kunder, leverandører eller andre virksomheter blir i liten grad fanget opp i bedriftsøkonomiske avkastningsvurderinger. Dette fører til underinvesteringer i et samfunnsøkonomisk perspektiv, særlig i forskning, teknologiutvikling og kompetanse.

Transaksjonskostnader, administrative byrder og ulike former for markedsfriksjoner kan også gjøre det dyrere eller mer krevende å hente kapital, særlig for små og mellomstore bedrifter. Disse kostnadene kan i seg selv være tilstrekkelige til å hindre gjennomføring av ellers lønnsomme prosjekter.

Til slutt kan koordinasjonsutfordringer føre til at prosjekter som samlet sett er lønnsomme, ikke realiseres fordi lønnsomheten er avhengig av at også andre investeringer finner sted. For eksempel kan større industrisatser eller teknologiske omstillinger kreve komplementære investeringer i infrastruktur, kompetanse eller leverandørnettverk. Dersom disse ikke kommer på plass samtidig, kan enkeltaktører vegre seg for å investere, selv om en koordinert innsats ville gitt høy avkastning.

Til sammen viser disse forholdene hvorfor kapitalmarkedet ikke alltid allokerer ressursene dit avkastningen er høyest, og hvorfor enkelte bedrifter og prosjekter kan møte betydelige hindringer i finansieringen til tross for at de er lønnsomme både bedriftsøkonomisk og samfunnsøkonomisk. Dette gjør at myndighetene i mange tilfeller kan spille en viktig rolle i å redusere friksjonene, og dermed bidra til et mer velfungerende kapitalmarked og en mer effektiv økonomi.

Status på kapitaltilgang

Tidligere gjennomganger av det norske kapitalmarkedet har i hovedsak konkludert med at det fungerer tilfredsstillende. Den største gjennomgangen av det norske kapitalmarkedet de senere årene er Kapitaltilgangsutvalgets rapport fra 2018.⁶ Utvalget konkluderer med at det norske kapitalmarkedet i hovedsak fungerer godt, og at de aller fleste forventet lønnsomme selskaper og prosjekter har tilgang til finansiering til en pris som reflekterer deres risiko. For enkelte markeder og grupper peker utvalget på noen utfordringer.

For små bedrifter med behov for egenkapital i størrelsesordenen 20 millioner kroner vurderte utvalget kapitaltilgangen som spesielt utfordrende. Utvalget mente også at

en betydelig del av pensjonsmidlene ikke plasseres optimalt sett fra formålet om å maksimere langsiktig forventet risikojustert avkastning på pensjonssparernes midler, og at dersom større deler av pensjonskapitalen ble investert i langsiktige eller ikke-likvide investeringer, kunne det styrke kapitaltilgangen til næringslivet samtidig som pensjonssparernes rettigheter blir ivaretatt. I etterkant har det bl.a. blitt innført egen pensjonskonto som gir sparere større fleksibilitet i plasseringen av pensjonsmidlene.

Videre pekte utvalget på at det private direkte eierskapet i børsnoterte selskaper er lavt, og at staten har flere dominerende posisjoner, som kan skape usikkerhet om de delvis statseide selskapenes forutsetninger for å skape aksjonærverdier, og på den måten påvirke verdsetting og kapitaltilgang.

Særlig mente kapitaltilgangsutvalget at finansieringen i den tidlige utviklingsfasen for potensielle vekstbidraget er krevende å ivareta, som følge av at disse selskapene som regel har mange år med kapitalkrevende utvikling før inntektene kommer. Dette påpekes også i NHOs rapport om norsk konkurransekraft.⁷

Utvalget omtalte også skattesystemets effekter på kapitaltilgangen. Blant annet foreslo utvalget at det burde vurderes endringer for å i større grad likebehandle gjeld og egenkapital i selskapsskatten, å avvikle formuesskatten, og å trappe ned skattefavoriseringen av bolig og fritidseiendom. Regjeringen vurderte statsbudsjettet for 2020 i hovedsak at det ikke burde gjøres endringer på skatteområdet, med noen unntak bl.a. knyttet til stiftelser og opsjoner i arbeidsforhold.

I Finansmarkedsmeldingen 2025 skriver Finansdepartementet at Norge har et bredt finansieringstilbud for næringslivet og at kapitaltilgangen til det norske næringslivet samlet sett synes å være god. Det pekes på at bedrifter av alle størrelser låner hos bankene, mens større bedrifter i tillegg benytter seg av obligasjonsmarkedet, og at en digitalisert finansnæring betyr at hele landet kan betjenes. Samtidig påpekes det i Finansmarkedsmeldingen betydningen av like rammevilkår for finansnæringen som i EU, for å sikre konkurranse og markedsadgang.

⁶ NOU 2018: 5 (2018) *Kapital i omstillingens tid*. Nærings- og fiskeridepartementet.

⁷ Næringslivets hovedorganisasjon (2025) *Veien til vekst*

Gründermeldingen⁸ viser til konklusjonene i Finansmarkedsmeldingen fra 2024, og peker også på enkelte indikatorer som EU-kommisjonen benytter for å måle utviklingen i de europeiske kapitalmarkedene. En del av disse indikatorene benyttes også i våre analyser og vurderinger nedenfor, hvor også norske tall er tatt med i sammenligningen. I Gründermeldingen pekes det også mot Distriktnæringsutvalget⁹, som mener at sentraliseringen av banknæringen har ført til en generelt dårligere lokalkunnskap i bankene, som kan ha gjort det vanskeligere å finansiere næringsutvikling i distriktene. I meldingen pekes det også på at lånefinansiering kan være en utfordring for oppstartsselskaper, hvor det for mange vil ta lang tid før de har positiv kontantstrøm, som gjør det krevende å betjene lån. For egenkapitalmarkedet pekes det på konklusjonene til Kapitaltilgangsutvalget om egenkapitaltilgangen for små bedrifter.

Menon har analysert hvilken betydning finansnæringen har for næringslivets tilgang på kapital.¹⁰ Rapporten beskriver blant annet næringsens avgjørende betydning i å tilføre kapital, håndtere risiko og tilby markedsplasser som kobler investorer med bedrifter som har finansieringsbehov. Rapporten viser at norsk finansnæring fremstår som produktiv i en internasjonal sammenheng, noe som kan gi lavere priser på finansielle tjenester og bedre vilkår for finansiering. Rapporten peker blant annet på at gjennomsnittlige forvaltningshonorarer i aksjefond er lavere i Norge enn i EU, noe som reduserer kostnadene ved sparing og kapitalmobilisering.

Selv om mange analyser konkluderer med at tilgangen på kapital er god i Norge, er det likevel faktorer som kan ha ført til at næringslivet har investert for lite. Ifølge OECD har investeringene i Norge og i industrilandene siden finanskrisen vært om lag 17 prosent lavere enn de skulle vært ut fra historiske sammenhenger mellom verdiskaping og investeringer. Det har bidratt til lavere vekst i økonomien. OECD peker på en rekke årsaker, blant annet lav etterspørsel og økt handelspolitisk usikkerhet, men også at immaterielle investeringer står for en større andel enn tidligere, og at disse er vanskeligere å lånefinansiere enn

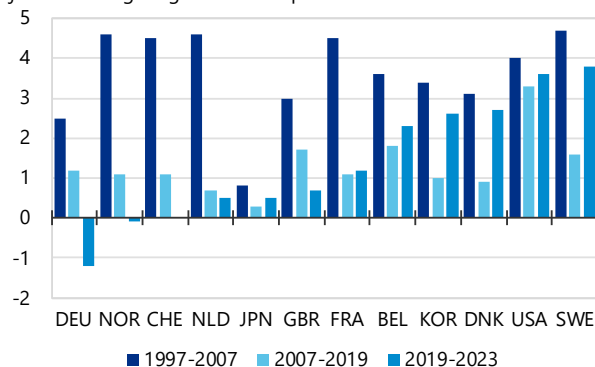
tradisjonelle fysiske investeringer i realkapital,¹¹ som omtalt nedenfor.

