

Økonomisk overblikk 3/2022

Utsikter
2022-2024

Tema:
Boligmarkedets
betydning og
rammebetingelser



Innhold:

Sammendrag	2
Prognoser	4
1 Internasjonal økonomi.....	5
1.1 USA.....	7
1.2 Eurosonen.....	8
1.3 Storbritannia.....	10
1.4 Sverige.....	11
1.5 Fremvoksende økonomier	12
2 Norsk økonomi.....	15
2.1 Lavere konsumvekst fremover	16
2.2 Lavere boligpriser	17
2.3 Høye næringsinvesteringer i år	18
2.4 Økte oljeinvesteringer fra neste år	19
2.5 Eksporten dempes av lavere vekst ute.....	20
2.6 Bråstopp i arbeidsmarkedet	20
2.7 Mot strammere tider i budsjettpolitikken	24
2.8 Økte renter.....	26
2.9 Høy, men avtakende prisvekst.....	26
3 Om boligmarkedet i Norge.....	28
3.1 Betydning i norsk økonomi	28
3.2 Boligprisutviklingen siste 20 år	30
3.3 Husholdningenes boligformue og -gjeld	31
3.4 Drivere for utviklingen i boligprisene.....	33
3.5 Boligmarkedet, historisk utvikling og konjunkturer	35
3.6 Skatt på bolig	37

Sammendrag

Høsten er her, med løvfall og kortere dager. Mørketiden har også nådd økonomien. Store stimulanser og etterspørselsvridning under pandemien, og energi- og varemarkeder i ytterligere ubalanse i kjølvannet av Russlands invasjon i Ukraina i vinter, har vist seg å være en giftig miks for vestlige økonomier, ikke minst i Europa. Mangel på vareinnsats, råvarer, energi og i noen grad arbeidskraft, har både hemmet bedriftenes produksjon direkte og drevet deres kostnader i været. Dels har kostnadsøkningen svekket bedriftenes bunnlinje og dermed deres investerings- evne, og dels er deler av regningen sendt videre, gjennom økte utsalgspriser. For to år siden var konsumprisveksten i industrilandene litt over 1 prosent, nå har den passert 10 prosent, som er det høyeste på over 30 år. Utenom energi, har konsumprisene steget med nesten 7 prosent det siste året, som viser at kostnadssjokkene veltes over i andre priser.

Prisøkningene bidrar i seg selv til å dempe aktiviteten, ved å redusere folks kjøpekraft. Men i tillegg har det fått sentralbankene til å øke sine signalrenter. Lenge syntes sentralbankenes rådende oppfatning å være at prissjokkene var forbigående, og at det var viktigere å holde rentene lave for å understøtte oppsvinget på vei ut av pandemien. Så ikke lenger. Etter tiår der prisveksten tidvis har vært for lav, må sentralbankene nå heve rentene for å avverge at inflasjonen får feste på et høyt nivå, drevet av økte inflasjonsforventninger og mulige lønnsprisspiraler. Økte renter legger ytterligere sten til byrden for bedrifter og husholdninger, men historiske erfaringer peker mot at prisveksten kan bli enda tyngre å få ned om den får holde seg høy lenge. USAs sentralbanksjef er da også svært tydelig på at prisveksten skal ned, selv om det innebærer høyere arbeidsledighet en periode.

Høyere styringsrenter bidrar til høyere renter på lån med lengre løpetider. Sammen med svakere vekstutsikter bidrar begge til å senke børskursene, som lenge har vært drevet opp av svært lave renter. Børsfall vil på sin side svekke bedriftenes kapitaltilgang og redusere husholdningenes formue og konsummuligheter. Legg så til Kinas gjentatte nedstengninger av store byer grunnet landets nulltoleranse for koronasmitte, utsikter til energirasjonering i Europa til vinteren, og økt usikkerhet om Ukraina-krigens mulige ringvirkninger, og det nærmer seg en perfekt storm for den globale økonomien.

Marsjarten i global økonomi avtok markert i andre kvartal i år. Over sommeren har innkjøpssjefindeksene i mange viktige land bikket fra pluss til minus, som indikerer lavere aktivitet i næringslivet. Pessimisme dominerer fremtidsutsiktene. For tyske energiintensive industribedrifter har de aldri vært lavere. Tilsvarende har forbrukertilliten fått seg en kraftig knekk, i eurosonen ned til sitt laveste nivå noensinne, tross fortsatt lav arbeidsledighet.

Vi regner nå med at Norges handelspartnere går en krevende vinter i møte. Aktiviteten anslås å avta både i første og andre kvartal neste år, etter stillstand i fjerde kvartal i år. Mens høy fart inn i året bidrar til at veksten i handelspartnernes BNP blir høy i år, nesten 3 prosent, vil aktiviteten neste år anslagsvis avta med ¼ prosent. Før invasjonen anslo vi til sammenlikning en vekst i 2023 på 2½ prosent.

Som alltid er anslagene usikre. Med sin annektering av fire regioner i Øst-Ukraina har Russland høynet konfliktnivået betraktelig. Ytterligere forstyrrelser i energiforsyningen er mulig. Været, energiforbruket og utviklingen i andre energileveranser vil også spille inn. I verste fall kan EUs gasslagre være tomme på senvinteren, med energirasjonering til følge. Videre er det stor usikkerhet om adferden til bedrifter og husholdninger fremover.

På plussiden har nedkjølingen bidratt til at de globale flaskehalsproblemene er i ferd med å lette. Industriens leveransetider faller, råvarepriser og fraktrater likeså. Dette vil dempe inflasjonsimpulsene og muliggjøre lavere renter på sikt. Utpå høsten neste år er det derfor utsikter til mer normal marsjart rundt oss.

Utviklingen i norsk økonomi avspeiler i stor grad det som skjer rundt oss. Kostnadssjokket har også truffet norske bedrifter midtskips. SSBs tall viser at prisene på fastlandsbedriftenes innsatsvarer har økt 15 prosent det siste året, det høyeste på i hvert fall førti år, mens seks av syv NHO-bedrifter oppgir at kostnadsveksten er unormalt høy. Også her sendes deler av regningen videre. Bortimot halvparten av bedriftene svarer at de øker sine priser mer enn den generelle prisveksten, og på ett år er kjerneinflasjonen økt fra 1 til nesten 5 prosent. Sammen med sterkt økte inflasjonsforventninger har dette fått Norges Bank til å fremskynde sine varslede rentehvinger. For vel ett år siden var styringsrenten null,

nå er den 2¹/₄ prosent, etter tre doble rentehevinger rett etter hverandre. Etter planen skal renten løftes videre over 3-tallet på nyåret.

Mens bedriftene oppgir at kostnadsøkningene svekker bunnlinje og aktivitet, rammer pris- og renteøkningene kjøpekraften til folk flest. Til tross for relativt høy jobb- og lønnsvekst vil husholdningenes disponible realinntekt avta både i år og neste år. Lavere sparing demmer opp for noe av dette, men forbruksveksten ligger likevel an til å bli visse fremover. I tillegg vil høyere rente og inntektssvikt drive boligprisene lavere, med svak utvikling i boliginvesteringene til følge.

I motsatt retning trekker særlig bedriftenes investeringer, både på fastlandet og på sokkelen. Etter et fall i år, ventes oljeinvesteringene å øke en god del de kommende årene.

Omikronbølgen ga fastlandsøkonomien en knekk rundt siste årsskifte, men etter en gjeninnhenting i vintermånedene har aktiviteten ligget mer eller mindre flatt, og var i juli *lavere* enn i november i fjor. Tross dette, har NHO-bedriftenes vurdering av nåsituasjonen holdt seg ganske godt oppe gjennom året. Fremtidsutsiktene har imidlertid fått seg en knekk. Før invasjonen ventet en overvekt av bedriftene bedring de neste seks månedene, nå er det flest som venter forverring. Tilsvarende er vekstanslagene våre betraktelig nedjustert siden da. I marsrapporten (sluttført før invasjonen) anslo vi at Fastlands-BNP ville øke med 4 prosent i år og 2 prosent i 2023. Nå er anslagene henholdsvis 3 og 1 prosent.

Ennå merkes ikke stagnasjonen så mye i arbeidsmarkedet. Riktig nok synes jobbveksten å ha stanset opp og tilfanget av ledige jobber å avta, men ledigheten har holdt seg lav. Ved utgangen av september tilsvarte den registrerte ledigheten 1,6 prosent av arbeidsstyrken. Bare helt unntaksvis har ledigheten vært lavere de siste førti årene. Og fortsatt mangler annenhver bedrift fagfolk.

Presset vil ventelig avta fremover. Lavere vekst i sysselsettingen enn i arbeidstilbudet vil løfte ledigheten med opp mot ³/₄ prosentenhet de neste par årene, til et historisk sett mer normalt nivå. Mindre press vil også dempe prisveksten, men selv to år frem i tid anslås denne å ligge godt over målet på 2 prosent.

I temadelen denne gang beskrives boligmarkedets betydning for norsk økonomi, herunder viktige ut-

viklingstrekk i boligpriser og -bygging de siste ti-årene, strukturelle trekk ved det norske boligmarkedet sammenliknet med land rundt oss, og samspillet mellom boligpriser, husholdningenes gjeld og den finansielle stabiliteten. Vi går deretter nærmere inn på de teoretiske og empiriske forklaringene bak utviklingen i boligpriser og -etterspørsel, og ser på beskatningen av boligformuen opp mot beskatningen av annen formue. Den skattemessige favoriseringen av boliger medfører overinvesteringer i bolig, men også at andre, mer vridende skatter må holdes høyere for å sikre statens skatteinntekter. Dette er lite heldig, og den skattemessige favoriseringen av bolig bør derfor ta slutt, riktig nok gradvis, slik at folk gis tid til å tilpasse seg.

Prognoser

	Nasjonal- regnskapet	NHOs anslag for makroøkonomiske hovedstørrelser		
	2021	2022	2023	2024
Konsum i husholdninger mv.	4,9	6,2	1,1	0,7
Konsum i offentlig forvaltning	3,8	0,6	1,0	1,0
Bruttoinvestering i fast realkapital	-0,9	0,3	3,6	-0,8
- Utvinning og rørtransport	-2,7	-6,7	7,0	8,0
- Fastlands-Norge	0,0	2,1	2,9	-2,7
- Næringer	2,2	4,5	4,5	-6,5
- Boliger (husholdninger)	0,6	-0,9	1,8	0,5
- Offentlig forvaltning	-4,0	1,1	1,0	1,0
Etterspørsel fra Fastlands-Norge (ekskl. lagerendringer)	3,4	3,7	1,5	0,0
Eksport i alt	4,7	3,5	5,1	2,7
Tradisjonelle varer	6,7	-1,9	2,8	2,2
Råolje og naturgass	2,8	1,5	3,4	1,5
Import i alt	2,3	10,7	4,4	1,6
Bruttonasjonalprodukt	3,9	2,9	2,2	1,7
BNP Fastlands-Norge	4,1	3,0	1,1	1,6
Sysselsetting	1,2	3,6	0,5	0,5
Arbeidsledighet (AKU)	4,4	3,1	3,4	3,7
Registrert ledighet	3,1	1,7	2,0	2,3
Årslønn	3,5	3,7 ¹⁾		
Konsumpriser	3,5	3,3 ²⁾	3,9	2,9
Boligpriser	10,5	6,3	-0,7	-3,8
Pengemarkedsrente	0,5	1,9	3,6	3,7

1) Resultat fra hovedoppgjøret mellom Fellesforbundet og Norsk Industri, anslått ramme på årslønnsvekst.

2) TBUs anslag, NOU 2022:4 Grunnlaget for inntektsoppgjørene 2022.

1 Internasjonal økonomi

Global økonomi har de siste årene gått fra en krise til den neste. Pandemi og nedstengning påførte verdensøkonomien sitt største tilbakeslag i et enkeltår i nyere tid. Store stimulanser, gjenåpning og vridninger i etterspørselen medførte likevel press- og kapasitetsutfordringer i flere bransjer. Dette slo bl.a. ut i tiltakende prisvekst. I februar i år gikk Russland til krig mot Ukraina, med store politiske, militære og økonomiske konsekvenser. Økte geopolitiske motsetninger, lavere energiforsyninger og høyere priser har svekket fremtidstroen blant bedrifter og husholdninger.

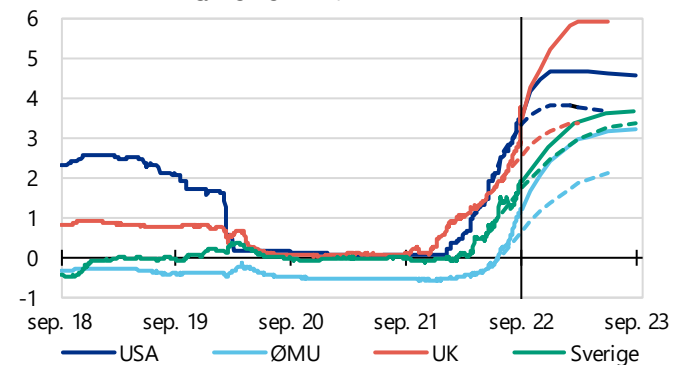
Utfordringene over omtalte vi før sommeren som motvind for verdensøkonomien. Dette regnet vi med ville svekke aktivitetsveksten fremover. Da la vi til grunn at verdensøkonomien ville unngå et tilbakeslag. Det tror vi ikke lenger. For det første har energikrisen i Europa intensivert seg gjennom sommeren. Gassforsyningene fra Russland til Europa er redusert ytterligere. Det øker risikoen for forbrukskutt og rasjoneringstiltak i vinter. Knapphet og usikkerhet om fremtidige gassleveranser har fått prisene på gass og elektrisitet til å skyte i været. For det andre har den generelle prisveksten tiltatt. Dels skyldes det høyere energipriser, dels at prisveksten brer om seg. Arbeidsmarkedet er også stramt i flere land. Det gjør konkurransen om ledige hoder og hender hardere, og bidrar til at lønnsveksten har tikkert oppover. For det tredje har sentralbankene strammet renteskruen ytterligere og raskere enn ventet. Og det er flere rentehevinger i kjømda, jf. figuren under. At rentehevingene skjer i et raskere tempo skyldes både at prisveksten har tiltatt, samt at sentralbankene er "bakpå". De må derfor heve renten mer og raskere for å få bukt med den høye inflasjonen og hindre at den får feste. Høyere renter kjøler ned økonomien gjennom å redusere forbruk og investeringer.

Det er allerede tegn til at aktiviteten vokser saktere enn før. Innkjøpsjefindeksene (PMI) er nå under 50 i flere land, jf. figuren under. Det indikerer at aktiviteten i næringslivet faller. Fremover venter vi at lavere etterspørsel, strammere finansielle vilkår og energikrise i Europa vil redusere den globale marsjfarten til neste år. Globalt BNP anslås nå å vokse 2³/₄ prosent i år og 2 prosent i 2023. Anslaget for 2023 er nedjustert drøyt 1 prosentenheter siden *Økonomisk overblikk 2/2022*. Det er mye på bare ett

kvartal. Anslagene legger til grunn at Europa får et økonomisk tilbakeslag allerede i vinter. I USA vil pris- og renteoppgang tyngre forbruk og investeringer til neste år, slik at også amerikansk økonomi vil bremse opp. Mens tilbakeslaget i USA ventes å bli relativt mildt, vil det i Europa bli dypere og mer langvarig som følge av de mer strukturelle utfordringene på energiområdet. Global økonomi får også

3-mnd pengemarkedsrenter

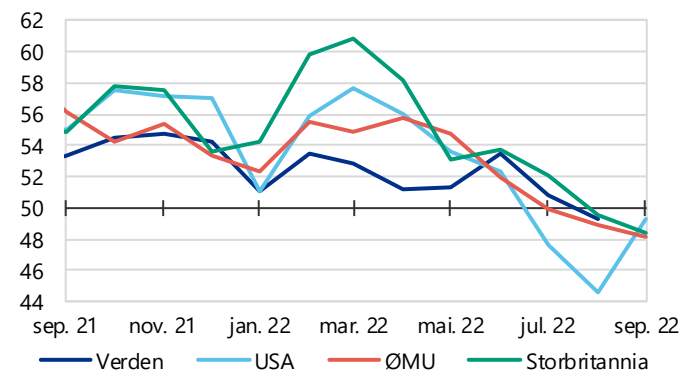
Prosent. Basert på 3-mnd FRA-kontrakter
Heltrukket: Siste tilgjengelige*. Stiplet: 3 mnd siden



*Data per 28-09-2022
Kilde: Refinitiv Datastream / NHO

Innkjøpsjefindeks (PMI)*

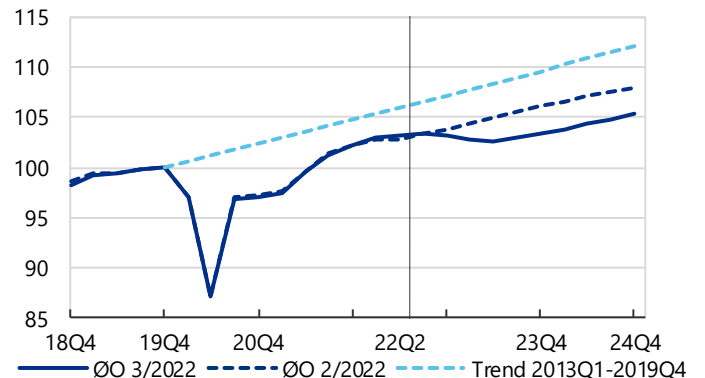
Hele økonomien



*Diffusjonsindeks. Verdi over/under 50 markerer ekspansjon/kontraksjon.
Kilde: Refinitiv Datastream / Markit / NHO

BNP: Norges handelspartnere*

Indeks, 2019Q4=100



*USA, ØMU, Storbritannia, Sverige og Kina. Faste fastlandskeksportvekter fra 2019.
Kilde: NHO, Økonomisk overblikk 3/2022

lite drahjelp fra den kinesiske økonomien som ventes å vokse beskjedne 3 prosent i år, godt under vekstmålet på 5½ prosent. Aktivitetsnedkjølingen gjør at Norges handelspartnere anslås å vokse knappe 3 prosent i år og krympe med ¼ prosent neste år. Den globale vekstavmatningen vil svekke norsk eksportvekst.