Investerings typer påvirker finansieringen

Synkende investeringsnivåer har vært en viktig faktor bak den lave økonomiske veksten i mange OECD-land. Som omtalt over, er tilgang på kapital en nøkkelfaktor for vekst, noe som særlig har blitt trukket frem som et problem for Europa.¹² Selv om fallet i næringsinvesteringer er bredt, varierer utviklingen betydelig mellom land. Veksten i norske næringsinvesteringer har avtatt kraftig. Figuren under viser at Norge hadde høy vekst før finanskrisen, men at vi er blant landene der veksten har falt mest i etterkant. De siste årene har investeringsvolumet avtatt videre. Dette gjelder både med og uten oljeinvesteringer. I USA er veksten fortsatt høy og bare marginalt svekket, og for både Sverige og Danmark har investeringsveksten tiltatt de siste årene.

Utvikling i næringsinvesteringer

Gjennomsnittlig årlig vekst i ulike perioder



Kilde: OECD (2025) / NHO

En del av forklaringen på den lavere veksten er at investeringene har endret karakter. Selv om det totale investeringsnivået har sunket, har det vært en sterk vekst i immaterielle investeringer. Mens materielle investeringer er investeringer i eksempelvis maskiner, veier og bygninger, er immaterielle investeringer det som er mindre håndfast, slik som investeringer i forskning og utvikling, merkenavn, programvare og patenter. Ifølge World Intellectual Property Organization (WIPO) har de immaterielle investeringene vokst mer enn tre ganger raskere enn

⁸ Meld. St. 6 (2024-2025) *Gründere og oppstartsbedrifter*. Nærings- og fiskeridepartementet.

⁹ NOU 2020: 12 (2020) *Næringslivets betydning for levende og bærekraftige lokalsamfunn*. Nærings- og fiskeridepartementet og Kommunal- og moderniseringsdepartementet.

¹⁰ Grünfeld, L. A., Johnsen, P. F., Moe O. D. og Wahl, E. S. (2024) *Finansnærings betydning for kapitaltilgang i næringslivet*. Menon-publikasjon nr. 89/2024

¹¹ OECD (2025) *OECD Economic Outlook Volume 2025 Issue 1 Tackling Uncertainty Reviving Growth*

¹² Draghi, M. (2024) *The future of European competitiveness*

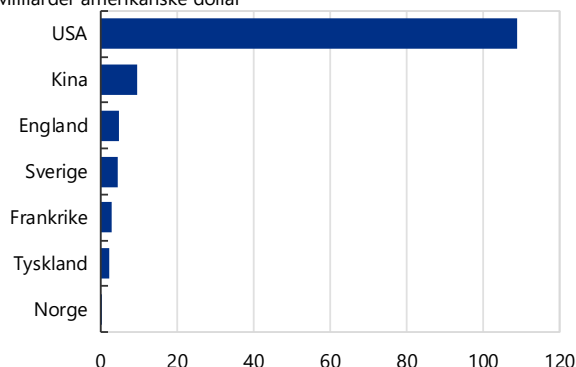
andre investeringer etter finanskrisen.¹³ Ifølge OECD er medlemslandenes investeringer i programvare mer enn tredoblet siden finanskrisen. I samme tidsrom er maskin-investeringene økt med 12 prosent og bygningsinvesteringene redusert med 7 prosent.

Vekst i immaterielle investeringer er avhengig av kapitalmarkeder med tilstrekkelig dybde og løfteevne. I et arbeidsnotat fra OECD¹⁴ pekes det på at det kan være større finansielle friksjoner og mer kostbart å få tak i fremmedkapital ved immaterielle investeringer. Verdien av investeringer i eksempelvis programvare, FoU og data kan være vanskelig å vurdere, som gjør det mer krevende å stille sikkerhet for lån. At disse større finansielle friksjonene ved immaterielle investeringer er en reell utfordring, kommer tydelig frem i et ferskt arbeidsnotat basert på data fra norske selskaper.¹⁵ Her finner forskerne at innføring av muligheten til å bruke patenter som panteobjekt i 2015 hadde en stor effekt på selskapenes lånetilgang, og at dette økte produktiviteten i forhold til en kontrollgruppe med 3 prosent.

Ettersom de immaterielle investeringene blir viktigere, vil kapitalmarkeder med god tilgang på kompetent og risikovillig kapital kunne bli et større konkurransefortrinn. På kapitalområdet er USA verdensledende og Sverige et foregangsland i Europa, som kan være med å forklare hvorfor Sverige og USA er landene med høyest immaterielle investeringer som andel av BNP i WIPOs database.

KI-investeringer 2024

Milliarder amerikanske dollar



Kilde: AI Index 2025 / NHO

I kjølvannet av KI-revolusjonen har KI-relaterte investeringer eksplodert. USA ligger i en særstilling på KI-

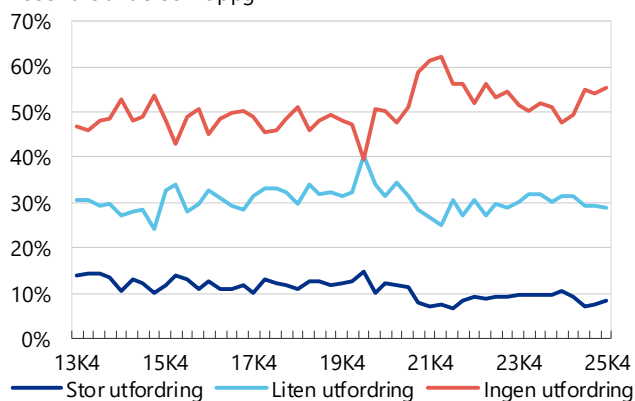
investeringer, men Sverige ligger også overraskende høyt i internasjonal sammenheng, slik figuren over viser.

Bedriftenes vurdering av kapitaltilgang

NHO spør hvert kvartal medlemsbedriftene i hvilken grad ulike forhold oppleves som hindringer for ekspansjon og investeringer. Andelen som oppgir tilgang på kreditt og finansiering som en stor utfordring når det gjelder ekspansjon og investeringer, har vært relativt stabil over tid, jf. figuren nedenfor. Imidlertid er det nå litt færre enn før pandemien som opplever finansiering som et stort hinder. Det kan reflektere bedre tilgang på kapital, men siden mye av perioden etter pandemien også sammenfaller med lavere investeringsaktivitet i fastlandsøkonomien, kan det også ha sammenheng med at bedriftene har hatt mindre behov for finansiering som følge av svakere investeringslyst, og/eller at andre ekspansjonshindre har blitt mer dominerende, jf. omtale nedenfor.

Manglende tilgang på finansiering

Prosentvis andel som oppgir



Kilde: Næringslivets økonomibarometer / NHO

Bare 8 prosent peker på tilgang på kreditt og finansiering som en stor utfordring for vekst og ekspansjon. Alle andre hindre anses som viktigere. Eksempelvis peker drøyt fem ganger så mange (41 prosent) på uforutsigbare rammebetingelser som et stort hinder. For norsk økonomis evne til å vokse og bli mer produktiv på sikt, er det likevel avgjørende at lønnsomme prosjekter får tilgang på kapital som dekker behovet. At andre ekspansjonshindre har økt sin betydning de siste årene, kan samtidig bidra til å forklare det svakere investeringsnivået i økonomien, jf. omtalen over.

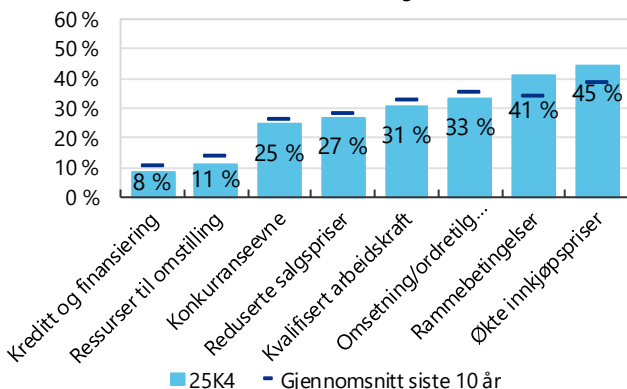
¹³ Basert på Global INTAN-Invest Database (2025)

¹⁴ OECD (2025) *Understanding the weakness in business investment*. OECD Economics Department Working Papers

¹⁵ Bøler, E., A. Moxnes, og K. Ulltveit-Moe (2024) *Strapped for cash: The role of financial constraints for innovating firms, misallocation and aggregate productivity growth*

Hinder for ekspansjon

Prosentvis andel som svarer "stor utfordring"

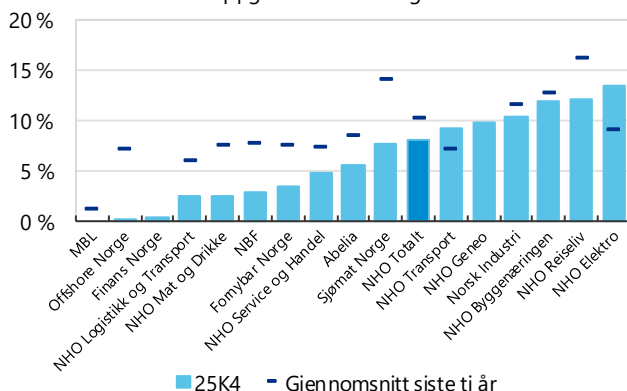


Kilde: Næringslivets økonomibarometer / NHO

Det er betydelige forskjeller mellom næringene i hvor mange som opplever kapitaltilgang som en stor utfordring, jf. figuren under. Det kan ha flere årsaker. For det første har kapitalintensive næringer i større grad behov for ekstern finansiering og kan dermed lettere oppleve knapphet på kreditt. Dette i motsetning til næringer som hovedsakelig benytter arbeidskraft som innsatsfaktor. En annen mulig forklaring er variasjoner mellom næringer i hva slags eiendeler som kan stilles som pant. Næringer der investeringene i større grad gjøres i forskning og utvikling, som i liten grad kan pantsettes, vil kunne ha vanskeligere tilgang på finansiering enn næringer der investeringene i større grad gjelder fysiske eiendeler som eiendom eller kjøretøy, som enklere kan brukes som sikkerhet for lån.

Tilgang på kreditt og finansiering

Prosentvis andel som oppgir "stor utfordring"



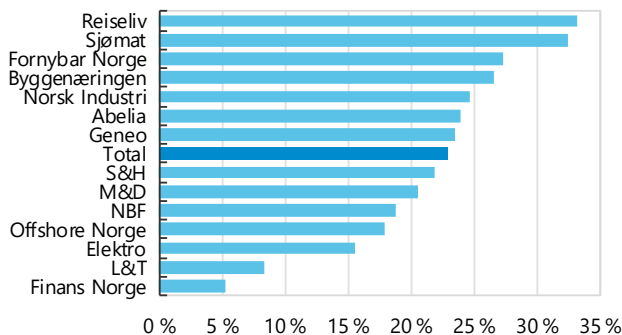
Kilde: Næringslivets økonomibarometer / NHO

I juni 2025 spurte NHO medlemsbedriftene om de i løpet av de siste fem årene hadde måttet utsette eller avlyse planlagte investeringer som følge av manglende finansiering. Hver fjerde (23 prosent) svarte bekreftende på dette. Andelen var høyest blant bedriftene med under 10 ansatte, hvor 26 prosent svarte bekreftende på dette.

Blant bedriftene med over 50 ansatte svarte 16 prosent bekreftende.

Avlyst/utsatt investering pga finansiering

Andel som svarer ja*.



*Har bedriften de siste 5 årene vært nødt til å avlyse eller utsette planlagte investeringer på grunn av manglende finansiering?

Kilde: NHOs medlemsundersøkelse, juni 2025

Det var særlig banklån og egenkapitalfinansiering bedriftene ønsket å benytte til de avlyste eller utsatte investeringene, men også en betydelig andel oppga annen ekstern finansiering eller leasing som aktuelle kilder.

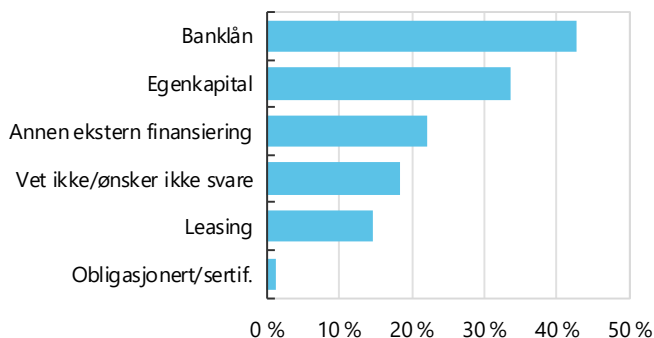
Da bedriftene ble spurt om hva de opplever som de største hindrene for finansiering, var det to forhold som pekte seg ut. Det største hinderet var høye finansieringskostnader, som renter, gebyrer og krav til egenkapital. At dette anses som det viktigste hinderet er naturlig, siden forventet avkastning på investeringen må forsvare finansieringskostnadene.

Det nest største hinderet var långiveres risikovurderinger. Dette henger delvis sammen med det første hinderet, ettersom høyere vurdert risiko normalt fører til høyere kostnader eller i ytterste konsekvens avslag på finansiering.

Utover dette ble det også nevnt en rekke andre hindringer, som vist i figuren under. I det åpne feltet for andre hindre ble det i tillegg trukket frem flere forhold, blant annet at enkelte bedrifter finansieres gjennom konsern og dermed må konkurrere om kapital med andre deler av virksomheten. Andre pekte på utfordringer knyttet til markedssituasjonen, inntjening, lønnsomhet og uforutsigbarhet, samt rammevilkår og politiske forhold.

Ønsket finansiering til avslyste prosjekter*

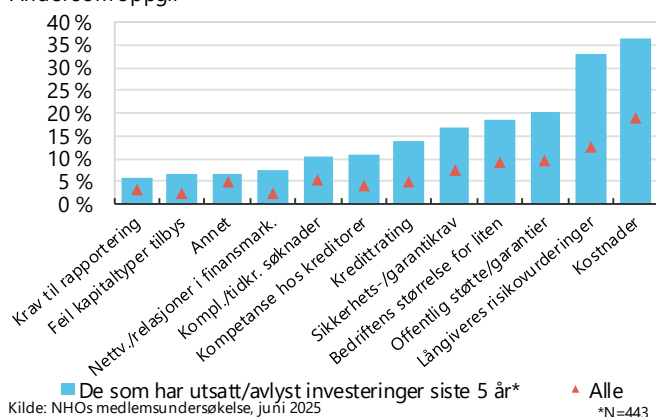
Andel som oppgir. Flere alternativer mulig. N=443.



*Stilt til bedrifter som har avslust/utsatt prosjekter pga manglende finansiering siste 5 år:
Hvilken type finansiering ønsket bedriften å innhente til disse investeringene?
Kilde: NHOs medlemsundersøkelse, juni 2025

Største hindre for finansiering

Andel som oppgir



Samtidig er det verdt å merke seg at resultatene fra undersøkelsen over er begrenset til NHOs medlemmer. NHOs medlemsmasse består først og fremst av mer etablerte bedrifter, hvor behovet for ytterligere kapital som følge av vekstambisjoner kan være begrenset. Som omtalt under er det blant annet tegn til at tilgangen på risikokapital til oppstartsbedrifter er mer begrenset.

Indikatorer

Som omtalt i det teoretiske avsnittet vil lønnsomme prosjekter normalt få finansiering når markedet fungerer uten større friksjoner. Det sentrale spørsmålet er derfor hvor godt det norske kapitalmarkedet faktisk virker, og i hvilken grad det evner å kanalisere kapital dit den gir høyest avkastning. Direkte kartlegging av markedssvikt er krevende, fordi det finnes en stor mengde markeder,

transaksjoner og aktører som alle står overfor ulike situasjoner og rammebetingelser. Alternativt ville kunnskap om antallet lønnsomme prosjekter som ikke blir gjennomført på grunn av kapitalmangel kunne gi informasjon om at det eksisterer en markedssvikt, men slike data finnes ikke.