Det er betydelig usikkerhet knyttet til anslagene. Det skyldes særlig den uforutsigbare situasjonen på energiområdet. Energisituasjonen i Europa kan bli bedre og verre enn lagt til grunn her. Det vil dels avhenge av hvordan gassleveransene faktisk utvikler seg, dels hvordan forbruket blir i vinter. Det vil igjen påvirkes av utviklingen i russiske gassleveranser, i hvilken grad Europa evner å erstatte bortfallet av russisk gass med forsyninger fra andre leverandører, så vel som hvor kald vinteren blir. I tillegg er det uvisst hvor sterkt økte renter vil virke på økonomien. Gjeldsgraden har økt blant bedrifter, husholdninger og myndigheter under pandemien. Økte renter har derfor større inntektsvirkninger enn før. Det kan redusere etterspørselen mer enn lagt til grunn.

Økte renter reduserer også husholdningenes gjeldsbetjeningsevne, som kan redusere boligprisene. Lavere boligpriser vil redusere husholdningenes formue og dermed begrense låneopptak. Det vil kunne redusere forbruk og investeringer.

Tabell: BNP-anslag

	Andel	Prosentvis endring år/år			
		2021	2022	2023	2024
Verden	100,0	6,1	2,8	2,1	3,3
Industriland	42,1	5,2	2,3	0,2	1,5
USA	15,7	5,7	1,6	0,0	1,4
Eurosonen	12,0	5,4	3,0	-0,8	1,4
Tyskland	3,3	2,9	1,5	-1,0	1,1
Frankrike	2,3	6,8	2,4	-0,8	1,3
Italia	1,9	6,6	3,0	-1,0	0,9
Spania	1,4	5,1	4,3	-0,1	2,9
Storbritannia	2,3	7,4	3,4	-1,2	1,3
Sverige	0,4	4,8	2,9	-0,2	1,4
Danmark	0,3	4,1	2,7	-0,2	1,4
Japan	3,8	1,7	1,5	1,5	0,8
Vekstøkonomier	57,9	6,8	3,1	3,5	4,5
Kina	18,6	8,1	3,0	4,0	5,0
India	7,0	8,7	7,2	6,0	7,0
Russland	3,1	4,7	-8,4	-2,2	1,5
Brasil	2,4	4,6	1,3	1,1	2,2
Handelspartnere*		5,5	2,9	-0,3	1,6

*USA, Eurosonen, Storbritannia, Sverige, Danmark, Polen, Russland, Japan, Kina, Sør-Korea for påløpte tall. Komprimert aggregat for prognoseperiode: USA, Eurosonen, Storbritannia, Sverige og Kina. Fastlandseksportvekter fra 2019.

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

Boks 1.1 Bedring i globale forsyningskjeder

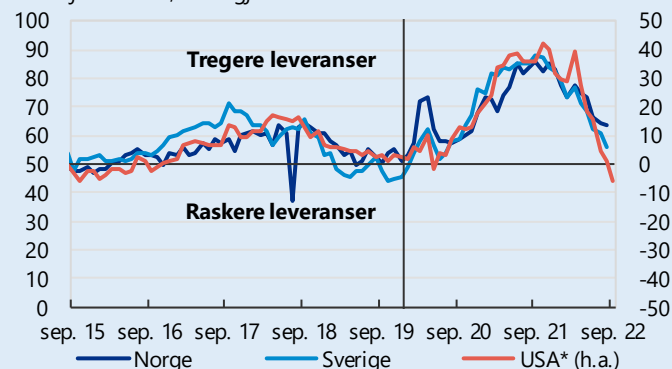
Nedstengninger og vridning i etterspørselsmønstrene under pandemien utløste et voldsomt press på globale produksjons- og forsyningskjeder. Mindre forutsigbar produksjon og betydelig høyere etterspørsel etter varer medførte at det oppstod flaskehals i verdikjedene. Leveringstidene økte, og fraktratene fra Asia til Vesten skjøt i været. Den globale økonomien er tett integrert i komplekse verdikjeder der varer flytter seg på kryss og tvers av landegrensener og fabrikkporter. Således vil flaskehals og forsinkelser ett sted i verdikjedene forplantet seg videre i økonomien. Det medførte økt knapphet på varer, lengre leveringstider, nedbygging av lager og høyere priser ut til kunder.

Gjennom inneværende år har flaskehalsene begynt å løse seg opp. Leveransetidene til industrien normaliseres, jf. figuren under. Fraktratene faller. Freightos' indeks for containerfrakt (FBX) har falt drøyt 60 prosent siden toppnoteringen i fjor høst. Riktignok er ratene fremdeles nesten tre ganger så høye som før pandemien, men presset på sjøverts containerfart er i ferd med å normaliseres. Tilsvarende har også prisene på en lang rekke råvareprodukter falt de siste månedene.

Bedringen i forsyningskjedene skyldes flere forhold. For det første har vareetterspørselen avtatt etter hvert som smittevernrestriksjonene er blitt lempet. Det har gjort det mulig å etterspørre tjenester igjen, slik som restaurant- og teaterbesøk. For det andre har bedriftene tilpasset seg, bl.a. ved å øke lagerbeholdningene, øke kapasiteten og/eller diversifisere leverandører. Fremover venter vi at nedkjølingen i global økonomi vil fortsette å dempe trykket i råvaremarkedene og forsyningskjedene. Lavere råvarepriser og fraktrater vil dempe prispresset i økonomien, isolert sett.

Verden: Leverandørleveranser i industrien

Diffusjonsindeks, sesongjustert



*Gjennomsnitt av industriundersøkelser til Feds avdelinger i New York, Philadelphia, Dallas, Kansas og Richmond.
Kilde: Refinitiv Datastream / NHO

På oppsiden vil en raskere løsning på globale flaskehalsutfordringer og en raskere nedgang i råvare- og konsumprisveksten kunne gi verdensøkonomien et større løft enn vi legger til grunn. Det er tegn til at dette allerede er i emning. Leveransetidene i industrien går raskere. Råvareprisene faller. Verdensmarkedsprisene på landbruksprodukter og metaller har falt hhv. 10 og 15 prosent siden juni. Samme utvikling er synlig i fraktmarkedet der ratene på både tørrbulk- og containerfrakt har falt. For mer om dette se boks 1.1.

1.1 USA

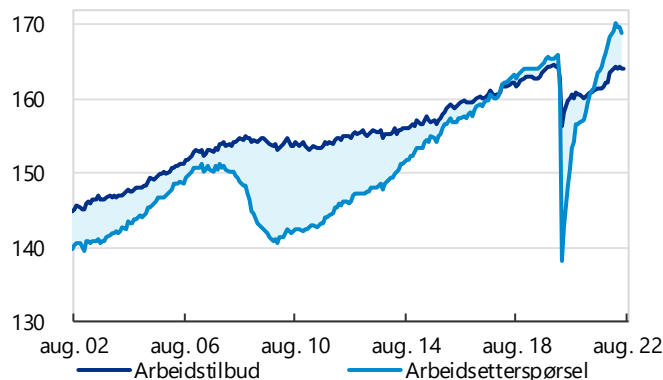
Fra første til andre kvartal falt amerikansk BNP 0,6 prosent, målt som årlig rate. Det er andre kvartal på rad med fall i aktiviteten. Nedgangen skyldtes særlig lagerendringer, der lavere lager kan leses som et uttrykk for at etterspørselen overstiger produksjonen. I tillegg bidro lavere vareforbruk og boliginvesteringer til aktivitetsnedgangen. Disse etterspørselskomponentene har økt mye de siste par årene som følge av vridningen fra tjenester til varer under pandemien, men har hatt en svakere utvikling den siste tiden i takt med at etterspørselsmønstrene vrir seg tilbake mot tjenester. Imidlertid er det flere tegn til avkjøling i amerikansk økonomi også fremover. Innkjøpssjefindeksene (PMI) har avtatt ytterligere de siste månedene. Men der tjenesteindeksen indikerer tilbakeslag i aktiviteten i juli og august, varsler industriindeksen fortsatt ekspansjon. Nye industriordrer, en ledende indikator for industriproduksjon, peker dog i retning av lavere fart fremover.

På tross av svak utvikling i BNP så langt i år er arbeidsmarkedet stramt. Sysselsettingen har fortsatt å øke gjennom sommeren. Fra juni til august ble det skapt drøyt 1,1 millioner nye jobber utenom jordbruket. Dermed var antallet jobber i august tilbake på førkrisenivået fra februar 2020. Jobbveksten er om lag tre ganger så sterk som i tiåret forut for pandemien. Etterspørselen etter arbeidskraft er fortsatt svært høy. Mens antallet ubesatte stillinger i gjennomsnitt var drøyt 7 millioner i 2019, var antallet i juli i år godt over 11 millioner. På samme tid var det kun om lag 6 millioner arbeidsledige i august, tilsvarende 3,7 prosent. Forenklet kan man derfor si at etterspørselen er sterkere enn tilbudet av arbeidskraft, jf. figuren under. Sterk konkurranse om arbeidskraften har bidratt til økt lønnsvekst. Median lønnsvekst

var i juli 5,5 prosent høyere enn året før, ifølge Atlanta Fed.¹ Likeledes var også lønnskostnadene i privat sektor (ECI) 5,5 prosent høyere år/år i andre kvartal.

USA: Arbeidstilbud og -etterspørsel*

Millioner personer, sesongjustert



*Arbeidsstyrke=Sysselsatte+Ledige. Etterspørsel=Sysselsatte+Ubesatte stillinger
Kilde: Refinitiv Datastream / Bureau of Labor Statistics (BLS) / NHO

Energiprisene har økt ytterligere de siste månedene, men som følge av liten eksponering mot russisk gass og regionale gassmarkeder har energiprisene økt vesentlig mindre enn de har gjort i Europa. Konsumprisveksten var 9,1 prosent år/år i juni. Det var det høyeste på 40 år. De siste par månedene har konsumprisveksten avtatt noe og var i august 8,3 prosent år/år. Også utenom energi og matvarer er prisveksten høy. Kjerneinflasjonen var 6,3 prosent i august. Det er to tideler lavere enn i mars, og skyldes bl.a. avtakende prisvekst på varer, særlig på kjøretøy. Samtidig er prisveksten på tjenester tiltakende, trolig grunnet tiltakende lønnsvekst. For mange bedrifter, særlig i tjenestesektoren, utgjør lønnskostnader brorparten av kostnadene. Når bedriftenes (lønns)kostnader øker, vil noe av kostnadsøkningen veltes over i salgsprisene. Det kan bidra til at lønns- og prisspiraler får feste i økonomien.

Prispresset har fått sentralbanken til å heve renten. I sommer økte Fed styringsrenten med 75 basispunkter på hvert av møtene i juni, juli og september. Siden mars i år er renten hevet fra 0–1/4 til 3–3/4 prosent. Og flere rentehevinger er i vente. Sentralbanken er tydelig på at den vil gjøre det som trengs for å få prisveksten ned mot inflasjonsmålet på 2 prosent, selv om det kan bety lavere vekst og høyere ledighet. Vi legger til grunn at styringsrenten i desember vil være 4 1/4–4 1/2 prosent, i tråd med det markedet priser inn. Renteforventningene er høyere enn lagt til grunn i *Økonomisk overblikk 2/2022*.

¹ Målt som glidende gjennomsnitt siste 12 måneder.

Høyere rente vil dempe aktiviteten fremover. Renten virker med et tidsetterslep, med fullt gjennomslag i økonomien først på 1–2 års sikt.

Historien indikerer lav sannsynlighet for at Fed evner å få til en "myk landing" for økonomien. De siste 70 årene er det få tilfeller der sentralbanken har hevet renten uten at det har trigget en resesjon, jf. figuren under. Vi legger til grunn at den raske renteoppgangen vil redusere etterspørselen så mye at også arbeidsmarkedet vil svekkes. Pris- og renteoppgang vil "spise opp" mye av husholdningenes disponible inntekt. Det vil redusere forbruksveksten. På samme tid vil strengere kredittvilkår redusere tilgangen på kreditt og redusere private investeringer. Det vil også ha betydning for aktiviteten i boligmarkedet. Eksempelvis var salget av nye og brukte boliger i juli hhv. 30 og 20 prosent lavere enn ett år før, og boligprisveksten har begynt å avta. Svakere etterspørselsimpulser vil treffe arbeidsmarkedet og ledigheten ventes å øke mot slutten av året og til neste år. Det vil redusere inntektene og svekke det private forbruket ytterligere. Forbruket utgjør om lag 70 prosent av BNP og er den viktigste driveren i amerikansk økonomi. Lavere forbruk og investeringer vil redusere aktivitetsveksten. BNP-veksten anslås til 1½ prosent i år og 0 prosent i 2023.

USA: Styringsrente*



*Effektiv rente. Skyggelagt område indikerer NBER-definerte resesjonsperioder.
Kilde: Refinitiv Datastream / Federal Reserve / NBER / NHO

Anslagene legger til grunn en relativt mild og kortvarig resesjon i amerikansk økonomi neste år. At tilbakeslaget er relativt mildt skyldes for det første at husholdningenes gjeld er vesentlig lavere i dag enn den var under finanskrisen. Det gjør dem bedre rustet til å håndtere høyere renter slik at rentens gjennomslag på forbruket trolig blir mindre. For det andre har husholdningene fortsatt store sparereserver de kan tære på. For det tredje vil offentlige in-

vesteringer øke fremover etter at *Inflation Reduction Act* ble vedtatt av Kongressen i august. Den økonomiske pakken på drøyt USD 400 mrd., tilsvarende om lag 2 prosent av BNP, skal anvendes over en tiårsperiode på investeringer i bl.a. energi og klima.

1.2 Eurosonen

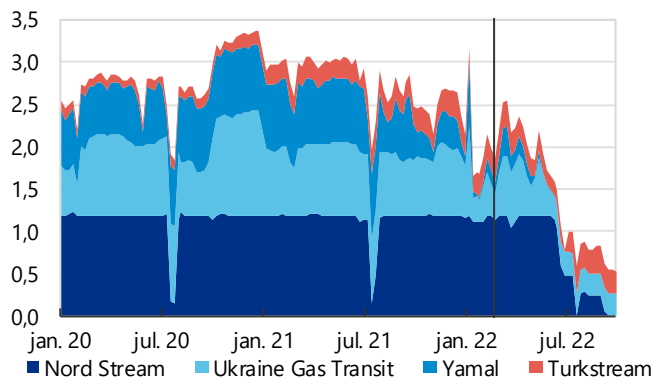
BNP i eurosonen vokste 0,8 prosent fra første kvartal til andre kvartal. Det var særlig et oppsving i det private forbruket på 1,3 prosent fra kvartalet forut som løftet aktiviteten. Oppsvinget kan knyttes til reduserte smitteverntiltak i andre kvartal og oppdemmet etterspørsel. I tiden fremover forventer vi imidlertid at aktivitetsutviklingen i eurosonen svekkes. Dels skyldes det økte levekostnader som følge av høy inflasjon og rente, dels energikrisen Europa står i. Bakteppet for energikrisen er Russlands krigføring i Ukraina og lavere russiske gassforsyninger til europeiske land. Før invasjonen dekket EU omkring 40 prosent av sitt naturgassforbruk fra Russland slik at lavere russiske forsyninger har fått store konsekvenser for energitilførselen. Russlands stengning av rørlinjen Nord Stream 1 i september betyr at russiske gassforsyninger nå har stanset nesten helt opp, jf. figuren under. Knapphet på, og usikkerhet omkring fremtidige gassleveranser har sendt prisene til værs, jf. figuren under. Det har også økt prisene i tilknyttede markeder for bl.a. elektrisitet og kull. Den tyske kraftprisen var i andre kvartal drøyt EUR 400 per MWh, som betyr at den tyske elektrisitetsregningen vil utgjøre drøyt 5 prosent av BNP. Til sammenligning har andelen vært omkring 1 prosent i 2019. En strammere energisituasjon med høyere priser, lavere energiforbruk og økt risiko for rasjoning av gass slår rett inn i kostnader, aktivitet og etterspørsel. Det er imidlertid stor usikkerhet til hvordan energisituasjonen faktisk vil utvikle seg ettersom det bl.a. vil avhenge av utviklingen i gassleveransene fra Russland og andre partnere, og hvordan etterspørselen utvikler seg. Mer om energisituasjonen kan du lese i boks 1.2.

Industrien går allerede trått. Innkjøpsjefindeksene (PMI) indikerte tiltagende aktivitetsfall gjennom tredje kvartal. Særlig energiintensiv industri går trått, og produksjonsforventningene fremover er også lavere her enn for industrien for øvrig, jf. figuren over. Det har sammenheng med de svært høye prisene på energi og strøm som treffer denne næringen hardt. Økte kostnader og lavere lønnsomhet

vil i sin tur kunne redusere produksjon, investeringer og sysselsetting. En fortsatt stram energisituasjon vil således bidra til å tynge aktivitetsutviklingen fremover.