En mer praktisk tilnærming er å se Norge i en internasjonal sammenheng. Dersom Norge systematisk skiller seg negativt ut langs sentrale indikatorer kan det tyde på særskilte hindringer eller friksjoner i kapitaltilgangen. I det følgende vurderer vi derfor det norske kapitalmarkedet på flere områder og sammenligner Norges plassering med andre europeiske land. Samtidig vil en slik øvelse ikke avdekke svakheter som gjelder alle land i sammenligningsgruppen. Nettopp kapitaltilgang er trukket frem av Europakommisjonen som en av Europas hovedutfordringer i den overnevnte Draghi-rapporten. Resultatene må derfor tolkes med skjønn. Indikatorene er i hovedsak basert på Europakommisjonens Capital Market Union-indikatorer.¹⁶

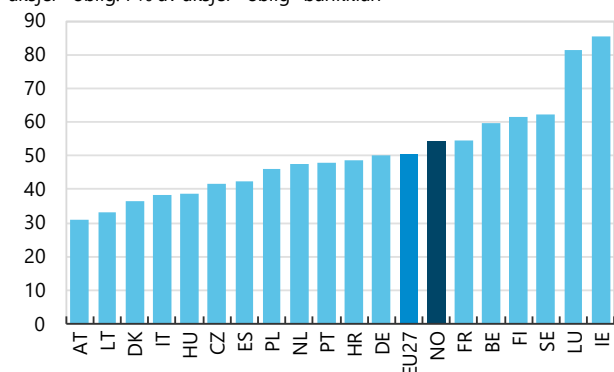
Aksje- og obligasjonsmarkedet

Aksje- og obligasjonsmarkedet spiller en sentral rolle i økonomien og i bedriftenes finansiering fordi de gir tilgang til kapital som ikke er avhengig av bankenes utlånskapasitet, og fordi de legger til rette for risikodeling mellom investorer. Et velfungerende verdipapirmarked gir bedriftene mulighet til å hente inn kapital til vekst og omstilling, samtidig som investorene får et bredt spekter av plasseringsmuligheter. Siden verdipapirene er omsettelige, låses ikke investorene inn i en investering over lengre tid. Dermed vil de som regel, alt annet like, være villige til å tilby kapital til en rimeligere pris enn om de var låst inn i investeringene over lengre tid. Markedenes størrelse, likviditet og bredde gir derfor viktige signaler om hvor godt kapital flyter gjennom økonomien. Dette avsnittet ser nærmere på utviklingen i det norske aksje- og obligasjonsmarkedet, og sammenligner Norge med andre europeiske land for relevante indikatorer.

¹⁶ Commission Staff Working Document "Monitoring progress towards a Capital Markets Union: a toolkit of indicators" SWD(2021) 544

Markedsbasert finansiering

aksjer+oblig. i % av aksjer+oblig+bankklån



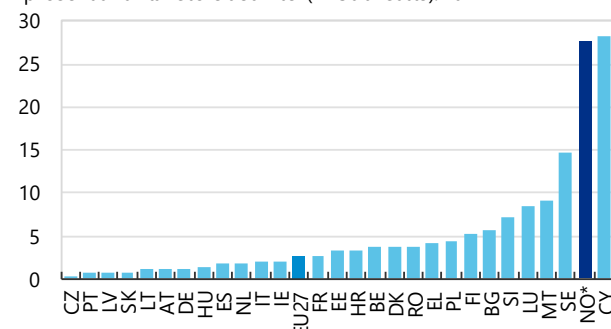
Kilde: LSEG / SSB / EU-kommisjonen / NHO

Figuren ovenfor viser en indikator for i hvor stor grad aksje- og obligasjonsmarkedet blir brukt for finansiering, altså andel markedsfinansiering. Høy andel markedsfinansiering vurderes å være gunstig for økonomisk vekst.¹⁷ Som vi ser av figuren, så ligger Norge litt høyere enn gjennomsnittet i EU på dette området, men bak Finland og Sverige. Et omfattende obligasjonsmarked er en viktig grunn for dette, som beskrevet senere. Sammenliknet med USA har Europa generelt en høy andel bankfinansiering.

Figuren under viser antall selskaper som har utstedt aksjer relativt til antall store selskaper, dvs. med mer enn 250 ansatte.¹⁸ Indikatoren gir et mål på bredden i aksjemarkedet, som igjen påvirker likviditet, diversifiseringsmuligheter og informasjonsgrunnlag i markedet. Bredere markeder kan tiltrekke flere investorer, gir bedre prisdannelse og kan dermed redusere kapitalkostnaden for bedrifter. Bredere markeder kan også indikere lavere administrative og regulatoriske barrierer for notering. Norge ligger her helt i toppen på denne indikatoren, som indikerer lave barrierer for børsnoteringer og gode muligheter for kapitalinnhenting gjennom dette. Men tallet kan også påvirkes av andre forhold, eksempelvis næringsstruktur. Norge har relativt få store selskaper, mens i andre land blir ikke nødvendigvis et selskap med mer enn 250 ansatte regnet som stort. Indikatoren kan altså dels gjenspeile forskjeller i typisk selskapsstørrelse, og normer for når det er vanlig å børsnotere et selskap.

Selskaper med børsnoterte aksjer

I prosent av antall store bedrifter (> 250 ansatte), 2024



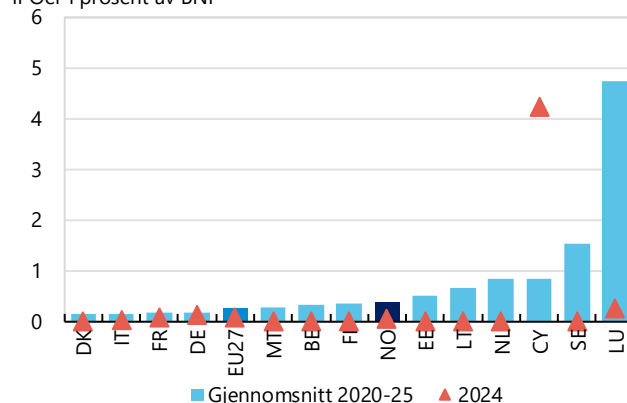
*NHO-beregnet. Antall børsnoterte aksjer og egenkapitalbevis utstedt av norske selskaper per november 2025.

Kilde: ESMA / EU-kommisjonen / LSEG / Statistisk sentralbyrå / NHO

En annen indikator som viser selskapenes mulighet til å hente kapital på børs, er å måle hvor mye kapital selskapene henter ved børsnotering, såkalte Initial Public Offerings (IPO). I figuren nedenfor er den totale kapitalinnhenting fra børsnoteringer sett i sammenheng med et lands BNP.

Egenkapitalinnhenting på børs

IPOer i prosent av BNP



Kilde: LSEG / SSB / EU-kommisjonen / NHO

Vi ser av figuren at det er store forskjeller på hvor mye som hentes inn gjennom IPOer mellom ulike land. Det er også forholdsvis mye variasjon over tid. Norge ligger litt over EU-snittet, men langt under nivået i f.eks. Sverige. Som det fremkommer i figuren var 2024 et år med svært lav kapitalinnhenting gjennom børsnoteringer i EU.

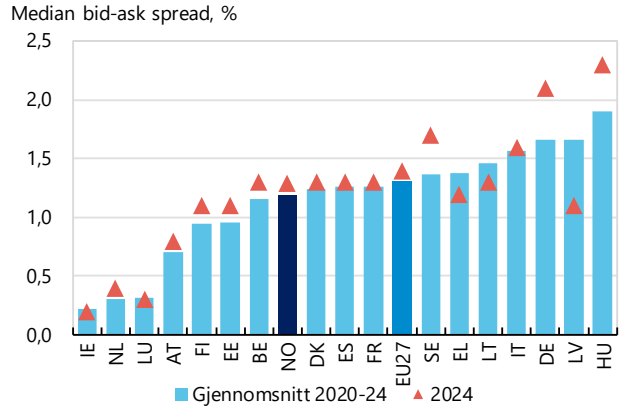
Høy likviditet i markedet er viktig for bedriftenes evne til å hente kapital. En standard metode for å måle likviditeten i markedet er å se på *bid-ask spread*, altså forskjellen på hva selgere er villige til å akseptere og hva kjøperne er villige til å betale. *Bid-ask spread* er altså en transaksjonskostnad for investorer, fordi det sier hvor mye mer

¹⁷ Europakommisjonen SWD (2015) 468

¹⁸ Selskaper som har utstedt flere typer aksjer vil kunne telle flere ganger.

du må betale når du kjøper aksjen enn når du selger den. For likvide aksjer med store handelsvolum vil denne spreaden vanligvis være liten.

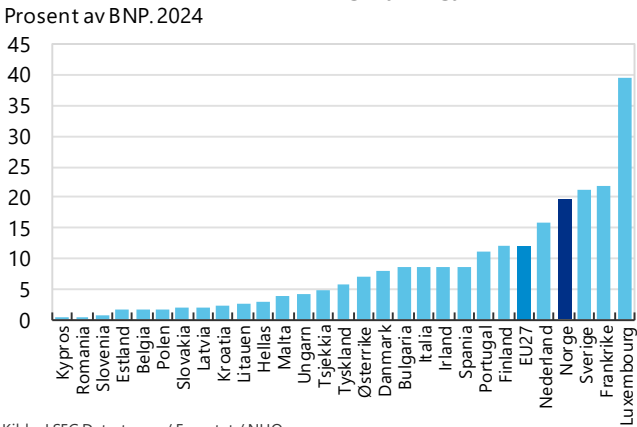
Likviditet i aksjemarkedet



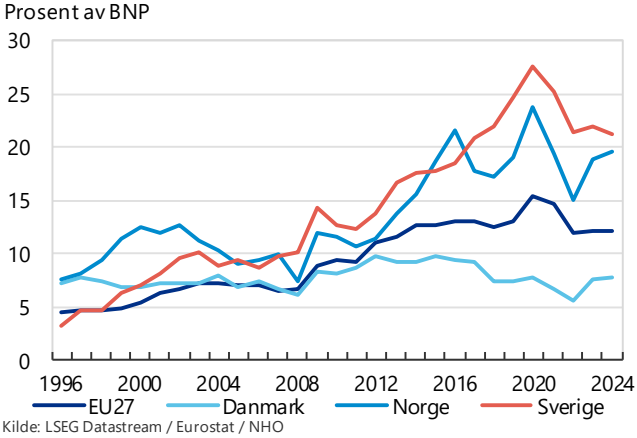
Norge har forholdsvis lav spread, jf. figuren over. Målt på denne måten har vi høyere likviditet enn både EU og de andre nordiske landene. De norske tallene er basert på selskaper som var børsnotert i 2025, og om mindre likvide selskaper er utelatt, vil beregningen overdrive likviditeten i det norske markedet. Andelen små selskaper på børs vil også kunne påvirke dette tallet, ettersom små selskaper vil ha lavere handelsvolumer og lavere likviditet. Sverige har eksempelvis et meget høyt antall børsnoterte SMB-er.¹⁹

Også omfanget av obligasjonsfinansiering er høyt i Norge, og andelen har økt over tid. Norske selskaper har en stor andel obligasjonsgjeld, jf. figurene under. Dette reflekterer trolig næringsstrukturen, med innslag av næringer med større kapitalbehov, som oljenæringen. Omfanget av obligasjonsfinansiering har dessuten tiltatt over tid, og mer enn i EU-området. Et høyt volum av nye obligasjonsutstedelser de senere årene reflekterer både den høye andelen obligasjonsfinansiering, men også store obligasjonsforfall. Samlet tyder dette likevel på et vel fungerende obligasjonsmarked med forholdsvis stor aktivitet i en internasjonal målestokk.

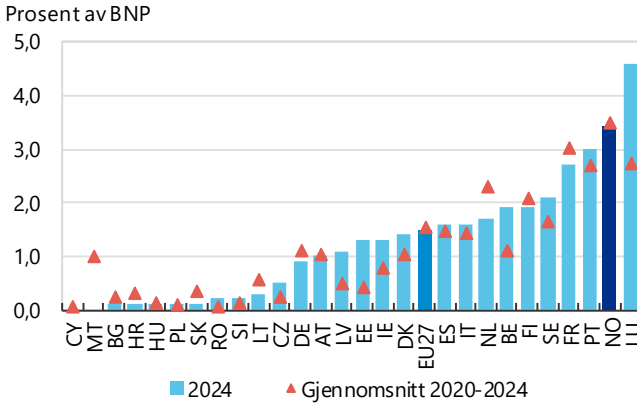
Ikke-finansielle foretak: Obligasjonsgjeld



Ikke-finansielle foretak: Obligasjonsgjeld



Ikke-fin. foretak: Obligasjonsutstedelser*



Langsiktige institusjonelle investorer

Langsiktige investorer, som forsikrings- og pensjonsforetak, har mulighet til å ta på seg risiko og investeringshorisonter som mange andre investorer ikke kan eller ønsker å håndtere. Dette gjelder særlig lite likvide eller svært

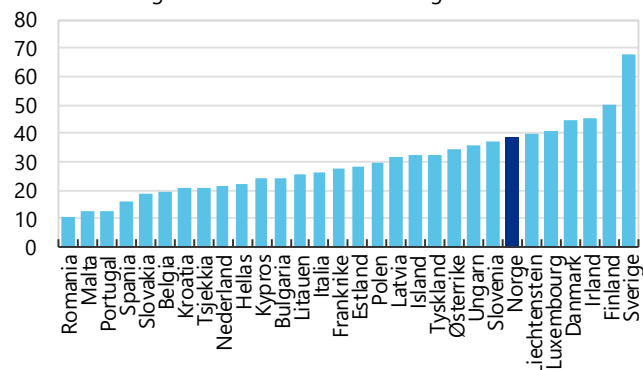
¹⁹ OECD (2025) *The Swedish Equity Market – Institutional Framework and Trends*

langsiktige prosjekter der kapitalen er bundet i mange år og kostnaden ved å trekke seg ut underveis kan være høy. Disse finansforetakene er imidlertid underlagt strenge regelverk knyttet til kapitalkrav og likviditetskrav, som setter rammene for deres investeringer. Mer langsiktige og/eller mindre likvide eiendeler krever normalt sett at foretaket holder mer egenkapital enn ved plasseringer i mer kortsiktige og/eller mer likvide eiendeler. Reguleringer er derfor viktige for kapitalallokeringen til denne typen foretak.

Figuren nedenfor viser forsikringsforetakenes investeringer i egenkapitalinstrumenter som andel av deres samlede porteføljer. Dette gir en indikasjon på i hvilken grad de største og mest langsiktige kapitalforvalterne bidrar til å finansiere næringslivet gjennom egenkapital. Institusjonelle investorer spiller en særlig viktig rolle i å sikre stabil og langsiktig kapitaltilførsel, noe som er avgjørende for både innovasjonsdrevne virksomheter og større investeringsprosjekter som krever forutsigbare rammer og lang tidshorisont. Norske forsikringsforetak har nesten 40 prosent av sine plasseringer i egenkapitalinstrumenter. Bare seks EU-land har en større andel enn dette.

Forsikring: Egenkapitalinvesteringer*

Pst. av forsikringsforetakenes totale investeringer. 25K2

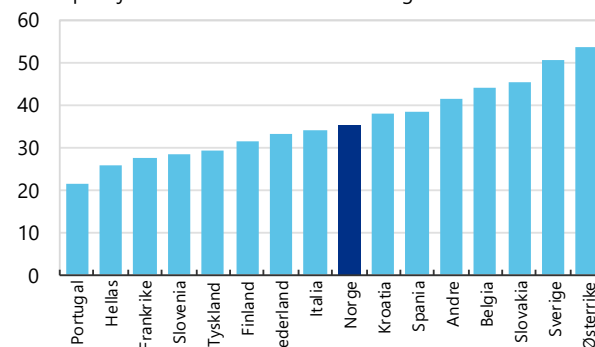


*Aksjeinvesteringer (eks. eiendom), aksjefond, alternative fond, PE-fond og Kilde: EIOPA / NHO

EIOPAs data på pensjonsforetakenes investeringer er mindre dekkende enn for forsikring, blant annet fordi det er mange små pensjonsforvaltere som kan være unntatt rapporteringsreglene. Tallene som foreligger kan likevel gi en indikasjon på status for pensjonsforetakenes investeringer i egenkapitalinstrumenter. Med cirka 35 prosent i egenkapitalinstrumenter ligger Norge omtrent midt på treet blant de landene der data foreligger. Men disse tallene må altså vurderes med varsomhet.