EU28: Import av naturgass fra Russland

Mrd. kubikkmeter (bcm) per uke

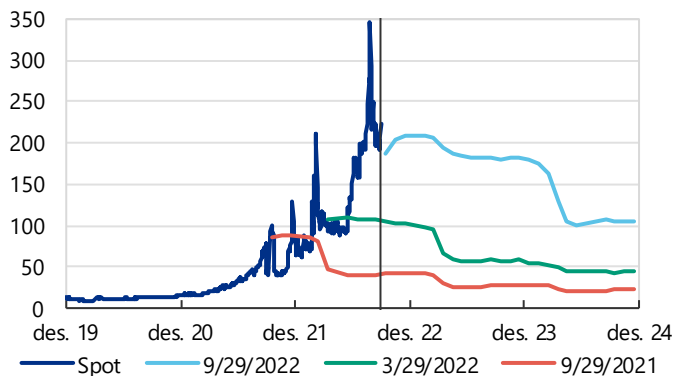


Data per 28-09-2022

Kilde: Refinitiv Datastream / Bruegel (Zachmann, Sgaravatti & McWilliams) / NHO

Europa: Naturgasspris

Title Transfer Facility (TTF). EUR per MWh

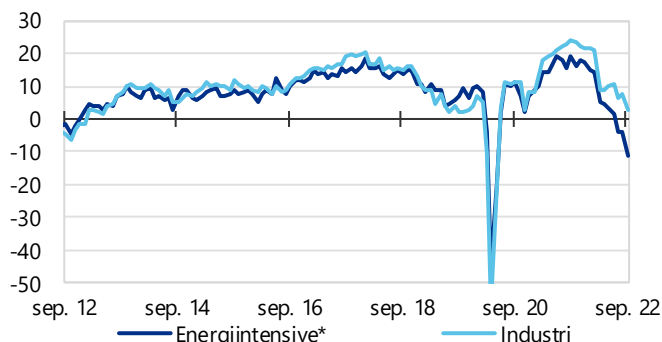


Data per 29-09-2022

Kilde: Refinitiv Datastream / ICE / NHO

ØMU: Produksjonsforventninger neste 3mnd

Nettobalanse. Sesongjustert



*Produksjon av mat- & drikkevarer (NACE 10-11), papir & papirvarer (17), kull- & raffinerte petroleumprodukter (19), kjemikalier & kjemiske produkter (20), ikke-mineraliske produkter (23) & metall (24). Vektet med bruttoproduksandel av industrien i 2014

Kilde: Refinitiv Datastream / DG ECFIN - Industry Survey / NHO

De økte energiprisene har bidratt til at inflasjonen i eurosonen har tiltatt ytterligere de siste månedene. Virkningen er både direkte og indirekte. Direkte ved at prisene husholdningene betaler for elektrisitet og

drivstoff øker. Indirekte ved at prisene på andre varer og tjenester øker som følge av at bedriftene velter noe av kostnadsøkningen de får over i salgspriene. Prisveksten skyldes også at den importerte prisveksten har økt. Det har sammenheng med at den handelsveide valutakursen har svekket seg drøyt 5 prosent enn ett år tidligere. Det gjør importen dyrere. Prisveksten på importerte varer utenom energi var i juli 13 prosent år/år. Samlet sett var konsumprisveksten i august 9,1 prosent år/år. Høy prisvekst vil dempe forbruksveksten i eurosonen fremover. Det gir også forbrukertilliten indikasjoner om. Forbrukernes fremtidstro er på sitt laveste nivå noensinne. Mer varsomme forbrukere vil kunne utsette store kjøp og investeringer.

Den høye prisveksten har fått Den europeiske sentralbanken (ESB) til å øke rentene. I juli ble styringsrenten økt fra -0,5 til 0 prosent, i september videre til 0,75 prosent. Det er første gang siden 2012 at styringsrenten i eurosonen er over null. Sentralbanken synes fast bestemt på å heve rentene tilstrekkelig til å få kontroll på inflasjonen og forhindre lønns- og prisspiraler. Det er også grunnen til at ESB varslet ytterligere renteøkninger i tiden som kommer. Markedet priser inn at styringsrenten er 2 prosent allerede ved utgangen av dette året, og 3 prosent høsten 2023. Til tross for høy prisvekst er det fortsatt få tegn til at lønnsveksten tiltar. ESBs indikator for fremforhandlede lønninger var i andre kvartal bare 2,1 prosent høyere enn ett år før.

Det er usikkert hvordan økte renter vil påvirke økonomien etter åtte år med negative renter. Strammere finansielle vilkår vil gjøre finansiering dyrere for husholdninger og bedrifter, så vel som for stater. Større renteforskjeller mellom tyske statsrenter og øvrige lands statsrenter, vil kunne utløse finansiell uro slik som under statsgjeldskrisen for ti år siden. Den offentlige gjelden i eurosonen tilsvarer nå 95 prosent av BNP. Det er høyere enn før pandemien. I Italia, eurosonens tredje største økonomi og den neste mest gjeldstyngede med gjeld pålydende om lag 150 prosent av BNP, vant partiene på høyre fløy frem i valget i september. Det betyr at EU-skeptiske partier som legger lite vekt på budsjett disiplin nå sitter ved makten. Det vil kunne øke uroen i finansmarkedene og bidra til å svekke den økonomiske aktiviteten ytterligere.

Vi legger til grunn at energiskvisen og høye energipriser vil føre til at eurosonen går inn i resesjon denne vinteren. Ved siden av energiknappheten vil

økte levekostnader, som følge av høy inflasjon og økende renter, også bidra til å redusere privat forbruk og investeringer. Lavere vekstfart hos viktige handelspartnere som USA og Kina tynger samtidig en eksportrettet europeisk økonomi. Lavere aktivitet vil redusere etterspørselen etter arbeidskraft slik at ledigheten ventes å øke. Som følge av de strukturelle utfordringene på energiområdet vil det økonomiske tilbakeslaget trolig bli noe sterkere og mer langvarig enn i USA. Økte offentlige investeringer i mer fornybar energi og infrastruktur, jf. *European Green Deal*, samt økte forsvarsinvesteringer, vil i noen grad dempe aktivitetsfallet. Vekstanslaget for eurosonen er 3 prosent i år, $-3/4$ prosent i 2023 og $1\frac{1}{2}$ prosent i 2024.

1.3 Storbritannia

Aktiviteten i britisk økonomi steg 0,2 prosent fra første til andre kvartal. Nasjonalregnskapstall indikerer en liten oppgang i bruttoproduktet i juli, ledet an av økt aktivitet i reiselivs- og tjenestesektoren. Det er imidlertid klare tegn til vekstavmatning i britisk økonomi. Innkjøpssejfindeksen (PMI) for tjenester har falt betydelig de siste månedene og var i september under 50. Det indikerer lavere aktivitet i tjenestesektoren. Mindre oppdemmet etterspørsel og høyere priser taler for svak utvikling i tjenesteforbruk og -produksjon fremover. På varesiden har det gått trære en stund allerede. Industriproduksjonen har ligget tilnærmet flatt så langt i år. PMI for industrien indikerer fall i aktiviteten i august og september. I tillegg peker CBIs ledende stemningsindeks blant industribedrifter (ITS) i retning av mindre ordrebøker og lavere produksjon de neste månedene.

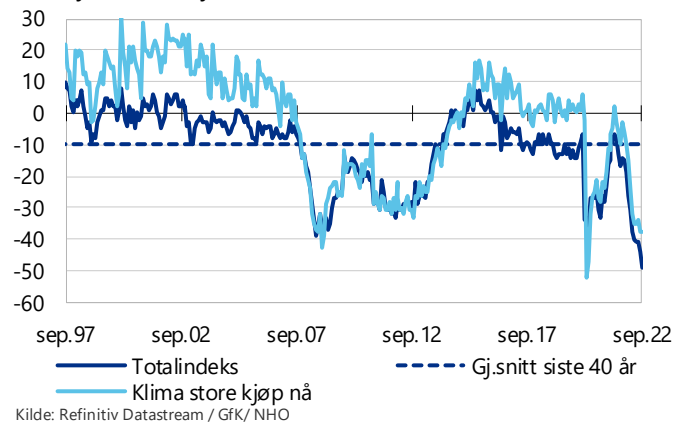
Som vi har skrevet om i tidligere utgaver av *Økonomisk overblikk* kan svak vareproduksjon i mange tilfeller forklares med flaskehals i forsyningskjeder og knapphet på arbeidskraft. Imidlertid synes bekymringene nå i særlig grad å kunne knyttes til energikrisen i Europa. Storbritannia er nettoimportør av energi og er påkoblet det europeiske energimarkedet. Således påvirker den stramme energisituasjonen på kontinentet også britene.

Høyere energipriser er en viktig årsak til at konsumprisveksten de siste månedene har vært omkring 10 prosent år/år, det høyeste på over 40 år. Fremtidsstroen blant forbrukerne er derfor dårlig. Det gjelder både i synet på egen og landets økonomi det neste året. GfKs forbrukertillitsindeks, som går tilbake til

1974, nådde sitt laveste nivå noensinne i september, jf. figuren under. Lav forbrukertillit kan være en indikasjon på at husholdningene vil være mer forsiktede med å gjennomføre store kjøp og investeringer. Det taler for svak forbruksvekst fremover.

Storbritannia: Forbrukertillit

Diffusjonsindeks. Ujustert



Kilde: Refinitiv Datastream / GfK/NHO

Arbeidsmarkedet er imidlertid fortsatt stramt. I juli var det om lag like mange ledige stillinger (1 266 000) som antall ledige (1 224 000). Nær 40 prosent av industribedriftene rapporterer om at tilgang på kvalifisert arbeidskraft er en begrensende faktor på produksjonen. Et stramt arbeidsmarked skyldes dels at yrkesdeltakingen er lavere enn før pandemien, dels at arbeidsinnvandringen fra EU er lavere etter *brexit*. Stor konkurranse om arbeidskraften har løftet lønnsveksten. Gjennomsnittlig lønnsvekst i privat sektor var 6,2 prosent i juli. Mens høy lønnsvekst på den ene siden vil bidra til å dempe reduksjonen i kjøpekraften, vil den på den annen side kunne bidra til at inflasjonen holder seg høy lengre fordi økte lønnskostnader veltes over i prisene.

Storbritannias nye statsminister, Liz Truss, lanserte i slutten av september en økonomisk pakke ("Growth Plan") for å øke aktiviteten i britisk økonomi. I "mini-budsjettet" vil myndighetene bl.a. sette et tak på energikostnadene som husholdninger og bedrifter betaler. I tillegg reduseres inntekts- og toppskatten, samtidig som den ventede økningen i selskapskatten ikke gjennomføres. Den gjeldsfinansierte pengebruken fikk finansmarkedene til å steile. De siste to ukene har renten på den britiske ti-åringen økt fra 3,1 til 4,1 prosent, mens det britiske pundet har svekket seg nesten 3,5 prosent. Den brå reprisingen medførte bl.a. at britiske pensjonsfond måtte stille økt sikkerhet for posisjonene sine, som tvang flere av dem til å selge likvide eiendeler som britiske statsobligasjoner. Stresstet i finansmarkedet

resulterte i at sentralbanken så seg nødt til å intervenere i markedet ved å støttekjøpe statsobligasjoner. Den ekspansive innretningen av budsjettet vil isolert sett øke trykket i økonomien. Det har løftet forventningene til styringsrenten fremover.

Sentralbanken har allerede bråttom med å heve rentene som følge av høy og tiltakende inflasjon. Siden desember i fjor har Bank of England hevet styringsrenten fra 0,1 til 2¼ prosent. På rentemøtet i september ble renten hevet med 50 basispunkter. Markedsforventningene er at styringsrenten skal opp til 5½ prosent i løpet av det neste året. Høyere rente vil bidra til at inflasjonen på sikt kommer ned mot 2 prosent. Men det vil koste: Bank of England anslår at britisk økonomi går inn i resesjon i fjerde kvartal i år. Det er i tråd med våre oppfatninger. Høye levekostnader vil dempe den private etterspørselen fremover. Selv om rentene har økt mye allerede vil de få større gjennomslag i økonomien etter hvert. Det skyldes bl.a. at innslaget av flytende renteaftaler i Storbritannia er lite. 9 av 10 nye boliglån i Storbritannia har korte fastrenteaftaler på mellom 1–5 år. Etter hvert som nye boliglån innvilges og gamle fastrenteaftaler reforhandles vil de økte rentene få større betydning for husholdningenes økonomi og forbruksbeslutninger. Dyrere lån vil få betydning for etterspørselen etter kreditt som i sin tur vil kunne redusere omsetningen i boligmarkedet. Boligprisveksten har vært sterk de siste par årene, men det er tegn til at prisveksten flater ut. Med inntekter som rekker kortere enn før vil trolig kredittveksten avta. Det vil bidra til å kjøle ned boligmarkedet i tiden fremover. Det vil redusere private investeringer og forbruk.

Britisk økonomi ventes å vokse 3½ prosent i år. Imidlertid forventer vi et økonomisk tilbakeslag i fjerde kvartal som følge av en kombinasjon av energiskvis, høy inflasjon og renteoppgang. Det vil bidra til at ledigheten ventes å øke til neste år. Inflasjonen vil avta neste år, men fortsatt ligge godt over inflasjonsmålet. Det vil føre til at sentralbanken ikke vil tillate å redusere renten selv om aktiviteten faller. Neste år ventes en nedgang i BNP på 1¼ prosent, før aktiviteten igjen stiger 1¼ prosent i 2024.

1.4 Sverige

Fra første til andre kvartal vokste svensk økonomi 0,9 prosent. Bak oppgangen lå særlig sterk vekst i investeringene og det private forbruket. Oppsvinget i svensk økonomi har vært sterkt i kjølvannet av

pandemien. BNP var i andre kvartal 5,1 prosent høyere enn i fjerde kvartal 2019, dvs. om lag på førkrisetrenden. Imidlertid tyder mye på en vekstsvinn fremover. Den månedlige BNP-indikatoren indikerte uendret aktivitetsnivå fra juni til juli. I likhet med utviklingen i andre land har også innkjøpssjefindeksene (PMI) for svensk industri avtatt de siste månedene. I august var indeksen akkurat over 50, som skiller aktivitetsoppgang fra -nedgang. Industriproduksjonen gjorde imidlertid et kraftig byks i juli, ledet an av produksjonsoppving i bilindustrien og kjemisk industri. Energikrisen i Europa rammer også Sverige gjennom høyere energipriser. Ettersom Sverige både er en stor nettoeksportør av elektrisitet og at elektrisitetsproduksjonen ikke er avhengig av import av naturgass, synes imidlertid energitilførselen robust. Energikrisen rammer derfor først og fremst gjennom høyere energipriser, og indirekte som følge av at energikrisen vil senke marsjfarten hos europeiske handelspartnere som vil treffe den eksportrettede industrien.

PMI for tjenestenæringene er ennå godt over 50, selv om også denne har avtatt i det siste. Aktiviteten i tjenesteytende sektor er høy som følge av oppdemmet etterspørsel og gjenopptatt aktivitet. Det er særlig synlig i overnattings- og serveringsbransjen, der produksjonen i juli var om lag 9 prosent høyere enn ett år før. Etter hvert som den oppdemmede etterspørselen uttømmes venter vi at også tjenesteproduksjonen vil avta. Den generelle forbruksveksten ventes også å bli lavere fremover. Forbrukertilliten er svært dårlig og var i september på sitt laveste nivå siden 1993. Den gang var det den svenske finanskrisen som skapte bekymring. Nå er det akselererende inflasjon og renter som uroer forbrukerne. Det er særlig husholdningenes syn på egen økonomi (mikroindeksen) som er dårlig. Det reflekteres bl.a. i at andelen av respondentene som planlegger å gjennomføre store kjøp det neste året er på sitt laveste nivå noensinne. I tillegg har konsumprisveksten tiltatt ytterligere og var 9,8 prosent i august år/år. Prisoppgang på elektrisitet, drivstoff og matvarer står bak mye av prisveksten. Høyere priser legger press på lønningene ved at kjøpekraften reduseres.

Arbeidsmarkedet er relativt stramt. Ifølge AKU var det i august 178 000 (3,5 prosent) flere sysselsatte enn i august i fjor. Antallet ledige stillinger var i august 166 000, ifølge Arbetsförmedlingen. Det er 40 000 færre enn toppnoteringen fra mai, men indikerer at bedriftene fortsatt er i sysselsettingsmodus.

I samme måned var antallet arbeidsledige i underkant av 400 000. Med andre ord er det drøyt 2,3 ledige per ubesatte stilling. Tilsvarende forholdstall for ett år siden var 4, mens det i mai i år var 2. Det tyder på at konkurransen om arbeidskraften er tøffere enn i fjor, men at den har blitt litt mindre over sommeren. Gjennomsnittlig månedslønn utenom overtid for arbeidstakere i privat sektor (*tjänstemän*) økte i juli med 3 prosent år/år. Det er samme lønnsvekst som i juli i fjor. Tilsvarende var lønnskostnadene for funksjonærer i privat sektor 3,1 prosent år/år i juli. Også det er om lag samme vekstrate som for ett år siden. Det er derfor få tegn til at lønnsveksten tiltar. Dels handler det om man i Sve- rige har en koordinert lønnsdannelse, dels om at det fremdeles er noe mer ledig kapasitet i det svenske arbeidsmarkedet.

Sterk økonomisk aktivitet, et stramt arbeidsmarked og høyt prispress har fått Riksbanken til å heve rentene. I juli ble styringsrenten hevet med 50 basispunkter og i september med 100 basispunkter, til 1³/₄ prosent. Finansmarkedene priser inn at renten vil være drøyt 3 prosent om ett år. Det vil virke kontraktivt på økonomien ved å dempe forbruk og investeringer. De økende rentene er en forklaring bak avkjølingen i boligmarkedet. Boligprisveksten har avtatt markert siden inngangen av året, og har vært negativ i juni, juli og august. Lavere boligpriser bidrar også til å legge press på husholdningenes økonomi gjennom lavere formuesverdier. I tillegg vil det tyngre boliginvesteringene. Lavere marsjant hos handelspartnere vil også svekke svensk eksport. Samlet forventer vi derfor at lavere innenlands og utenlands etterspørsel vil dempe aktivitetsveksten. BNP anslås å vokse 2³/₄ prosent i år. I 2023 ventes svensk økonomi å krympe 1/4 prosent, før aktiviteten øker 1,4 prosent i 2024.

1.5 Fremvoksende økonomier

Etter å ha lagt på seg nesten 7 prosent i fjor ventes en betydelig vekstavmatning for de fremvoksende økonomiene i år. Det skyldes flere faktorer. Lavere aktivitetsvekst i Kina, et krigførende Russland, høy prisvekst og strammere pengepolitikk globalt er viktige forklaringer bak vekstavmatningen. I tillegg bidrar lavere aktivitet i de rike landene til å svekke utsiktene som følge av lavere etterspørsel derfra. BNP blant de fremvoksende økonomiene anslås å vokse 3¹/₄ prosent i år, 3¹/₂ prosent i 2023, og 4¹/₂ prosent i 2024.

Kina har fulgt en nulltoleranselinje mot koronasmitte siden januar 2020. Mer smittsomme mutanter har gjort det vanskeligere å få kontroll på smitteutbrudd. Det har ført til at flere store kinesiske byer og regioner i flere runder har innført strenge smitteverntiltak. Omfanget av smittevernrestriksjoner har derfor vært stort. Det rammer aktiviteten. Eksempelvis har PMI for industrien de siste par månedene vært under 50, som tyder på nedgang i industriproduksjonen. Sommerens tørke med medfølgende lav energiproduksjon har også spilt inn. For tjenestektoren har PMI-indeksen i sommer vært godt over 50 som følge av gjenåpning og oppdemmet etterspørsel etter nedstengningen i vår. Imidlertid forventes lavere tjenesteaktivitet i september som følge av den siste runden med smittevernrestriksjoner. Det er knyttet spenning til hvorvidt det vil komme signaler på om myndighetene vil endre sin nulltoleranselinje mot koronasmitte på den femårige partikongressen nå i oktober. En mer moderat linje vil kunne øke aktiviteten i kinesisk økonomi, og er en oppsiderisiko i anslagene våre.

Kina påvirkes også av at byggeaktiviteten i landet går tregt. Det har sammenheng med myndighetenes håndtering av gjeldstyngende boligselskaper. Det har rammet boligmarkedet der boligprisene nå faller. Stemningen blant bedrifter og forbrukere er dårlig. Det kan få konsekvenser for investeringer og forbruksbeslutninger fremover. Myndighetsresponsen har vært å senke rentene og bankenes kapitalkrav. Håpet er at det vil stimulere kredittveksten og få aktiviteten opp. Om det er bærekraftig å løse et gjeldsproblem med mer gjeld kan diskuteres. Særlig er gjeldsgraden stor blant bedriftene. Kinesiske ikke-finansielle foretak har gjeld tilsvarende 150 prosent av BNP.

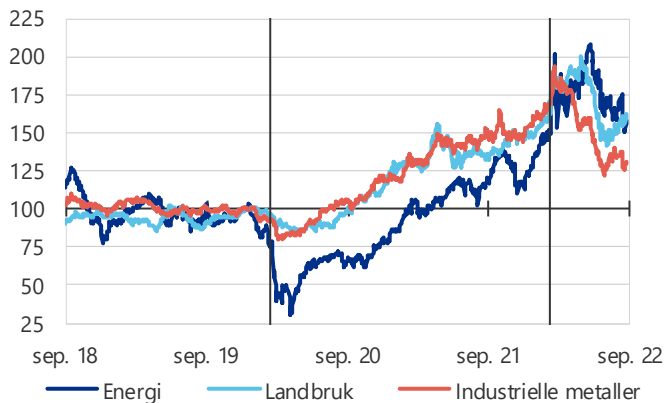
Kinesisk økonomi ventes å vokse 3 prosent i år. Det er betydelig lavere enn myndighetenes vekstmål på 5¹/₂ prosent. Lavere utenlandsk etterspørsel vil gi svakere vekstimpulser mot den eksportorienterte kinesiske økonomien fremover. De geopolitiske motsetningene mellom Kina og USA vil fortsette å forsure samhandelen mellom landene. Vi anslår at Kinas BNP vil vokse 4 og 5 prosent i hhv. 2023 og 2024.

Kinas økonomi tilsvarende om lag en femdel av den globale økonomien. Lavere vekst i Kina vil derfor ha stor betydning for verdensøkonomien. Direkte gjennom at lavere marsjant i verdens nest største øko-

nomi vil redusere globalt BNP. Indirekte ved at lavere aktivitet i Kina vil redusere kinesisk etterspørsel etter varer og tjenester og dermed andre lands aktivitet. Kina omtales ofte som "verdens fabrikk", men landet er også en stor etterspørter av råvarer, vareinnsats og tjenester. Dersom Kinas store industri- og byggesektor går tregere, vil det dempe presset på verdens råvaremarkeder. Gjennom sommeren har da også prisene for flere råvarer falt, jf. figuren under. Veksten i kinesiske produsentpriser har også avtatt betydelig det siste året, og var i august 2,3 prosent år/år. Lavere prispress i Kina vil smitte over på resten av verden gitt landets viktige rolle i globale forsyningskjeder.

S&P GSCI: Råvareprisindekser

Indeks, 1. jan 2020=100



Kilde: Refinitiv Datastream / S&P GSCI / NHO

Prisene har også steget i mange andre fremvoksende økonomier. I India var inflasjonen i august 7 prosent år/år, i Brasil og Mexico nær 9 prosent, i Egypt 14,6 prosent og i Tyrkia over 80 prosent. Prisoppgangen skyldes i stor grad økte råvarepriser på bl.a. energi- og matvarer. De siste månedene har imidlertid råvareprisene falt, jf. figuren over. Tilsvarende har også matvareprisindeksen til FNs organisasjon for ernæring og landbruk (FAO) falt litt tilbake siden i vår. Det er særlig prisene på korn og oljer som er redusert. Dels skyldes det mindre usikkerhet om forsyninger fra Svartehavsregionen som følge av kornavtalen mellom Ukraina og Russland i sommer. Avtalen sikrer sjøverts utførsel av korn fra regionen. Fremtidig utvikling i matvareprisene vil avhenge av fremtidige avlinger. Gjødelsprisene har økt mye som følge av vanskeligere tilgang på mineraler og høyere gasspriser. Dyr og begrenset tilgang på gjødsel kan redusere matproduksjonen fremover og bidra til at prisene holder seg oppe.

Ved siden av økte råvarepriser bidrar også strammere amerikansk pengepolitikk til den høye pris-

veksten flere steder. Det skyldes at høyere amerikanske renter virker i retning av å styrke USD. Det gjør at varer som handles på verdensmarkedet blir dyrere, ettersom de prises i USD, som i sin tur bidrar til å løfte konsumprisveksten. I Tyrkia og Egypt har lokal valuta svekket seg henholdsvis omkring 50 og 20 prosent mot USD det siste året. I tillegg vil en sterkere USD også kunne virke i retning av å trekke kapital ut av fremvoksende markeder, siden høyere amerikanske renter gjør det mer attraktivt å plassere pengene i hjemmemarkedet. Store kapitalstrømmer ut av et land kan virke i retning av å redusere investeringer og aktivitet.

Boks 1.2 Energisituasjonen i Europa

Europa står overfor en sannsynlig energikrise i vinter. Bakteppet er Russlands krigføring i Ukraina, som har fått vestlige land til å innføre strenge sanksjoner mot landet. Russiske forsyninger av naturgass til Europa har blitt betydelig redusert det siste året, og i september stengte Russland igjen kranene på rørdningen Nord Stream 1. Dermed har russisk gass eksport til EU stanset nesten helt opp. Europas tilgang på energi har derfor blitt redusert. Det reflekteres i energiprisene. Energimangelen vil kunne dempe aktiviteten i Europa fremover.

Russisk naturgass har hatt stor betydning for Europa, og stod i 2020 for 40 prosent av EUs gassforbruk. Usikkerhet om fremtidige gassforsyninger og knapphet på energi har økt prisene. Europeiske gasspriser (TTF) var EUR 250 per MWh i september. Gjennomsnittsprisen i tiåret forut for krigen var EUR 20 per MWh. Uroen i naturgassmarkedet smitter også over på andre energimarkeder, deriblant markedet for strøm, ettersom gass brukes for å fremstille elektrisitet. Derfor har også strømprisene økt mye, jf. figuren under. På samme tid har hetebølger og tørke i Europa i sommer redusert vannstanden flere steder, og begrenset atomkraftproduksjonen fordi det ikke har vært nok vann til å kjøle ned reaktorene. Det har gjort en stram energisituasjon enda strammere.

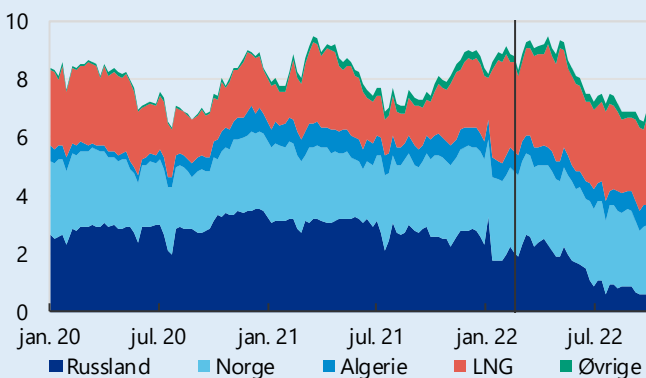
EU har imidlertid økt gassimporten fra andre leverandører, særlig i form av økte LNG-leveranser fra USA. Det har bidratt til at man så langt i stor grad har evnet å erstatte bortfallet av russisk gass, jf. figuren under. Europeiske kjøperes jakt etter ledig gass- og LNG-kapasitet har bidratt til økte gasspriser flere steder i verden, jf. figuren under. Med muligheter for enda lavere gassforsyninger fra Russland fremover, kombinert med begrenset produksjonskapasitet for LNG på verdensmarkedet, så vel som begrenset mottakskapasitet for LNG i EU vil energisituasjonen trolig bli mer presset på kort sikt.

Politisk har EU vedtatt å gjøre seg mindre avhengig av russisk energi, jf. *REPowerEU*. Bl.a. vil EU redusere gassimporten fra Russland med to tredeler i løpet av 2022. Det er de godt på vei til å klare. Så langt i år står Russland for under 20 prosent av den totale gassimporten. De siste fire ukene har russiske leveranser utgjort under 10 prosent av total gassimport. I tillegg har medlemslandene i EU blitt enige om å gjennomføre frivillige kutt i gassetterspørselen på 15 prosent i vinter.¹ Dersom gjennomført vil tiltaket kunne redusere EUs gassforbruk med omkring 55 milliarder m³. De høye prisene vil også virke i retning av å begrense gass- og energiforbruket. I noen grad vil man også kunne erstatte gass med f.eks. olje og kull i kraftproduksjon. Forbruksutviklingen vil imidlertid i stor grad bero på hvor kald vinteren blir. En kaldere vinter enn normalt vil kunne øke etterspørselen.

Fyllingsgraden i EUs gasslagre var ved utgangen av september nær 90 prosent, og disse kan tæres på gjennom vinteren. Det kan imidlertid bli utfordrende å fylle gassmagasinene tilstrekkelig opp til neste vinter dersom de tømmes helt denne vinteren. En ventet vedvarende stram situasjon i naturgassmarkedet i Europa forklarer at fremtidsprisene på naturgass er høye de neste årene.

EU28: Import av naturgass

Mrd. kubikkmeter (bcm) per uke



Data per 28-09-2022

Kilde: Refinitiv Datastream / Bruegel (Zachmann, Sgaravatti & McWilliams) / NHO

Europa: Elektrisitetspriser

EUR per MWh. Day-ahead. 14 dagers gjennomsnitt



Kilde: Refinitiv Datastream / NHO

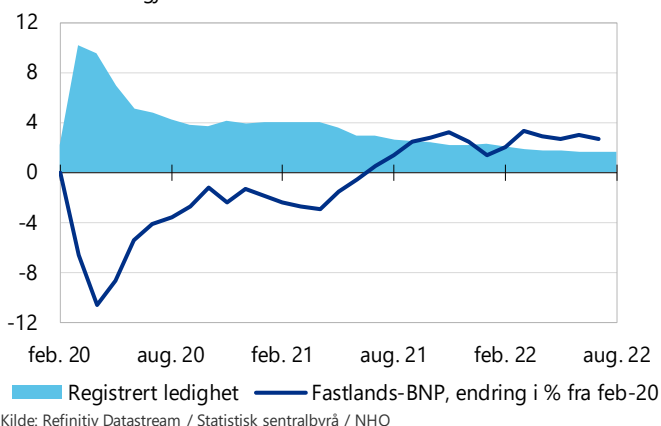
1) Frivillig reduksjon i gassforbruket i perioden august til april med 15 prosent relativt til gjennomsnittsforbruket siste 5 år.

2 Norsk økonomi

Aktiviteten i norsk økonomi tok seg opp etter gjenåpningen etter omikronbølgen i midten av februar, og nådde en topp i mars. Siden da har aktiviteten avtatt, jf. figuren under. I juli var BNP for Fastlands-Norge 0,6 prosent lavere enn i mars i år, og 0,5 prosent lavere enn før omikronutbruddet i november i fjor. Offentlig tjenesteproduksjon har falt siden november, og bidrar dermed til å dempe BNP-veksten i denne perioden. Verdiskapingen i øvrige næringer på fastlandet var 1,0 prosent høyere i juli enn i november i fjor. Utviklingen i fastlandsøkonomien hittil i år har vært svakere enn vi anslo i juni.

Fastlands-BNP og registrert ledighet

Prosent. Sesongjustert



Syssetningsveksten har vært svært sterk det siste året. I andre kvartal var 145 000 flere i jobb i Fastlands-Norge enn på samme tid i fjor. Dette tilsvarer en prosentvis økning på 5,3 prosent. Til sammenlikning var årlig gjennomsnittlig jobbvekst de siste ti årene før pandemien 1 prosent. Ledigheten har som et resultat av dette gått ned, og er nå på et lavt nivå. I september i år var den registrerte ledigheten 1,6 prosent.

Energisituasjonen i Europa forverret seg over sommeren og inflasjonen har tiltatt. Anslaget for aktiviteten hos våre handelspartnere er nedjustert siden forrige rapport. Svakere aktivitetsvekst ute demper etterspørselen etter norske varer og tjenester. Det bidrar til å dempe veksten i fastlandseksporten fremover.

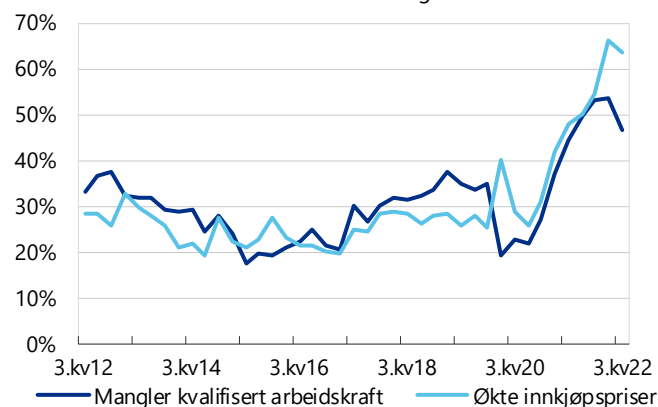
Også her hjemme har inflasjonen økt gjennom 2022. I august var konsumprisene 6,5 prosent høyere enn på samme tid i fjor. Uten strømstøtte til husholdningene ville konsumprisveksten vært 9,0

prosent. Den underliggende prisveksten har også tiltatt de siste månedene, til en tolv månedersvekst på 4,7 prosent i august. Som svar på dette har Norges Bank hevet renten med 0,5 prosentpoeng på tre påfølgende rentemøter siden mai, til 2,25 prosent. Høyere rente vil dempe forbruk og investeringer og dermed veksten i fastlandsøkonomien.

I Næringslivets økonomibarometer (NØB) for tredje kvartal vurderer et flertall av NHOs medlemsbedrifter fortsatt markedssituasjonen som god, men differansen mellom positive og negative svar har gått ned. Det er særlig helse- og sosialtjenester, industri og transport som oppgir en svakere situasjon enn gjennomsnittet. Samtidig tyder svarene fra våre medlemsbedrifter på en svakere utvikling fremover. Andelen medlemsbedrifter som melder om at knapphet på arbeidskraft er til hinder for ekspansjon er fortsatt høyt, men avtakende, jf. figuren under. To tredeler oppgir fortsatt økte innkjøpspriser som hinder. Dersom dette bidrar til å redusere aktivitet og investeringer vil det kunne bidra til å dempe aktiviteten.

Hinder for ekspansjon/investering

Prosentvis andel som svarer "Stor utfordring"



Markedsindeks: NHO totalt

Differanse positive og negative svar i prosentpoeng



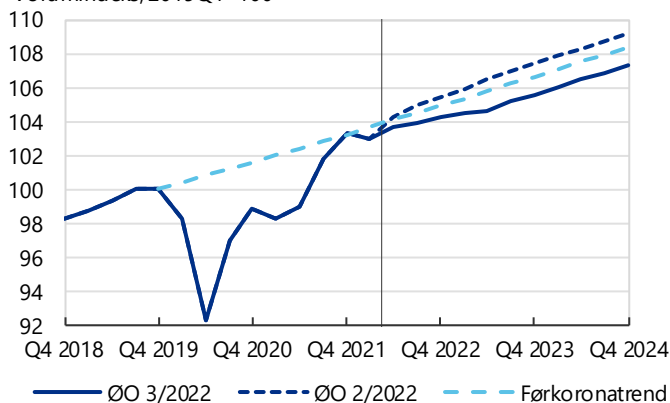
Markedsutsiktene tyder på det samme. I tredje kvartal er det en overvekt av bedrifter som venter en forverring i markedsutsiktene de neste seks månedene, jf. figuren over. Forverringen varsles i flere store næringer som industri, bygg og anlegg, varehandel og bilverksteder, overnatting- og serveringsvirksomhet, informasjon og kommunikasjon samt faglig, vitenskapelig og teknisk tjenesteyting. Innkjøpssjefindeksen for industrien har avtatt, men er fortsatt på plussiden.