Pensjon: Egenkapitalinvesteringer*

Pst. av pensjonsforetakenes totale investeringer. 25K2

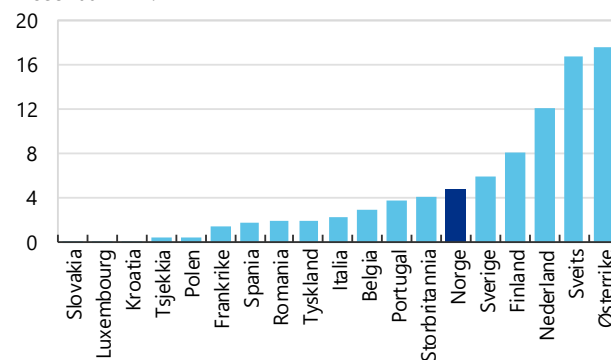


*Aksjeinvesteringer (eks. eiendom), aksjefond, alternative fond, PE-fond og allokeringfond Kilde: EIOPA / NHO

Stiftelser er en annen aktør som kan tilby langsiktig kapital, siden de fleste av disse har et svært langsiktig perspektiv for kapitalen de eier og avkastningen av denne. I tillegg er de ofte underlagt færre reguleringer av sine plasseringer enn pensjons- og forsikringsforetak. Internasjonalt sammenlignbare tall for stiftelser er imidlertid krevende å finne, blant annet fordi selve stiftelsesformen har ulikt innhold fra land til land. Det samme gjør rapporteringskravene, i tillegg til verdsettelsen av eiendeler. En eldre studie²⁰ finner at Norge har relativt mange stiftelser per innbygger, mens data fra Philantropy Europe Association viser at Norge er i øvre tredel på størrelsen på stiftelsers eiendeler relativt til størrelsen på økonomien blant landene som inngikk. Denne sammenligningen sier imidlertid lite om hvordan disse midlene plasseres og i hvor stor grad de bidrar til å finansiere næringslivet.

Stiftelser: Eiendeler

Prosent av BNP.*



*Ulike måletidspunkt, data fra perioden 2012-2023

Kilde: Philantropy Europe Association / LSEG Datastream / Eurostat / SECO / ONS / NHO

Samlet indikerer disse tallene likevel et relativt godt tilbud av kapital fra langsiktige institusjonelle investorer, selv om Norge ikke ligger helt i toppen.

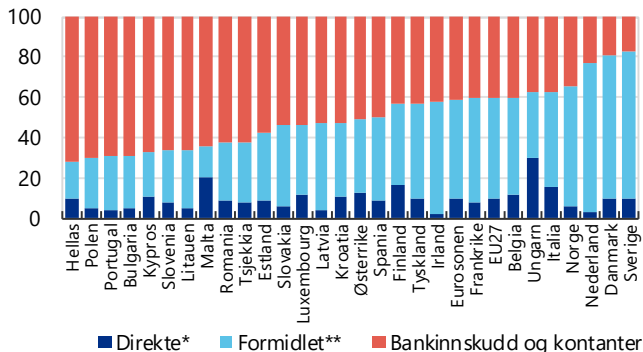
²⁰ Anheier. H. K. (2001) *Foundations in Europe: A comparative perspective*. Civil Society Working Paper 18

Husholdningenes sparing

Husholdningene bidrar til kapitaltilførselen gjennom både direkte og indirekte sparing. Direkte investeringer i aksjer og fond gir bred deltakelse og høy likviditet i markedene, mens indirekte sparing gjennom pensjon, forsikring og fond gir stabil og profesjonelt forvaltet kapital som er viktig for større investeringsprosjekter. Figuren under hvor stor del av husholdningenes finansielle formue som er investert i kapitalmarkedene enten direkte eller gjennom formidlingskanaler som fond, forsikring og pensjon. En høy andel direkte investeringer indikerer at befolkningen har både risikovilje og kompetanse til å investere selvstendig. Det styrker kapitaltilgangen ved å øke likviditet og investorbredden i markedene. Direkte eierskap er også en indikator på et modent og tilgjengelig verdipapirmarked. Den andre komponenten er formidlede, eller indirekte, investeringer. Dette er kapital som kanaliseres til markedene via institusjonelle investorer. Slike forvaltere står for store deler av langsiktige investeringer i både aksjer, obligasjoner og alternative aktivaklasser. En høy andel formidlede investeringer betyr at kapitalmarkedene får tilført profesjonelt forvaltet, stabil og risikovillig kapital som kan finansiere både store og små foretak.

Husholdningenes investeringer

Prosent



*Obligasjoner, sertifikater og noterte aksjer

**Verdipapirfond og fordringer på forsikring og pensjon

Kilde: Eurostat / NHO

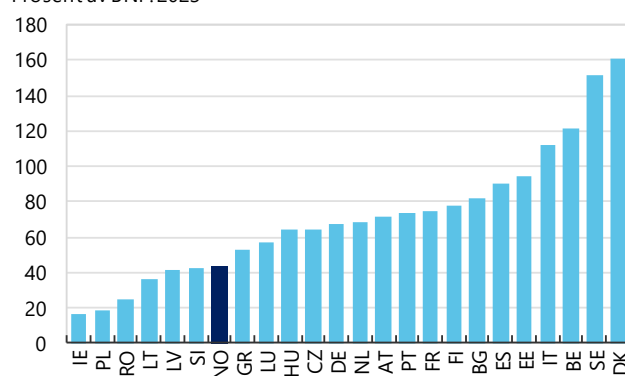
I tillegg til at norske husholdninger har en relativt høy andel av sin finansielle sparing plassert i kapitalmarkedet, tyder også graden av faktisk deltakelse i finansmarkedene på et bredt eierskap. SSBs statistikk over inntekter og formue viste at i 2021 hadde 30 prosent av husholdningene midler i verdipapirfond, 23 prosent hadde investert i aksjer og andre verdipapirer, og 26 prosent aksjesparekonto. Til sammenligning viser ESBs undersøkelse

om husholdningenes finansielle situasjon og markedsdeltakelse (Household Finance and Consumption Survey) at 13 prosent av europeiske husholdninger hadde verdier i fond, og 11 prosent eide børsnoterte aksjer i 2021. Merk at andelene ikke kan summeres, fordi en husholdning kan investere i flere ulike finansielle aktiva samtidig.

På den andre siden tilsvarer norske husholdningers investeringer i aksjer og investeringsfond bare vel 40 prosent av BNP, jf. figuren under. De fleste europeiske land ligger høyere. Norge ligger lavt i europeisk sammenheng. Svenske og danske husholdningers beholdning av aksjer og investeringsfond er rundt fire ganger så store, og er nært det amerikanske nivået.²¹ Nivået for USA er beregnet fra andre kilder og er ikke med i figuren.

Husholdningenes aksjer og fond

Prosent av BNP. 2023



Kilde: Eurostat / NHO

Høyere aksjesparing i svenske og danske husholdninger kan bidra til bedre kapitaltilgang for svenske og danske bedrifter. Dette gjelder kanskje særlig for små bedrifter og bedrifter i startfasen, der lokal kapital er viktigere, som omtalt under. Hvor stor effekten er på det nasjonale kapitalmarkedet avhenger også av i hvilken grad kapitalen blir investert lokalt eller i utlandet.

Et lignende bilde finner vi om vi ser på pensjonssparingen, jf. figuren under. Også her er sparingen til de svenske og danske husholdningene flere ganger så stor som norske husholdningers. Pensjonssparing er i stor grad bestemt av pensjonssystemet i landet.

²¹ Husholdningens beholdning av aksjer og investeringsfond utgjorde 166 prosent av BNP i 2024, ifølge tall fra St. Louis Fed.

Prosent av BNP. 2023



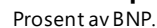
Risikokapital

Den totale PE-aktiviteten i Norge er høyt i et europeisk perspektiv, jf. figuren under. Det er særlig innenfor buyouts at det har vært høy aktivitet i Norge.

Prosent av BNP.



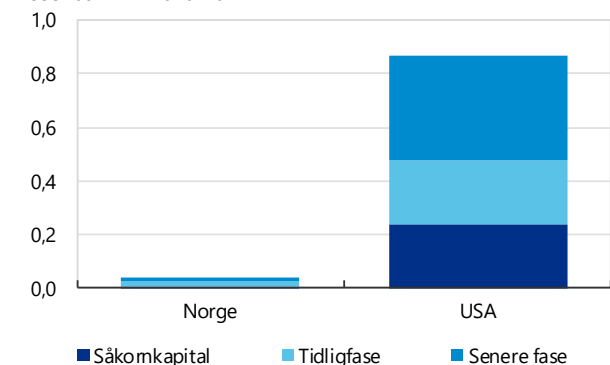
Venturekapital-investeringer



Norge har i lang tid hatt lave venturekapitalinvesteringer. Vi ligger under gjennomsnittet i EU, som selv regner dette som en stor utfordring for regionen. Landene med høyest venturekapitalinvesteringer i EU er langt bak de ledende landene i verden. Figuren nedenfor sammenligner Norge med USA, hvor venturekapitalinvesteringene er på et helt annet nivå.