Flertallet av bedriftene venter reduksjon i investeringene de neste seks månedene. Til neste år vil imidlertid høye industriinvesteringer som følge av flere store enkeltprosjekter bidra til å løfte fastlandsinvesteringene. Høyere investeringer på norsk sokkel vil isolert sett virke stimulerende på fastlandsøkonomien.

Vi anslår at BNP Fastlands-Norge vil vokse 3,0 prosent i år, 1,1 prosent i 2023 og 1,6 prosent i 2024. Dette er svakere enn vi anslo i vår forrige rapport i juni. Svakere vekstutsikter i verdensøkonomien og høyere inflasjon vil virke dempende på aktiviteten. Prognosen for Fastlands-BNP er nedjustert med henholdsvis 0,5 og 1,1 prosentpoeng i 2022 og 2023. Anslaget for 2024 er tilnærmet uendret.

Fastlands-Norge: BNP

Volumindeks, 2019Q4=100



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

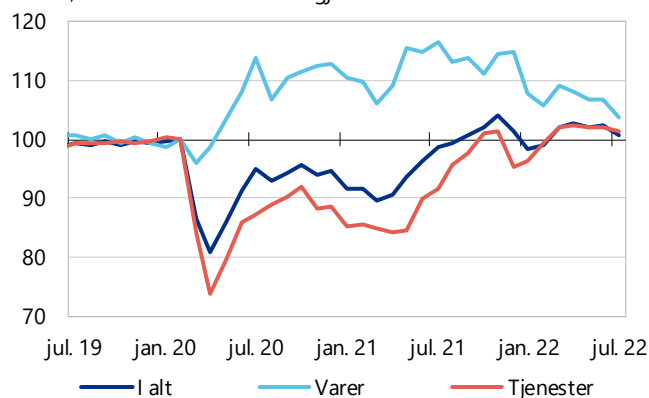
2.1 Lavere konsumvekst fremover

Husholdningenes konsum vokste 3,2 prosent fra første til andre kvartal i år, primært som følge av økt tjenestekonsum og økt konsum i utlandet. Pandemien reduserte mulighetene til å konsumere tjenester og førte til en vridning i forbruket fra tjenester til varer. I takt med at samfunnet ble gjenåpnet har tjenestekonsumet hentet seg inn igjen, samtidig som konsumet av varer har avtatt, jf. figuren under.

I Finans Norges forventningsbarometer blir husholdningene spurt om sitt syn på egen og landets økonomi de siste 12 måneder og de neste 12 måneder. I tredje kvartal falt indikatoren til sitt laveste nivå noensinne. Svekket fremtidstro blant husholdningene kan medføre at de utsetter varekjøp og øker sin sparing. Historisk har svekkelse i husholdningenes forventninger stort sett sammenfalt med lavere forbruksvekst, jf. figuren under. Svekkelsen i husholdningenes utsikter henger sammen med høy prisvekst og stigende renter, som omtalt i avsnitt 2.8 og 2.9. Høy prisvekst reduserer den realdisponible inntekten. Det samme gjør stigende renter. Særlig vil høy prisvekst på nødvendighetsgoder som elektrisitet og mat bidra til å redusere kjøpekraften. Det skyldes at etterspørselen etter slike varer er uelastisk, dvs. at husholdningene kun i mindre grad vil redusere forbruket av disse varene når prisene øker. Økte utgifter til mat og elektrisitet, samt økte renteutgifter vil derfor bidra til at husholdningene har mindre å bruke på andre varer og tjenester.

Norge: Husholdningenes konsum

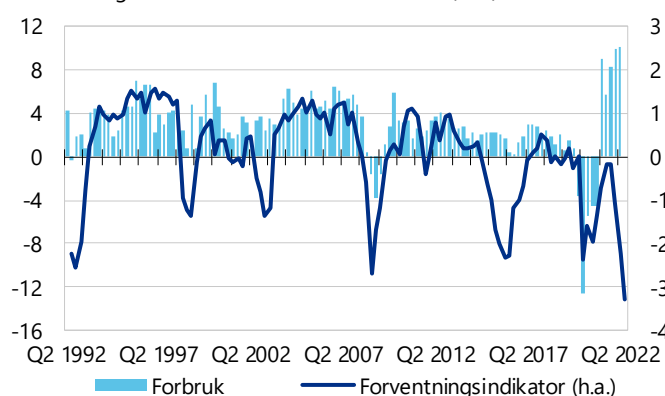
Indeks, februar 2020=100. Sesongjustert



Kilde: Refinitiv Datastream / Statistisk sentralbyrå / NHO

Privat forbruk og forventningsindikator

Pst. endring år/år. Std.avvik fra snitt siste 25 år (h.a.)

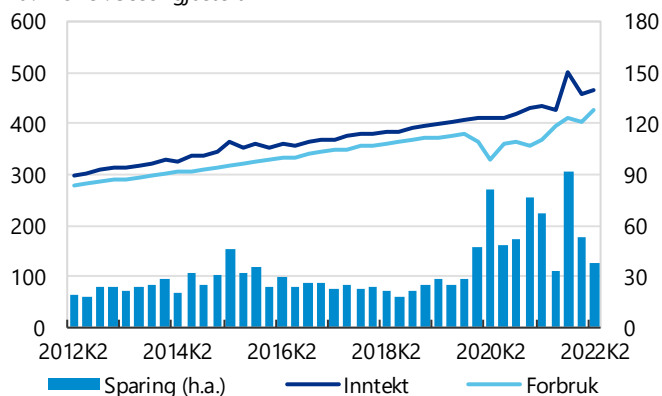


Kilde: Refinitiv Datastream / Statistisk sentralbyrå / Finans Norge / NHO

Samtidig kommer husholdningene ut av pandemien med store oppsparte reserver, jf. figuren under. Begrensede forbruksmuligheter er en viktig årsak til den høye sparingen gjennom pandemien. Gjennom 2020 og frem til og med andre kvartal 2022 har sparingen i husholdningene til sammen vært nominelt 300 mrd. kroner høyere enn om spareraten hadde forblitt på 2019-nivå. I andre kvartal i år var sparingen 8,2 prosent av disponibel inntekt. Det er fortsatt noe høyere enn i 2019 da spareraten var i underkant av 7 prosent. Det er imidlertid store forskjeller i sparingen mellom husholdninger. Ifølge Norges Bank har husholdninger med høyere gjeldsgrader også spart mer under pandemien.² Dermed er de også bedre rustet til å håndtere økte renter. Oppsparte buffere kan bidra til at husholdningene ikke behøver å stramme like mye inn på forbruket som de ellers måtte gjort når rentene og konsumprisene øker.

Husholdningenes forbruk og sparing

Mrd. kroner. Sesongjustert



Kilde: Statistisk sentralbyrå / NHO

Høy forbruksvekst gjennom fjoråret ga et stort overheng inn i 2022. Sterk jobbvekst og forholdsvis høy lønnsvekst øker de nominelle inntektene til husholdningene. Utfasing av de ekstraordinære offentlige overføringene som ble gjort under pandemien drar motsatt vei. Økte renter og høy prisvekst reduserer husholdningenes disponible realinntekt, som vi anslår vil falle i år og til neste år. Husholdningene har imidlertid store oppsparte reserver etter pandemien. Vi legger til grunn at de dermed ikke vil redusere forbruket like mye som de ellers ville gjort. Spareraten anslås å falle fra 8 prosent i år til 6,5 prosent i 2023 og 2024, som er et normalt nivå historisk sett. Ledet an av et sterkt oppsving i tjenestekonsumet anslås forbruket å øke 6,2 prosent i 2022. I

2023 og 2024 anslås forbruket å øke med hhv. 1,1 og 0,7 prosent.

2.2 Lavere boligpriser

Siden sommeren 2020 har det vært stor etterspørsel og høy aktivitet i boligmarkedet, og boligprisene har økt mye. I august i år var boligprisene 5,7 prosent høyere enn på samme tid i fjor, og hele 19,2 prosent høyere enn i februar 2020, før pandemien. De siste 12 månedene har imidlertid realboligprisen avtatt fordi boligprisveksten har vært lavere enn den generelle prisveksten. Etter kraftig økning i første halvår, avtok boligprisveksten i sommer.

Utviklingen i bruktboligmarkedet antyder likevel at boligmarkedet fortsatt er stramt. Antallet usolgte boliger er på et historisk sett lavt nivå. Boligene omsettes samtidig raskere enn vanlig. De siste 12 månedene har gjennomsnittlig omsetningstid i bruktboligmarkedet vært 37 dager på landsbasis, mot rundt 50 dager i gjennomsnitt de siste ti år. Boligmassen har vokst svakere enn antall husholdninger de siste tre årene, og dette kan være medvirkende til at boliggetterspørselen holder seg opp mer enn de underliggende forholdene skulle tilsi.

På tross av høyere boliggetterspørsel og -priser har ikke igangsettingen av nye boliger økt. Husholdningenes boliginvesteringer økte bare 0,6 prosent i fjor, etter å ha falt tre år på rad. Hittil i år har boliginvesteringene falt litt. Igangsettingen følger om lag samme bevegelse. Salget av nye boliger har samtidig falt markert det siste året. Fra august i fjor til august i år ble det solgt 21 prosent færre nye boliger enn i foregående 12-måneders periode, ifølge Boligprodusentenes forening. Salget av småhus og eneboliger har falt mer enn leilighetssalget. Den siste tiden har nedgangen vært like sterk i begge segmentene.

Høy boligprisvekst vil isolert sett stimulere boligbyggingen, da det bidrar til økt lønnsomhet i næringen. Nedgangen i tilbudet skyldes trolig høy kostnadsvekst og usikkerhet om inflasjon og rente. I august var materialkostnadene for boligbygg om lag 10 prosent høyere enn i august i fjor, og 40 prosent høyere enn i februar 2020. Ifølge Boligprodusentenes forening har også langdryge plan- og byggesaksprosesser blitt en flaskehals for gjennomføring av boligprosjekter.

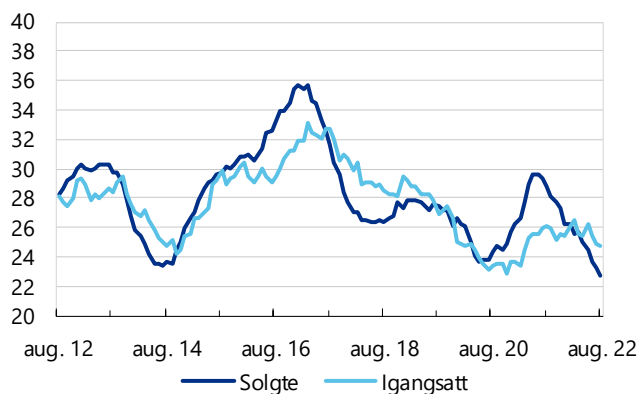
² Pengepolitisk rapport 3/2021.

Vekstbildet i fastlandsøkonomien har svekket seg over sommeren. Rentene har økt mer og raskere enn ventet, både her hjemme og hos våre handelspartnere. Samtidig har kostnadsveksten i byggenæringen tatt seg opp den siste tiden. Markedsutsiktene i bygge- og anleggsnæringen har samtidig avtatt kraftig. Blant våre medlemsbedrifter i denne næringen anslår nå et klart flertall at markedssituasjonen vil forverres de neste seks til tolv månedene. På bakgrunn av dette har vi nedjustert våre anslag for boliginvesteringer og -priser siden juni.

Vi anslår at boliginvesteringene vil falle med nær 1 prosent i år, for deretter å øke 1,8 prosent i 2023 og 0,5 prosent i 2024. Høyere utlånsrenter bidrar isolert sett til å dempe boligprisene. Høy boligetterspørsel og et fortsatt relativt lavt tilbud, kan bidra til at utslaget på boligprisene blir mindre enn den isolerte renteeffekten skulle tilsi. Samlet anslår vi at boligprisene øker 6,3 prosent i år. Siden venter vi at boligprisene faller, med henholdsvis 0,7 prosent til neste år og 3,8 prosent i 2024.

Norge: Nye boliger

Antall i tusen. 12 mnd. sum



Kilde: Boliiprodusentenes forening / Prognosestøttet / NHO

2.3 Høye næringsinvesteringer i år

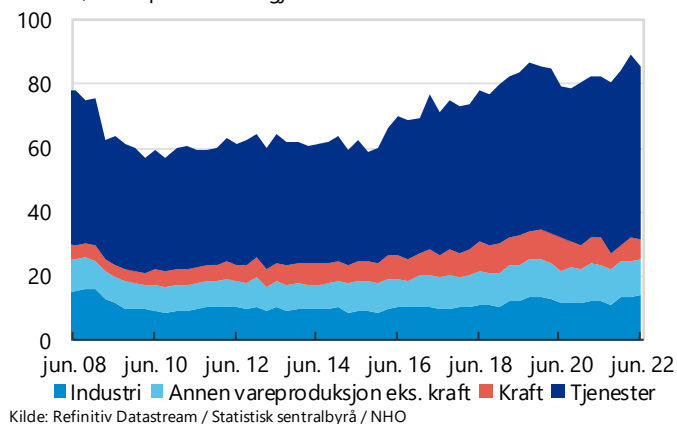
Før pandemien var fastlandsbedriftenes investeringer historisk høye. I 2020 reduserte bedriftene investeringene 5 prosent som følge av økt usikkerhet, redusert lønnsomhet og mindre behov for ny kapasitet. Siden da har investeringene tatt seg opp, og i første kvartal i år passerte investeringene førkrisenivået. Fra første til andre kvartal falt imidlertid næringsinvesteringene 4 prosent.

SSBs investeringstelling indikerer høyere investeringer i industrien fremover. Industriinvesteringene anslås å øke hele 35 prosent i år, og ytterligere 54 prosent til neste år, målt i løpende priser. Noe av øk-

ningen kan tilskrives økte priser på investeringsvarer. Investeringsoppsvinget skyldes ellers blant annet store prosjekter innen dataindustri, elektrisk utstyrsindustri og metallindustri, ifølge SSB. Investeringene innen kraftforsyning ventes å falle 22 prosent i år, før de tar seg opp igjen til neste år med 13 prosent. Nedgangen forklares med at flere store vindkraftprosjekter er ferdigstilt. Til neste år vil veksten særlig drives av investeringer i distribusjonsleddet.

Norge: Bruttoinvesteringer

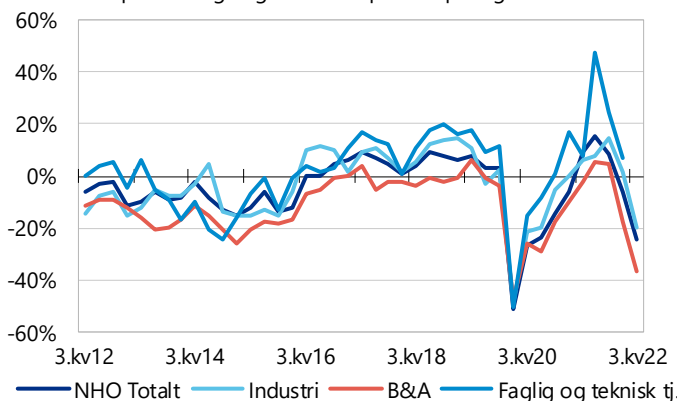
Mrd. kr, 2019-priser. Sesongjustert.



Kilde: Refinitiv Datastream / Statistisk sentralbyrå / NHO

Markedsutsikter: Investeringer

Differanse positive og negative svar i prosentpoeng



Kilde: Næringslivets økonomibarometer / NHO

Bedriftenes investeringsutsikter i NØB tok seg opp gjennom fjoråret, men har falt tilbake i år, jf. figuren over. Det er nå langt flere som oppgir at de vil investere mindre de neste seks månedene, enn som oppgir at de skal investere mer. Dette tyder på reduserte bedriftsinvesteringer fremover. Forskjellen mellom SSBs investeringstelling og NØB kan forklares med svake utsikter i næringer som ikke er omfattet av investeringstelingen, samt at NØB ikke tar hensyn til prosjektenes størrelse. Utsiktene i NØB er svakest i bygg og anlegg, overnatting og servering og varehandel.

Svakere utsikter for investeringene i NØB henger trolig sammen med økt usikkerhet, svakere utsikter for etterspørselen fremover og redusert behov for økt kapasitet. I tredje kvartal oppgir 33 prosent synkende omsetning/ordrettilgang som et stort hinder for ekspansjon, opp fra 28 prosent foregående kvartal. Videre har andelen som oppgir lite forutsigbare rammebetingelser som et stort hinder økt fra 39 prosent til 42 prosent. At rammebetingelsene oppfattes som mer uforutsigbare kan henge sammen med de høye og volatile strømprisene. Det kan også henge sammen med for eksempel usikkerhet rundt fremtidig etterspørsel og økende renter. Som omtalt i innledningen er imidlertid økte innkjøpspriser og manglende tilgang på kvalifisert arbeidskraft fortsatt de dominerende hindrene for ekspansjon med hhv. 64 og 46 prosent som oppgir dette som stor utfordring, men andelen har avtatt siden andre kvartal. I juli oppga 57 prosent av NHOs medlemsbedrifter at økte innkjøpspriser vil gi stor eller middels reduksjon i driftsresultatet. Videre rapporterte 23 prosent at knapphet på- og/eller dyrere innsatsfaktorer har redusert aktiviteten i bedriften. Fortsatt eller tiltakende knapphet vil kunne legge ytterligere demper på aktiviteten, og gi mindre behov for å investere i økt kapasitet.

Store enkeltprosjekter i industrien og utbygging i distribusjonsleddene i kraft trekker opp investeringene i år og til neste år. Næringsinvesteringene anslås å øke 4,5 prosent i inneværende år og til neste år. Deretter forventes investeringene å falle vel 6 prosent i 2024.

2.4 Økte oljeinvesteringer fra neste år

Oljeprisene steg markant etter Russlands invasjon av Ukraina og har vært høye gjennom våren og sommeren. Den siste tiden har prisene falt, dels som følge av forventninger om lavere aktivitet i økonomien. Terminprisene ligger noe under dagens nivå på oljeprisene i årene framover, jf. figuren under. Det er stor usikkerhet om oljeprisene framover. EU besluttet i juni å innføre et importforbud for all russisk sjøbåren råolje og petroleumsprodukter. Det dekker 90 prosent av EUs oljeimport fra Russland. Forbudet fases inn over en periode på 6–8 måneder. OPEC+ har også signalisert at lavere priser kan medføre kutt i produksjonen. Dette er faktorer som kan drive prisene oppover igjen.

Vårt oljeprisanslag for 2022 er nå om lag 105 USD per fat, 2 USD per fat høyere enn anslått i juni. Vi

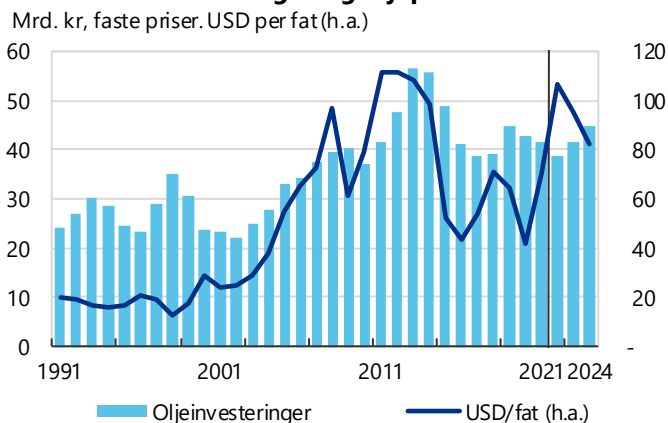
anslår at prisen gradvis vil reduseres til 87 USD per fat i 2024.

Oljepris og terminpriser



Petroleumsinvesteringene på norsk sokkel falt i 2020 og 2021 som følge av at en rekke pågående utbygginger ble ferdigstilt uten at investeringer i nye prosjekter økte tilsvarende. Denne trenden fortsetter i år. I 2023 vil imidlertid investeringene øke igjen som følge av at flere nye prosjekter igangsettes. De midlertidige endringene i petroleumsbeskatningen som ble innført i 2020 gir insentiver til å levere PUD for nye prosjekter innen utgangen av 2022. Det vil sannsynligvis bli levert inn PUD på et høyt antall prosjekter mot slutten av året.

Petroleumsinvesteringer og oljepris



SSBs investeringstelling i august antyder petroleumsinvesteringer på 173 mrd. i år, målt i løpende priser. Det er en økning på 5,5 mrd. fra tellingen i mai. Anslaget innebærer en nominell nedgang i oljeinvesteringene på 5 prosent fra 2021 til 2022. I forrige telling var anslått nedgang 8 prosent. Vi forventer at den midlertidige endringen i petroleums skatten, som gir insentiver til å igangsette nye prosjekter

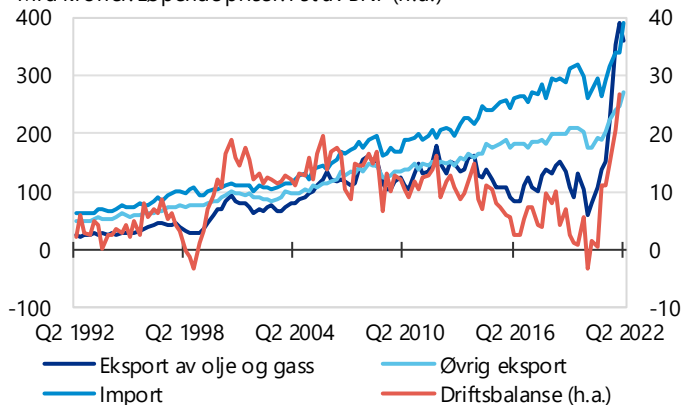
i 2022, også vil medføre økte investeringer mot slutten av 2022, selv om brorparten av investeringskostnadene ventelig først vil påløpe fra 2023. Vi anslår en volumnedgang i investeringene i 2022 på 7 prosent, etterfulgt av en økning i oljeinvesteringene på 7 prosent i 2023. Anslaget er noe lavere enn i forrige *Økonomisk overblikk* som følge av lavere anslag på letekostnader. I 2024 anslås investeringene å vokse 8 prosent.

2.5 Eksporten dempes av lavere vekst ute

Den tradisjonelle vareeksporten økte 6,6 prosent i volum i fjor. I første halvår falt imidlertid eksporten mye som følge av nedgang i eksporten av kjemiske råvarer og verkstedprodukter. Målt i volum var den tradisjonelle vareeksporten i første halvår drøyt 6 prosent lavere enn på samme tid i fjor. Målt i verdi har imidlertid den tradisjonelle vareeksporten økt kraftig, og var nær 30 prosent høyere i samme periode. Den kraftige økningen i råvareprisene har medført en formidabel prisvekst på norsk vareeksport, som i stor grad er råvarebasert. Den høye eksportprisen reflekterer riktignok høye priser på vareinnsatsen som inngår her. Den totale eksportverdien av varer, som inkluderer olje og gass, har vokst nær 80 prosent det siste året. Importprisene har derimot ikke steget like mye. Det har bidratt til at det samlede overskuddet på handelsbalansen har økt, til 240 mrd. kroner i andre kvartal 2022. Dette er lavere enn kvartalet før, men fortsatt historisk høyt.

Norge: Eksport og import

Mrd kroner. Løpende priser. Pst av BNP (h. a.)



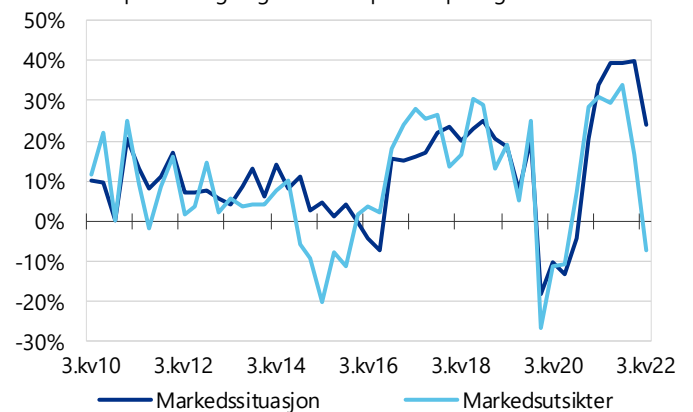
Lemping av smittevernrestriksjoner har gitt økt reiseaktivitet. Reisetrafikken til Norge ventes derfor å gi et solid løft i tjenesteeksporten i år. Anslaget for aktiviteten hos våre handelspartnere er nedjustert siden forrige rapport. Svakere aktivitetsvekst hos våre handelspartnere demper etterspørselen etter norske varer og tjenester. Det bidrar til å dempe

veksten i fastlandseksporten fremover. Lavere eksportvekst er i tråd med signalene våre medlemsbedrifter gir i NØB, der eksportrettede virksomheter rapporterer om markert svakere markedsutsikter nå enn før sommeren. Vi anslår at fastlandseksporten øker 5,3 prosent i 2022. I 2023 og 2024 forventes fastlandseksporten å øke med henholdsvis 5,0 og 3,3 prosent.

Høyere aktivitet i norsk økonomi vil løfte importen, både av vareinnsats og ferdigvarer. Normalisering av nordmenns reisevaner vil ventelig gi kraftig økning i nordmenns utgifter utenlands i år. Dette vil også trekke opp importveksten i år.

Markedsindeks: Eksportrettet virksomhet

Differanse positive og negative svar i prosentpoeng



2.6 Bråstopp i arbeidsmarkedet

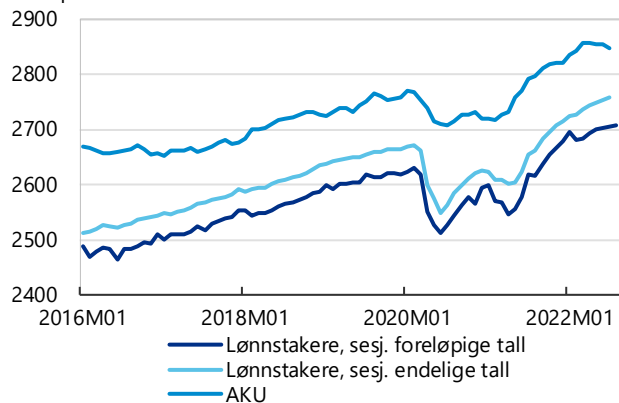
Sysselsettingsveksten i etterkant av pandemien, fra starten av 2021 til midten av 2022, har vært den høyeste siden perioden 1996-1998. Fra andre kvartal i fjor til andre kvartal i år ble 145 000 nye personer sysselsatt i Fastlands-Norge. Den sterke jobbveksten har fått flere inn i arbeidsmarkedet. Ikke siden 2010 har arbeidsstyrken utgjort en så høy andel av den befolkningen i arbeidsfør alder.

Nå peker flere forhold mot at arbeidsmarkedet blir mindre stramt framover. Andelen NHO-bedrifter som melder at manglende tilgang på kvalifisert arbeidskraft er et hinder for ekspansjon, gikk ned i tredje kvartal, og samtidig falt bedriftenes sysselsettingsutsikter. Antall nye utlyste stillinger per virkedag er klart lavere enn i vår, samtidig som foreløpige tall fra SSBs statistikk over antall arbeidsforhold for september viser at antall lønnskakere var om lag uendret fra foregående kvartal. Denne statistikken er bygd på rapportering via a-ordningen og andre offentlige registre. Formålet med månedstallene er å

belyse konjunkturutviklingen, og foreløpige tall publiseres relativt raskt. Arbeidskraftundersøkelsen er en representativ utvalgsundersøkelse blant bosatte i Norge.

Sysselsatte: Register og AKU

1000 personer.



Kilde: Refinitiv Datastream / NHO

Nedgangen i arbeidsledigheten har flatet ut, men på et lavt nivå. Ved utgangen av september tilsvarte summen av antall registrert helt ledige og antall personer på ordinære arbeidsmarkedstiltak 2,0 prosent av arbeidsstyrken. AKU-ledigheten var 3,1 prosent i juli. Begge deler er det laveste siden 2008, før finanskrisen.

Et svakere etterspørselsbilde

Etterspørselen etter arbeidskraft har endret karakter. Differansen mellom andelen bedrifter som vil øke bemanningen og andelen som vil nedbemanne var høy og positiv i første kvartal, men avtok i andre kvartal. I NØB for tredje kvartal skiftet differansen fortegn. Det er nå flere som vil redusere bemanningen enn de som vil øke den. Omslaget har vært særlig brått i reiseliv og forretningsmessig tjenesteyting.

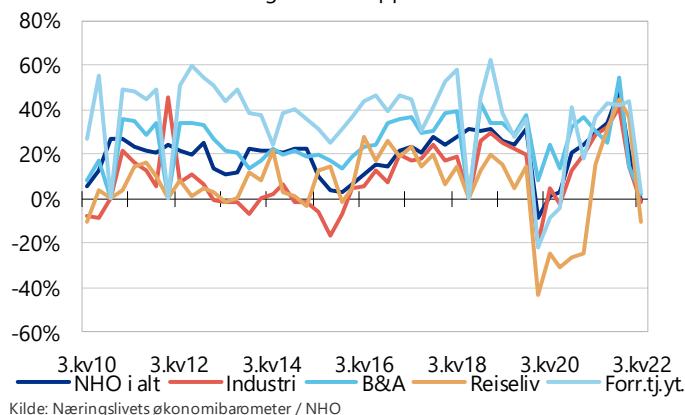
NAV registrerer både beholdning og tilgang av ledige stillinger per virkedag. SSBs statistikk³ viste i andre kvartal det høyeste antall ledige stillinger siden 2010, da statistikken startet. Oppgangen i ledige stillinger var imidlertid svakere i andre enn i først kvartal. Imidlertid er tilgangen av nye ledige stillinger de tre siste månedene redusert til under 60 prosent av nivået i februar-mai. Dette støtter opp

³ Både SSB og NAV har statistikk over ledige stillinger. SSB utarbeider en kvartalsstatistikk basert på en spørreundersøkelse i et tilfeldig utvalg av virksomheter. Ledige stillinger må være lønnet og formelt utlyst, men utlysningen kan skje formelt eller uformelt, f.eks. gjennom andre ansatte, venner eller familie. Stillinger som uteluk-

under bildet av et svakere etterspørselsbilde i arbeidsmarkedet.

Markedsutsikter - Sysselsetting

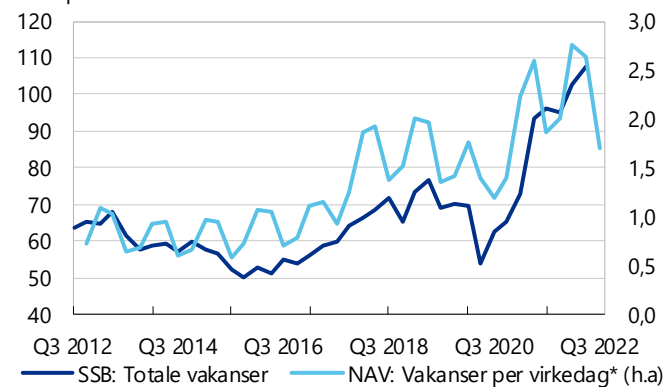
Diff. andel som skal øke og redusere i pp. i år.



Kilde: Næringslivets økonomibarometer / NHO

Ledige stillinger

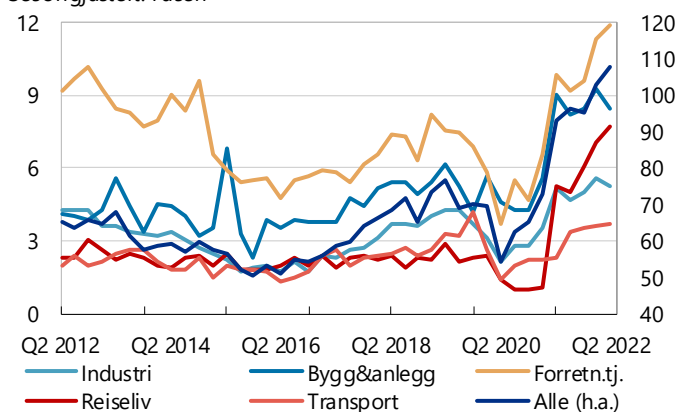
1 000 personer



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

Ledige stillinger i utvalgte næringer

Sesongjustert. Tusen



Kilde: Statistisk sentralbyrå / NHO

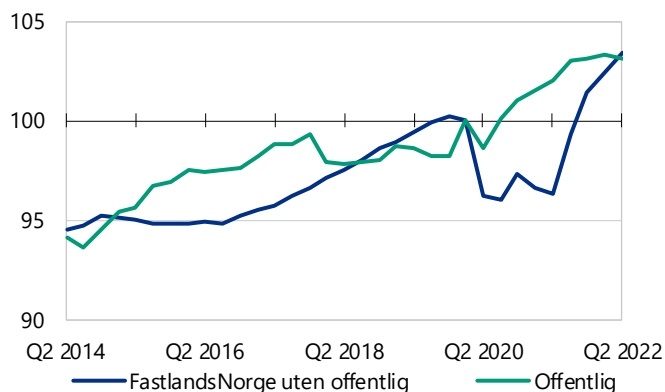
kende er åpne for interne søkere tas ikke med. For næringer der uformell utlysning er særlig vanlig, kan SSBs tall gi et ufullstendig bilde. NAVs månedlige statistikk for tilgangen på ledige stillinger er basert på stillinger meldt til NAV-kontorene, registrert av arbeidsgiver på nav.no eller offentliggjort i media (aviser, tidsskrifter o.l.).

Næringer som reiseliv og forretningsmessig tjenesteyting bidro særlig til at det ble flere ledige stillinger i første halvår. I både industrien, bygge- og anleggsnæringen og transport har beholdningen av ledige stillinger flatet ut.

Målt ved antall sysselsatte personer økte etterspørselen etter arbeidskraft mye i andre halvår i fjor. Veksten fortsatte i første halvår i år, men i et tregere tempo. Fra fjerde til første kvartal steg personsyssetningen med 0,8 prosent, mens veksten fra første til andre kvartal var på 0,6 prosent. Syssetningen ligger nå 2,8 prosent over nivået i fjerde kvartal 2019, før pandemien. Mens offentlig syssetning stort sett har vokst i hele denne perioden, er det først nå at privat syssetning har økt prosentvis like mye, jf. figuren under.

Norge: Sysselsatte

Sesongjustert. 4.kv19 = 100



Kilde: Statistisk sentralbyrå, KNR / Refinitiv Datastream / NHO

Også antall timeverk har økt, og lå i andre kvartal 2,4 prosent over førkrisenivået fra fjerde kvartal 2019. I de fleste næringene er timeverkene nå over førkrisenivået, mens transportnæringen ligger fortsatt under nivået i 2019. Gjennomsnittlig antall arbeidede timer gikk ned da pandemien startet, samt i fjerde kvartal i fjor og i første kvartal i år. Samlet har veksten i etterspørselen etter antall personer vært noe høyere enn i antall timer. Fra første til andre kvartal i år var imidlertid timeverksveksten på 1,3 prosent, som er sterkere enn veksten i sysselsatte personer på 0,6 prosent. Det kan bety at de sysselsatte har hatt ledig kapasitet.