Venturekapitalinvesteringer

Prosent av BNP 2020-2024



Kilde: OECD / NHO

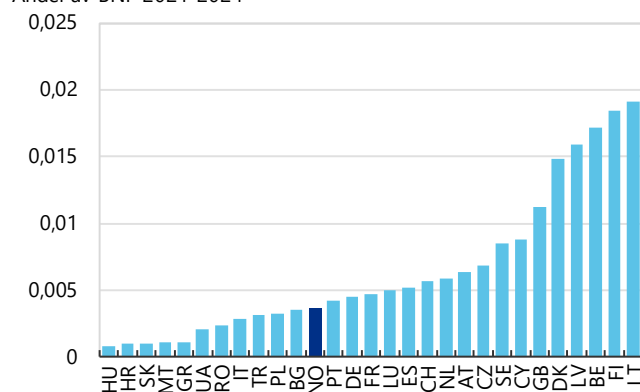
I figuren over vises både såkornkapital, tidligfase venture og senere venturefaser. Såkornkapital er støtte til oppstart, som forskning, utvikling av prototyper, første driftsutgifter osv. Tidligfase er startkapital til etablering, produktutvikling og kommersialisering, mens senere faser er til ekspansjon av selskaper som allerede er operative. Norge ligger lavt i alle faser, men det er særlig i senere fase at Norge skiller seg ut. Senfasekapital er også området hvor utviklingen i Norge har vært svakest sammenlignet med resten av Norden.

Såkalte engleinvesteringer er også en viktig del av den helt tidlige finansieringsfasen. Dette er kapital fra enkeltpersoner som investerer egne midler i oppstartsbedrifter, ofte før selskapene er modne for institusjonelle investorer. Engleinvestorer tar høy risiko og bidrar gjerne også med erfaring, nettverk og praktisk støtte, noe som gjør dem til en viktig bro mellom de aller tidligste fasene og det organiserte såkorn- og venturekapitalmarkedet.

Ettersom dette er investeringer av enkeltpersoner er datatilgangen vanskelig. Organisasjonen European Business Angel Network (EBAN) har estimert engleinvesteringsaktiviteten basert på medlemsdata, spørreundersøkelser og andre kilder. Figuren under viser engleinvesteringer som andel av BNP. Basert på gjennomsnittet for de fire siste årene ser det ut som om norske engleinvesteringer er i det nedre sjiktet i Europa.

Engleinvesteringer

Andel av BNP 2021-2024



Kilde: EBAN / NHO

Det har vært gjort en rekke tiltak etter at rapporten fra Kapitaltilgangsutvalget ble lagt frem i 2018, deriblant økt støtte til offentlige såkornfond og økte tilskudd til fond-i-fond investeringer gjennom Investinor, men dette er fortsatt et område der Norge skiller seg negativt ut. Venturekapitalinvesteringene i Norge var forholdsvis høye i 2024, og veksten siden 2018 har vært høyere enn i andre land. Imidlertid var nivået fortsatt lavt, og i første halvår i 2025 har både venture- og vekstinvesteringene vært på sitt laveste nivå siden 2020.²²

Norske forhold

Eierstruktur

Eierstrukturen i næringslivet har betydning for hvordan kapital tilføres og hvordan virksomheter utvikler seg. Ulike eiere bidrar med ulike typer kapital, og kapitalen varierer både i risikovilje, tidshorisont og grad av involvering. Noen eiere tilfører primært finansielle ressurser, mens andre også bidrar med kompetanse, nettverk og strategisk støtte. For mange virksomheter er disse ikke-finansielle bidragene like viktige som kapitalen i seg selv, særlig i tidlig vekstfase.

I en verden med fri kapitalflyt skulle en i teorien forvente at kapital søker dit avkastningen er høyest uavhengig av landegrenser. Likevel viser forskning at eierskap i stor grad er nasjonalt. Fenomenet "home bias" innebærer at investorer foretrekker å investere i selskaper de kjenner, i sektorer og markeder som er geografisk eller kulturelt nære, og der informasjonskostnadene er lavere. På

²² Norsk Venturekapitalforening (2025) *Investeringer i venture, vekst og oppkjøp i første halvår 2025*

grunn av de høye informasjonskostnader må det ofte være en viss størrelse på investeringene for å tiltrekke seg utenlandske investorer. Verdipapirforetakenes forbund (VPFF) viser eksempelvis at det bare er på egenkapitalemisjoner på over en milliard kroner hvor internasjonal kapital er viktigst. Dette gir et mønster der det fortsatt er betydelig lokalt eierskap, selv i åpne økonomier med god tilgang på internasjonal kapital.

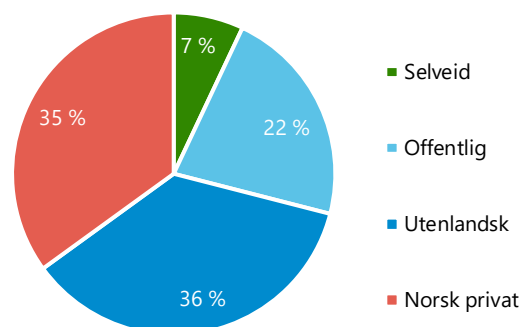
Lokalt eierskap kan også ha særskilte positive virkninger. Lokale eiere kan være bedre kjent med markedsforholdene, de kan være mer langsiktige i sine vurderinger, og de kan ha sterkere incentiver til å opprettholde aktivitet og arbeidsplasser i Norge. Dette kan styrke både investeringsvilje og verdiskaping på steder der alternativer ellers kunne vært flytting eller nedskalering. Lokale eiere kan også bidra med bransjekunnskap og nærhet til norske verdikjeder, noe som kan ha stor betydning for bedrifter som er avhengige av spesialisert kompetanse. For kapitaltilgang for mindre selskaper og fordi lokalt eierskap i mange tilfeller tilfører bedriften gevinster utover det rene finansielle bidraget, er det viktig at rammebetingelsene ligger til rette for at det fortsatt skal være attraktivt å investere i norske bedrifter fra Norge.

Internasjonalt eierskap spiller likevel en viktig rolle i et lite kapitalmarked som det norske. Utenlandske investorer kan tilføre større finansiell kapasitet, mer profesjonalisert kapitalforvaltning og bredere nettverk. De kan også gi bedre grunnlag for ekspansjon utenfor Norge. For mange selskaper er utenlandsk kapital avgjørende for å realisere vekst som det norske markedet ikke har tilstrekkelig størrelse eller kompetansemiljø til å støtte alene.

I Norge er det en forholdsvis liten andel av næringslivet som er eid av norske private eiere. Utenlandske eiere utgjør en stor andel, særlig innenfor kapitalintensive næringer. Det er likevel det statlige eierskapet i Norge som er spesielt. Generelt er det et stort statlig eierskap i Norden, men det er langt mer omfattende i Norge enn i de andre landene.

Næringsliv fordelt på eiertyper

Fordeling av eiertyper basert på verdiskaping 2021



Kilde: Menon / NHO

Skatt

Skattesystemet påvirker kapitaltilgangen til næringslivet på flere måter. Nivået og sammensetning av skattene vil påvirke lønnsomheten til ulike investeringer og incentivene til å spare. Skattene kan ha vridende effekter ved at noen investeringsobjekter blir gunstigere enn andre. Eksempelvis gir lavere beskatning av bolig enn av aksjer en vridning i sparingen, som kan gi mindre kapital til næringslivet. Sammenhengen mellom skatt og kapitaltilgang er et omfattende tema, så diskusjonen nedenfor vil kun belyse noen aspekter.