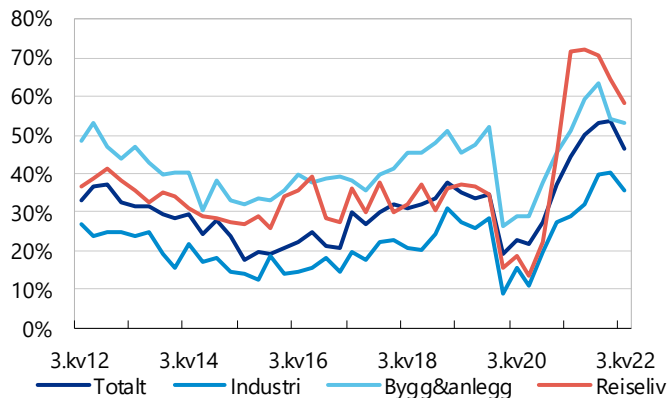
At etterspørselen etter arbeidskraft nå er svakere, avspeiles også i medlemsbedriftenes svar på om de mangler arbeidskraft. Selv om andelen som mangler arbeidskraft fortsatt er høy, har andelen falt tilbake til nivået fra tredje kvartal i fjor. Andelen har gått tilbake i alle næringer, med unntak av elektrisitet,

undervisning og annen tjenesteyting. Også i reiselivsnæringen, som har hatt mange ledige stillinger ute i etterkant av pandemien, er det nå færre som melder om at mangel på kvalifisert arbeidskraft er en stor utfordring.

Ut over høsten ventes veksten i timeverkene og personsyssetningen å avta. Selv om jobbveksten vil avta i annet halvår, borger den sterke økningen i første halvår for at veksten for året som helhet vil bli svært sterk. Timeverkene anslås å vokse med solide 3,4 prosent fra 2021 til 2022, personsyssetningen med 3,6 prosent. Deretter vil lavere aktivitetsvekst trekke ned veksten i personsyssetningen til 0,5 prosent i 2023 og 2024. Timeverksveksten er ventet å være noe høyere.

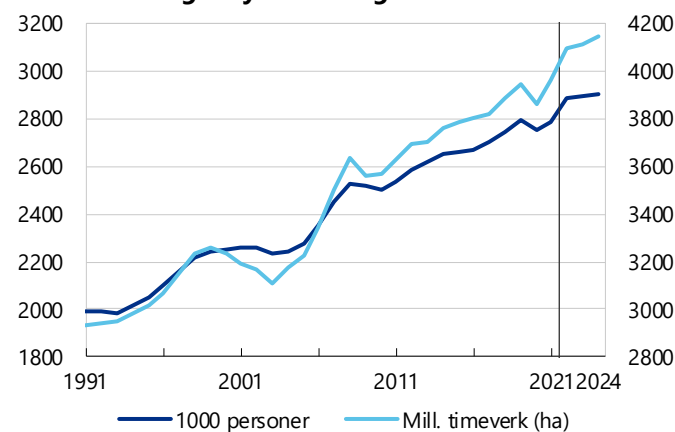
Manglende tilgang på kvalifisert arb.kraft

Prosentandel som svarer "stor utfordring"



Kilde: Næringslivets økonomibarometer / NHO

Fastlands-Norge: Syssetting



Kilde: Refinitiv Datastream / Norwegian Aggregate Model (NAM) / NHO, ØO 3/2022

Arbeidstilbudet har flatet ut

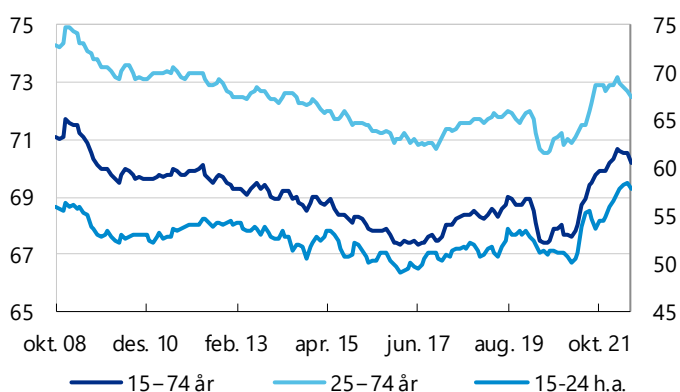
Arbeidsstyrken har vokst etter at pandemien startet. Arbeidskraftundersøkelsen viser at vi må tilbake til 2010 for å finne like mange i arbeidsstyrken i prosent av befolkningen i aldersgruppen 15-74 år som i

første halvår 2022. AKU-arbeidsstyrken falt imidlertid noe i juli ifølge sesongjusterte tall, både i aldersgruppen under og over 25 år.

Arbeidsinnvandringen har tatt seg opp igjen etter pandemien. Statistikken for korttidsinnvandring for andre halvår i fjor og første halvår i år tyder på at innvandringen tok seg noe opp igjen når innreisestriksjonene ble lempet, se figuren under. På mellomlang sikt venter vi at arbeidsinnvandringen vil ta seg ytterligere opp, da Norge er et attraktivt arbeidsmarked.

Norge: Sysselsettingsrate

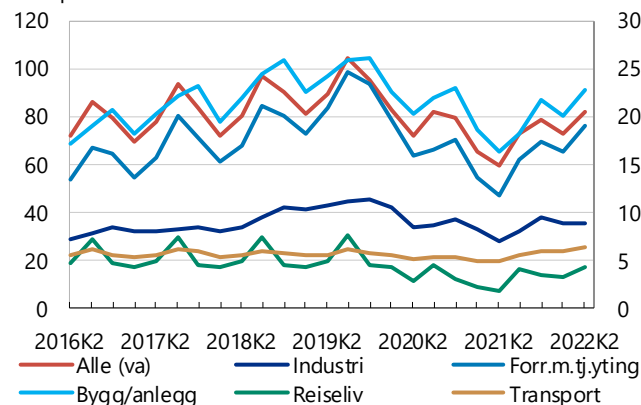
Prosent av befolkningen i hver aldersgruppe.



Kilde: Datastream/SSB-AKU/NHO

Korttidsinnvandrere fordelt på næring

1000 personer

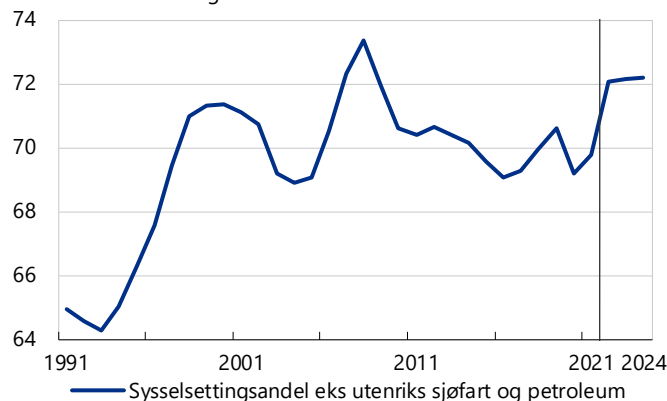


Kilde: Statistisk sentralbyrå / NHO

Lav arbeidsledighet ventes å gi en økning i innenlandsk arbeidstilbud i inneværende år. Vi legger til grunn at veksten i arbeidsstyrken flater ut når aktiviteten i økonomien avtar, slik at veksten i tilbudet vil være mer på nivå med befolkningsveksten. Den sterke veksten i arbeidsstyrken så langt i år innebærer at arbeidsstyrken vokser mer enn befolkningen i arbeidsfør alder. I vår prognosebane vil nivået på sysselsettingsraten basert på nasjonalregnskapstallene holde seg utover i prognoseperioden.

Sysselsettingsandel

Prosent av befolkningen 15-74 år.



Kilde: Refinitiv Datastream / SSB / Norwegian Aggregate Model (NAM) / NHO, ØØ 3/2022

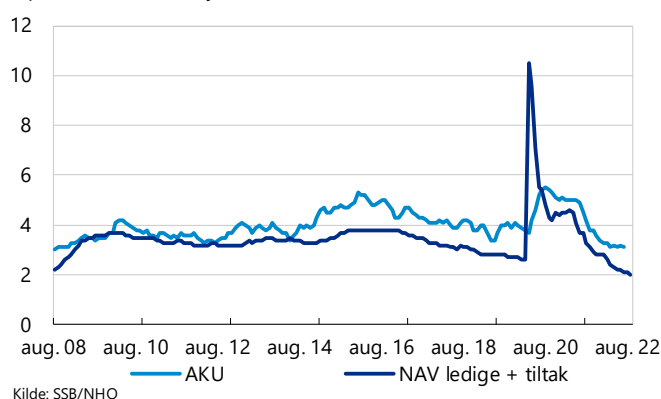
Høyere ledighet de neste årene

Pandemiåret 2020 ga historisk sterke utslag i antall registrerte arbeidsledige. Ved utgangen av mars var vel 300 000 registrert som helt ledige arbeidssøkere hos NAV, tilsvarende 10,6 prosent av arbeidsstyrken.

En stor andel av de arbeidsledige var permitterte. Aktiviteten kunne dermed relativt raskt gjenopptas i perioder med reduserte smitteverntiltak. Dette medførte at den registrerte arbeidsledigheten gikk relativt raskt ned. Så også i år. Arbeidsledigheten var ved utgangen av september sesongjustert 1,6 prosent av arbeidsstyrken, det laveste siden 2008, og uendret fra august. Nedgangen i arbeidsledighet fordelt på yrker er relativt jevnt fordelt. Også arbeidsledigheten inklusive personer på tiltak har flatet ut, jf. figuren under.

Arbeidsledige i AKU og NAV inkl. tiltak

I prosent av arbeidsstyrken. 15-74 år.



Kilde: SSB/NHO

Arbeidskraftundersøkelsen gir et helhetlig bilde av arbeidsmarkedet og måler både arbeidsledige og sysselsatte. Undersøkelsen er en spørreundersøkelse, og kan dermed fange opp arbeidsledige personer som ikke har krav på dagpenger og derfor ikke

er registrert hos NAV. AKU-ledigheten har variert mindre enn NAV-ledigheten, blant annet fordi AKU regner de som er permittert under tre måneder som sysselsatte, og ikke som arbeidssøkere. AKU-ledigheten nådde en topp i august 2020 på 5,5 prosent, og har avtatt siden. I juli var AKU-ledigheten 3,1 prosent.

Redusert sysselsetting og vekst i arbeidsstyrken i tråd med befolkningsveksten vil føre til høyere arbeidsledighet. I gjennomsnitt anslår vi at AKU-arbeidsledigheten vil bli 3,1 prosent i 2022. Deretter vil AKU-arbeidsledigheten øke til 3,4 og 3,7 prosent i 2023 og 2024.

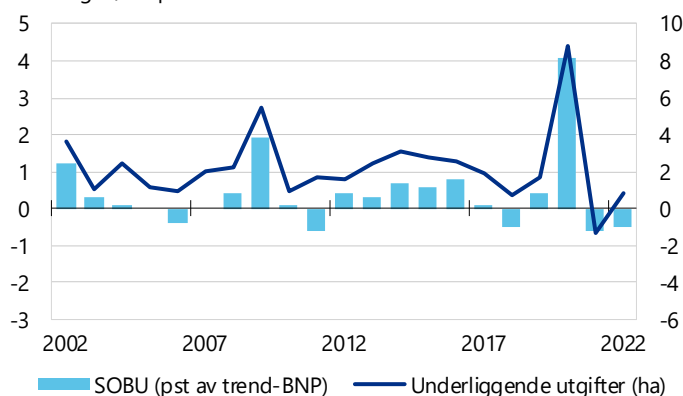
2.7 Mot strammere tider i budsjettpolitikken

Økonomiske tiltak knyttet til pandemi, høye strømpriser og krigen i Ukraina har løftet offentlige utgifter betydelig i 2022. Dette er det tredje året på rad med svært høy offentlig pengebruk.

I Revidert nasjonalbudsjett (RNB) i mai la regjeringen frem oppdaterte tall for budsjettets stilling. Målt ved det strukturelle oljekorrigerede budsjettunderskuddet, var oljepengebruken økt med om lag 30 mrd. kroner siden saldert budsjett for 2022 (lagt frem i desember 2021), til om lag 352 mrd. kroner. Oljepengebruken ble anslått til 10,3 prosent av BNP Fastlands-Norge. Målt som andel av fondskapitalen, utgjorde oljepengebruken 2,9 prosent. Budsjettimpulsen ble anslått til -0,5 prosent av trend-BNP for Fastlands-Norge, mens anslaget i saldert budsjett var -2,6 prosent, dvs. at etterspørselsimpulsen var økt med drøyt 2 prosentenheter på et halvt år.

Budsjettindikatorer

Endring år/år i prosent



De ekstra bevilgningene til strømstøtte, koronatiltak, styrking av den sivile og militære beredskapen og mottak av ukrainske flyktninger ble beregnet til

om lag 60 mrd. kroner. I RNB fant man inndekning for om lag halvparten av disse økte utgiftene. Inndekningene skyldtes flere forhold, men i stor grad at skatteinntektene ble anslått høyere enn tidligere. Dels førte tilpasninger til endringer i utbytteskatten til ekstraordinære inntekter fra skatt på utbytte, som ga regjeringen mulighet til å redusere rammetilskuddet til kommunene med 11,5 mrd. kroner i 2022. Og dels har forventninger om høyere strømpriser over tid gitt høyere forventede skatteinntekter fra kraftselskapene fremover, slik at anslåtte strukturelle skatteinntekter ble oppjustert med 11,2 mrd. kroner. I tillegg ble det budsjettet med om lag 7,8 mrd. kroner ekstra i utbytte fra statseide selskap. Det ble også funnet inndekning for 4 mrd. kroner i utgifter til mottak av flyktninger ved å omprioritere innenfor bistandsrammen. Andre utgifter ble redusert med om lag 2 mrd. kroner.

RNB ble vedtatt i Stortinget 17. juni etter at regjeringspartiene kom til enighet med Sosialistisk Venstreparti (SV). Enigheten endret ikke på oljepengebruken eller budsjettimpulsen, men innebar omprioriteringer på utgiftssiden av budsjettet. Blant annet fikk SV gjennomslag for at en mindre andel av utgiftene knyttet til en høyere ankomst av flyktninger som følge av krigen i Ukraina, skulle dekkes inn gjennom omprioriteringer på bistandsbudsjettet. I tillegg økte bevilgningene blant annet til sosialhjelp, bostøtte og kollektivtrafikk. Inndekning kom blant annet gjennom ubrukte midler i koronakompensasjonsordningene og ytterligere 570 millioner kroner i reduserte overføringer til kommunene, som følger av de ekstraordinære skatteinntektene.

I RNB ble det anslått at utgiftene til strømstøtte ville utgjøre 20,5 mrd. kroner i 2022. Regjeringen la den 30. september frem en proposisjon (Prop. 142 S (2021-2022)) med økte bevilgninger på 28,1 mrd. kroner i 2022 sammenlignet med RNB. Av dette utgjør militær støtte og bistand til Ukraina til sammen 7 mrd. kroner og økonomiske tiltak i møte med ekstraordinære strømutfgifter til sammen 20,2 mrd. kroner. Den midlertidige strømstøtteordningen for husholdninger og borettslag utgjør 17,9 mrd. kroner av dette. Økningen skyldes delvis vesentlig høyere strømpriser enn forventet, og delvis at strømstøtten til husholdninger er økt fra september. Fra september til desember vil staten dekke 90 prosent av strømutfgiftene over 70 øre per kWh, og fra januar til mars neste år 80 prosent. Imidlertid har Regje-

ringen signalisert at husholdninger vil få strømstøtte gjennom hele 2023. Det er også foreslått en strømstøttepakke for bedrifter. Den inkluderer blant annet lånegarantier og en ny energitilskuddsordning for næringslivet som skal hjelpe strømintensive bedrifter i en overgangsperiode. Regjeringen vil gi en samlet vurdering av budsjettet for inneværende år i Nasjonalbudsjettet 2023 som legges frem 6. oktober.

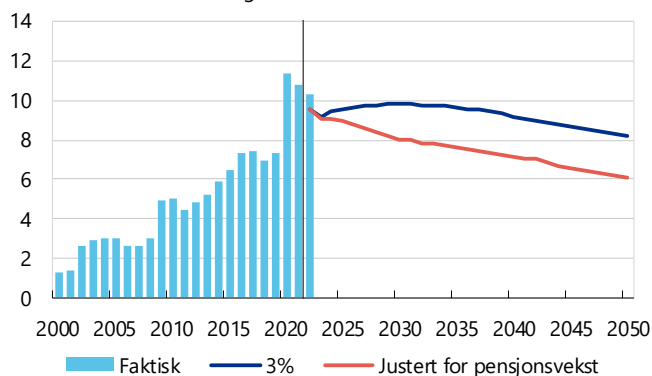
Regjeringen har ved flere anledninger varslet at budsjettet for 2023 blir stramt. I en pressemelding fra Finansdepartementet 18. september vises det til at utgiftene på flere områder vil øke betydelig i statsbudsjettet for 2023. Utgiftsveksten kommer blant annet innenfor områder som folketrygden, mottak og integrering av ukrainske flykninger, pågående byggeprosjekter og videreføring av strømstøtteordningen for husholdningene. Det anslås at utgiftene på disse fire områdene til sammen vil øke med rundt 100 mrd. kroner i 2023, sammenlignet med saldert budsjett for 2022.

På den annen side vil høye strømpriser og økt lønns- og prisvekst også bidra til at statens underliggende inntekter fra Fastlands-Norge øker. Det vil isolert sett øke handlingsrommet i budsjettet. Høye priser på naturgass og råolje gir økte overføringer til Statens Pensjonsfond Utland (SPU). Anslaget for statens netto kontantstrøm fra petroleumsvirksomheten i 2022 ble oppjustert fra 277 mrd. kroner i fjor høst, til 933 mrd. kroner i revidert budsjett. Økte overføringer til fondet vil isolert sett øke handlingsrommet fremover. På den annen side har uroen i internasjonale finansmarkeder redusert verdien av SPU, og det er en risiko for at markedsverdien av fondet kan falle videre. Utviklingen i fondsverdien fremover er usikker.