Selskapsskatt, utbytteskatt og formuesskatt på næringskapital må i praksis betales med bedriftens midler. Som omtalt tidligere er tilbakeholdte overskudd bedriftens viktigste finansieringskilde, og større skatter vil gi mindre tilgjengelig kapital. I hvor stor grad skatt på selskaper og eiere påvirker investeringer er imidlertid omstridt i faglitteraturen. I en utredning til Finansdepartementet konkluderte Vista Analyse med at lavere selskapsskatt trolig hadde liten effekt på investeringsnivået, men viste til at de hadde manglende grunnlag for å trekke den konklusjonen.²³ Reduserte skattesatser i samme periode i andre land kan også ha betydning for effekten av lavere satser i Norge. Tidligere forskning har funnet større effekter.²⁴ I motsetning til formuesskatt, som går på eieren personlig, vil selskapsskatten også påvirke tilgangen på internasjonal kapital. Formuesskatten er en særskatt på norske eiere, og kan påvirke avveiningen mellom forbruk og sparing i Norge og til at investorer sparer mindre i Norge eller flytter fra landet. Særlig for mindre selskaper som ikke i

²³ Vennemo, H., mfl. (2024) *Har kuttene i selskapsskatten økt investeringene? Vista Analyse, Rapport 2024*

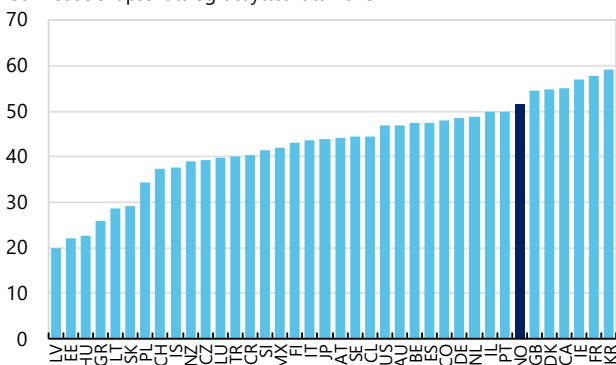
²⁴ Djankov m.fl (2010): *The Effect of Corporate Taxes on Investment and Entrepreneurship*. AER: Macroeconomics

like stor grad har tilgang til det internasjonale kapitalmarkedet kan derfor formuesskatten gi en negativ effekt på kapitaltilgangen. Gjennom selskapsskatten bidrar staten med risikoavlastning på grunn av tapsfradraget, men det er ikke tilfelle med formuesskatten. Formuesskatten er derfor mindre gunstig ved mer risikable investeringer, slik som for oppstartsselskaper. Konsekvensen av at personer må betale formuesskatt, kan være at de holder tilbake mer likviditet og reduserer investeringene fordi skatten må betales uavhengig av om selskaper går med over- eller underskudd. Kapitaltilgangsutvalget anbefalte derfor å avvikle formuesskatten.²⁵

Eierbeskatningen i Norge er høy i et internasjonalt perspektiv, og nivået har økt betydelig de siste årene. OECD bruker en beregnet høyeste marginalbeskatning på utbytte for å sammenligne eierbeskatning, og gjør dette ved å kombinere selskapsskatt med utbytteskatt til eiere. Det vil være mange forhold som ikke blir tatt inn i en slik sammenligning, blant annet vil mange land ha lavere skattesatser for mindre selskaper, det vil være forskjeller i hvilke fradrag selskapene kan få, arbeidsgiveravgiften kan være ulik, osv. Skjermingsfradraget, som blant annet Norge har, er heller ikke representert. Fremstillingen gir likevel en mulighet til en overordnet sammenligning på tvers.

Høyeste effektive marginalsattesats

Samlet selskapsskatt og utbytteskatt 2025



Kilde: OECD / NHO

I 2024 hadde Norge det syvende høyeste nivået på kombinert selskaps- og utbytteskatt i OECD, som vist i figuren over. Så sent som i 2021 lå vi på 13. plass. I tillegg til dette er det viktig å merke seg at Norge er et av bare tre land i OECD som har formuesskatt, og at denne også har økt betydelig i samme periode.

Den økte beskatningen har ført til omfattende utflytting av norske investorer. Dette rammer de lokale eier- og investeringsmiljøene, som særlig kan gå ut over tilgangen til kapital for oppstarts- og vekstselskaper. Norge er det eneste landet i Norden som har formuesskatt, men utenom dette så er skattenivået for oppstarts- og vekstselskaper omtrent som ellers i Norden.²⁶

Det er ikke bare skattenivået som er et viktig rammevilkår for investorer, men også stabiliteten i skattene. Investeringer skal gi avkastning over tid, og dersom det er usikkerhet rundt hvilke skattenivåer som vil gjelde i fremtiden, vil dette øke risikoen for investorer og dempe investeringslysten. Dette er særlig viktig for utenlandsk kapital, som alt annet like har mindre innsyn i norske politiske prosesser. Saldering av budsjettene med å øke skattene gjennom ekstra arbeidsgiveravgift, innføring av grunnrentebeskatning på oppdrettsnæringen og vindkraft, er eksempler på at det har vært mindre forutsigbarhet i Norge de siste årene. Disse skattene kom plutselig og overraskende på investorer, i tillegg gjelder de for investeringer som allerede er gjort, etter at det har vist seg at investeringene ble lønnsomme.

Reguleringer

Finansmarkedene er strengt regulert. Hensikten med dette er i utgangspunktet å rette opp mulig markedssvikt, som incentiver til å ta for høy risiko, slik vi så i forkant av finanskrisen. Reguleringene skaper imidlertid også egne friksjoner og feilallokeringer, både i form av effektivitetstap i overholdelsen av regelverket og feilallokering fordi reguleringene aldri kan bli perfekte.

De strenge kapitalkravene for europeiske livsforsikrings-selskaper gjennom EUs Solvens II-direktiv, har eksempelvis medført en langt lavere bruk av pensjonsmidler til venture- og vekstkapital i Europa enn i USA, fordi kapitalkravet til slike investeringer er så høye. Som en følge av Draghis rapport om europeisk konkurransekraft, blir dette nå endret på. I oktober ble det vedtatt nye regler for "Long Term Equity Investments", som skal lette på kapitalkravet for illikvide investeringer.

Norge har enkelte særnorske reguleringer av finansmarkedene, men har i stor grad de samme reglene som våre europeiske naboer gjennom EØS-avtalen. Det er likevel en utfordring for norske finansinstitusjoner at det kan ta tid før nytt EU-regelverk blir implementert gjennom EØS.

²⁵ NOU 2018: 5 (2018) *Kapital i omstillingens tid*. Nærings- og fiskeridepartementet.

²⁶ Norsk Venturekapitalforening (2025) *Faktaark: skatt for oppstarts- og vekstbedrifter i Norden*

Oppsummering

Tilgjengelig kapitaltilgang og et velfungerende kapitalmarked er en forutsetning for en effektiv og konkurransedyktig økonomi. Fremover vil det være et behov for omstilling og store investeringer i både Norge og Europa. Sammen med en gradvis overgang til mer immaterielle investeringer vil det føre til at gode forhold for å hente kapital blir enda viktigere for vekst og konkurransekraft.

I denne temadelen har vi sett at Norge på mange områder kommer godt ut i sammenligninger som måler kapitaltilgangen langs ulike dimensjoner. Det er et mindretall av bedriftene som melder at tilgang på finansiering er et stort hinder for ekspansjon, og andelen har holdt seg relativt stabil over tid. Samtidig gjør vi det svakere enn Sverige på de fleste indikatorene, og sammenligningen omfatter i hovedsak Europa, hvor kapitaltilgangen er svak.

Det finnes også deler av norsk næringsliv som ser ut til å ha mer begrenset tilgang på finansiering enn tilsvarende virksomheter i andre land. Dette gjelder særlig vekstskaper og oppstartsbedrifter som trenger egenkapital og risikovillig kapital for å skalere. I tillegg kan enkelte sider ved skattesystemet redusere investeringsviljen for norske investorer sammenlignet med utenlandske. Særlig gjelder dette formuesskatten. Også andre rammevilkår spiller inn, spesielt behovet for rask innføring av nytt regelverk fra EU på finansmarkedsområdet for å sikre forutsigbarhet og like konkurransevilkår.

Det finnes altså fortsatt mulige tiltak som kan legge til rette for et mer velfungerende kapitalmarked og dermed økt kapitaltilgang for norsk næringsliv. Realisering av slike tiltak kan derfor gjøre norsk økonomi bedre rustet til å møte omstillingsbehovene fremover.