Regjeringen har sagt at den ikke vil hente inndekningen fra SPU. Ifølge handlingsregelen skal bruken av oljeinntekter over tid utgjøre 3 prosent av fondet, men det skal også legges stor vekt på å jevne ut svingninger i økonomien for å sikre god kapasitetsutnyttelse og lav arbeidsledighet. Regjeringen har lagt vekt på at økt oljepengebruk vil kunne øke prisene ytterligere og legge press på renta. På den annen side ser vekstsutsiktene for neste år nå betydelig svakere ut enn både vi og Finansdepartementet anslo tidligere i år.

Strukturelt, oljekorrigert underskudd

Pst av trend-BNP for F-Norge. Faktisk/3%-bane



Kilde: Finansdepartementet, RNB22/NHO

I en pressekonferanse 28. september ble det klart at regjeringen vil hente inn 33 mrd. kroner fra havbruk, vannkraft og vindkraft på land til neste år. Av dette kommer om lag 11,2 mrd. kroner i økt grunnrenteskatt på vannkraft, 2,5 mrd. kroner fra en ny grunnrenteskatt på landbasert vind og om lag 3,65 - 3,8 mrd. kroner fra en ny grunnrenteskatt på havbruk (oppdrett av laks, ørret og regnbueørret). I tillegg kommer en særavgift, et såkalt høyprisbidrag, på 23 prosent av kraftprisen som overstiger 70 øre per kWh. Regjeringen bekreftet også at det vil bli innført et fastprisunntak i grunnrenteskatten for kraft, noe som isolert sett vil redusere skatteinntektene med 1,2 mrd. kroner.

I tillegg til endringene i skattene, foreslår Regjeringen et ettårig trekk i rammetilskuddet på til sammen 3 mrd. kroner i 2023 fra kommuner og fylkeskommuner som har inntekter fra konsesjonskraft og ligger i områdene med høyest priser.

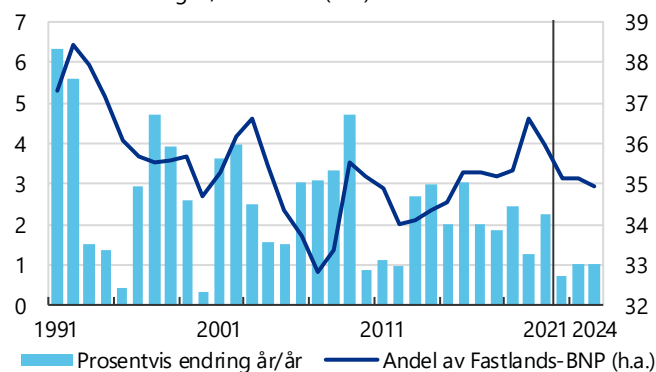
Regjeringen har tidligere varslet revurdering og nedskalering av planlagte satsinger, for eksempel innenfor samferdsel og bygg. De økte skatteinntektene reduserer imidlertid isolert sett behovet for kutt i offentlige utgifter. Dette kan dermed innebære at det offentlige avtrykket i økonomien øker. Regjeringen legger frem sitt budsjett for 2023 den 6. oktober, etter at denne rapporten er publisert. Der vil det bli klart om regjeringen finansierer varige offentlige utgifter med skatteinntekter som delvis er midlertidige. I så fall vil nødvendige innstramminger i offentlig sektor skyves ytterligere frem i tid.

Vi legger i våre anslag til grunn til at veksten i offentlige investeringer dempes noe de neste årene, i tråd med signalene fra regjeringen. Vi anslår at offentlig konsum og investeringer vil øke med hhv. 0,7 prosent og 1,1 prosent i år, i tråd med anslagene i

RNB. I 2023 og 2024 anslår vi veksten både i offentlig konsum og investeringer til 1,0 prosent. Dette innebærer at offentlig etterspørsel vil avta fremover som andel av Fastlands-BNP, jf. figuren under.

Offentlig etterspørsel*

Prosentvis endring år/år. Prosent (h.a.)



*Offentlig forbruk og investeringer.

Kilde: Refinitiv Datastream / Norwegian Aggregate Model (NAM) / NHO, ØO 3/2022

2.8 Økte renter

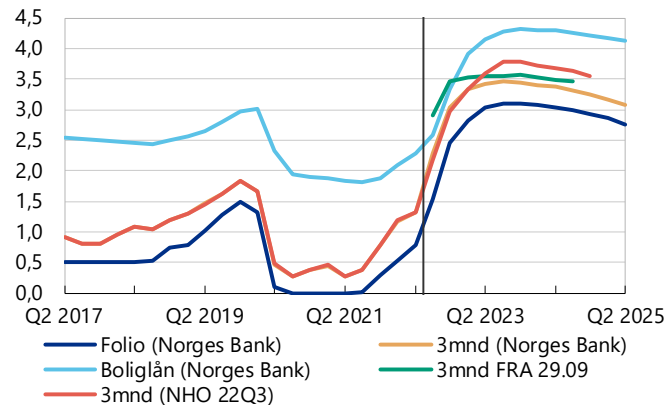
I september i fjor hevet Norges Bank styringsrenten fra 0 til 0,25 prosent, i tråd med at aktiviteten og sysselsettingen hadde tatt seg opp. Renten har siden blitt hevet ytterligere fem ganger, senest til 2,25 prosent i september i år. Rentehevingene har vært på 50 basispunkter ved hvert av de tre siste rentemøtene. Norges Banks nyeste rentebane fra september antyder at styringsrenten skal heves 50 basispunkter til i år, og at den trolig når en topp på 3 prosent i mars neste år. Deretter flater rentebanen ut, før den avtar litt i 2024. Den gjennomsnittlige utlånsrenten på boliglån er anslått å øke 2 prosentpoeng det neste året, fra 2,6 prosent i tredje kvartal i år til 4,3 prosent i tredje kvartal 2023.

Norges Banks rentebane antyder at styringsrenten vil settes opp noe raskere enn varslet før sommeren. Dette begrunnes med at inflasjonen har vært høyere i sommer enn anslått. Det pekes også på at det er utsikter til at prisveksten vil holde seg høy lenger enn tidligere lagt til grunn bl.a. som følge av høyere terminpriser på energi og høyere importert prisvekst. Norges Bank vektlegger også at arbeidsmarkedet er stramt, men understreker samtidig at det nå er tydelige tegn til et omslag i norsk økonomi. Norges Banks anslag for konsumprisveksten neste år var høyere i september enn i juni. Det innebærer at selv om styringsrenten settes raskere opp, blir realrenten fremover lavere enn anslått i juni-rapporten.

Våre anslag tilsier en rentebane tett opp mot Norges Banks rentebane fra september. Høyere rentenivå vil virke dempende på forbruk og investeringer, og dempe veksten i fastlandsøkonomien. At rentehevingen nå anslås å komme raskere enn anslått i juni gir i vår makromodell NAM isolert sett litt lavere aktivitets- og konsumprisvekst i 2023 og 2024, men effektene er beskjedne.

Renter

Prosent



Kilde: Refinitiv Datastream / Norges Bank, PPR 3/2022 / NHO

Etter Norges Banks tilråding ble bankenes motsyklisk kapitalbuffer redusert fra 2,5 til 1,0 prosent i mars 2020. Lavere bufferkrav reduserte risikoen for en strammere utlånspraksis som kunne forsterket tilbakeslaget som fulgte av pandemien. I mars i år ble kapitalbufferen besluttet hevet tilbake til 2,5 prosent, med virkning fra 31. mars 2023. På møtet 21. september vedtok Norges Banks komité for pengepolitikk og finansiell stabilitet å opprettholde dette kravet.

2.9 Høy, men avtakende prisvekst

Konsumprisene økte 3,5 prosent fra 2020 til 2021, målt ved konsumprisindeksen (KPI). Rekordhøye elektrisitetspriser bidro til å trekke opp årsveksten med hele 2,1 prosentpoeng⁴. Tolvmånedersveksten i KPI har tatt seg opp gjennom 2022. I august var konsumprisene 6,5 prosent høyere enn på samme i tid året før.

Den underliggende prisveksten, målt ved konsumprisene justert for avgifter og energivarer (KPI-JAE), var på beskjedne 1,3 prosent ved inngangen til året, men har siden tatt seg kraftig opp. I august var tolv månedersveksten i KPI-JAE på 4,7 prosent. Økningen i kjerneinflasjonen den siste tiden har vært

⁴ Differanse KPI og KPI-JEL i 2021.

bredt basert, blant annet har prisene på mat, møbler, overnatting- og restauranttjenester økt mye. Prisveksten på biler og husleie har også bidratt til å trekke inflasjonen opp. Inflasjonsøkningen er i utgangspunktet knyttet til de kraftige prisimpulsene fra utlandet, særlig på råvarer og energi som er viktige innsatsfaktorer i mye norsk produksjon, men avspeiler også at bedriftene har sendt deler av kostnadsøkningene videre ved å sette opp sine priser.

I juli i år spurte vi våre medlemsbedrifter om innkjøpsprisene har økt mer enn normalt de siste tre månedene. 47 prosent svarte at innkjøpsprisene har økt mye mer enn normalt. Like mange, nær halvparten, svarte også at de har økt eller planlegger å øke utsalgsprisene mer enn den generelle prisveksten⁵. Av disse oppga 90 prosent at årsaken var økte priser på innsatsvarer. 60 prosent oppga (også) økte priser på arbeidskraft og økte priser på frakt.

Våre modellberegninger indikerer at konsumprisene vil øke med 3,9 prosent i 2023 og 2,9 prosent i 2024. Kjerneprisveksten anslås til henholdsvis 4,0 og 3,1 prosent i de to årene.

⁵ Følgende ble presisert: "Tolv månedersveksten i KPI har i snitt vært 5,2 prosent i denne perioden". Mer enn den

generelle prisveksten kan derfor forstås som mer enn 5,2 prosent.

3 Om boligmarkedet i Norge

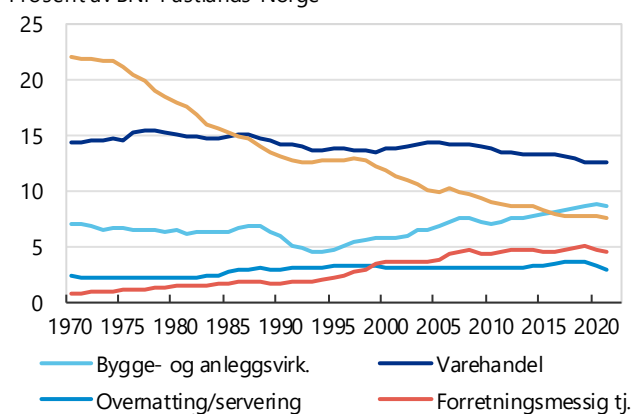
3.1 Betydning i norsk økonomi

Boligmarkedet har stor betydning for norsk økonomi. Husholdningenes boliginvesteringer utgjorde om lag 6,5 prosent av Fastlands-BNP i 2021. Dette var mer enn investeringene på norsk sokkel i fjor. Boliginvesteringene omfatter husholdningenes utgifter til kjøp av nye boliger og rehabilitering av eksisterende boliger.⁶

Byggenæringen er likeledes en av de største fastlandsnæringene i Norge. Næringen står for om lag 8 prosent all sysselsetting i landet når anleggsvirk-somheten holdes utenom. Industrien sysselsetter om lag like mange, men som enkeltstående fastlandsnæring er det bare varehandelen som sysselsetter flere.⁷

Norge: Sysselsetting

Prosent av BNP Fastlands-Norge



De siste tretti årene har boliginvesteringene økt langt mer enn fastlandsaktiviteten. Dermed har boliginvesteringene økt som andel av Fastlands-BNP, jf. figuren under. Siden 2016 har imidlertid både boliginvesteringer og -bygging avtatt.

Målt som andel av fastlands-BNP er boliginvesteringene om lag like store i dag som på 1970-tallet. Samtidig ble det bygget flere nye boliger da enn nå. På 1970-tallet ble det i gjennomsnitt årlig igangsatt om lag 40 000 nye boliger. De siste tjue årene har det til sammenligning blitt bygget i underkant av 30 000 per år. Dette har trolig sammenheng med at kostnaden og kvaliteten på boligene som bygges er høyere nå enn før. Eksempelvis er standard for bygg vesentlig endret med tanke på hvor mye energi som kreves for å varme opp en leilighet sett i forhold til

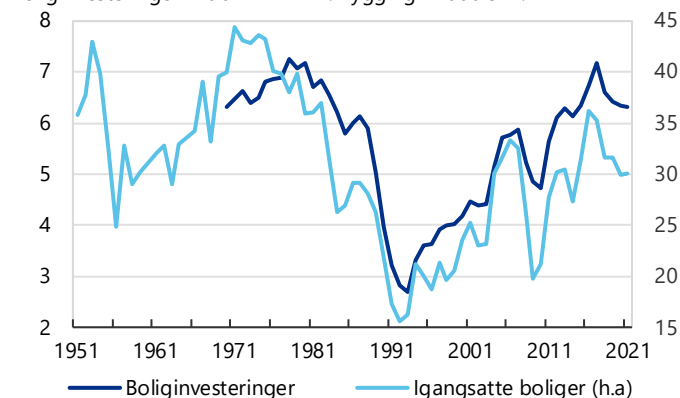
⁶ Størrelsesforhold om lag 70/30.

på 1970-tallet. Andre tekniske krav, som tilgjengelighetskrav og brannvern hensyn, driver også opp kvalitet og pris på boliger. Endringer i husholdningenes krav til komfort, som høyre kvalitet på bad og kjøkken, kan også bidra til å trekke opp boligprisene.

Under bankkrisen, fra slutten av 1988 til 1992, falt både boligpriser og byggeaktiviteten kraftig. Boliginvesteringene ble om lag halvert, både i volum og som andel av fastlandsaktiviteten, mens prisene falt om lag 30 prosent. Dereguleringen av bolig- og kredittmarkedet og en særlig sterk og vedvarende konjunkturoppgang førte til at utlånsveksten gikk kraftig på i 1980-årene. Omslaget i norsk og internasjonal økonomi mot slutten av dette tiåret førte dermed til den påfølgende bankkrisen i Norge.

Norge: Boliginvesteringer og -bygging

Boliginvesteringer i % av BNP F-N. Bygging i 1000 enh.



I boligmarkedet førte den sterke konjunkturoppgangen og kredittekspansjonen i 80-årene til store investeringer i boliger og vedvarende oppgang i prisene på leiligheter. Denne oppgangen la grunnlag for tilleggsopplåning. Med konjunkturomslaget ble oppgangen avbrutt av nedgang. Sammenbruddet i eiendomsmarkedet, som skjedde i svært mange industriland, førte til økonomiske problemer for mange bankkunder og reduserte sikkerheter for bankenes utlån. Dette medførte store tapsavsetninger og -nedskrivninger i bankene.

Utover 1990-tallet tok både boligbyggingen og -prisveksten seg opp igjen. Boliginvesteringene økte mer enn fastlands-BNP i disse årene men nådde først tilbake til 1987-nivået i 2007.

De kraftige utfallene i boligmarkedet av kriser påvirker norsk økonomi. Historien viser at økonomiske

⁷ Når offentlig forvaltning holdes utenom.

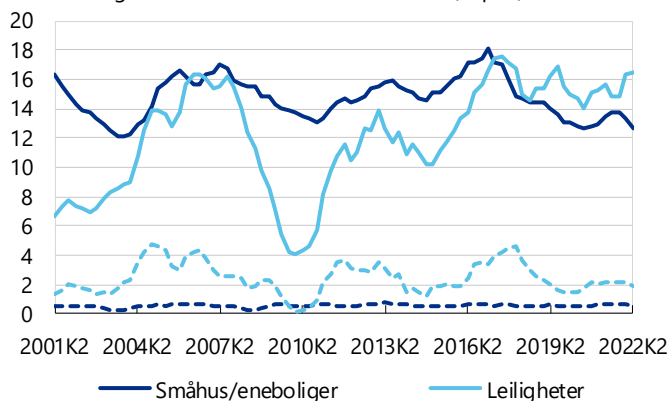
tilbakeslag som sammenfaller med finansielle forstyrrelser, enten hvor kredittmarkedene stopper opp eller boligprisene kollapser, er dypere enn tilbakeslag som ikke gjør det.⁸

I etterkrigsårene og frem til 1980 ble det til sammen bygget om lag en million nye boliger i Norge⁹. Antallet boliger økte sterkt i forhold til folketallet. Samtidig ble boligstandarden kraftig forbedret. Både størrelse og kvalitet på boligmassen økte år for år.

Etter andre verdenskrig var boligbehovet stort. I Finnmark og Nord-Troms var mesteparten av bebyggelsen nedbrent og ødelagt. Også mange andre steder i landet var mange hjem rasert. Før krigen hadde boligbyggingen vært lav over flere år, så fulgte fem år med byggestopp¹⁰. Tilgangen på bygningsmaterialer var begrenset i etterkrigsårene. Likevel ble det bygget relativt mange boliger i denne perioden. I første halvdel av 1950-årene ble det igangsatt i gjennomsnitt 38000 boliger per år. I årene som fulgte ble byggeaktiviteten redusert, og like høy igangsetting ble først nådd på slutten av 1960-tallet. Da hadde de store barnekullene født i årene etter andre verdenskrig nådd etableringsfasen.

Norge: Igangsetting etter bygningstype

Tusen boliger. 12 mnd. sum. Hele landet. Oslo (stiplet)



Kilde: Statistisk sentralbyrå / NHO

De fleste boligene som ble bygd på 1950-tallet hadde tre rom og kjøkken. På dette tidspunktet var det også begrensninger på å bygge énfamilieboliger. Fra 1960 og fram til slutten av 1980-tallet var det boliger med fire rom og kjøkken som utgjorde den største andelen av byggingen. Mot slutten av 1980-

tallet ble to- og treromsleilighetene igjen den dominerende leilighetsstørrelsen.¹¹

I dag bygges det om lag like mange eneboliger og småhus som leiligheter på landsbasis. Størstedelen av leilighetsbyggingen skjer i byområdene.

Boligeie

At flere skal kunne eie sin egen bolig har vært en sentral målsetning i norsk boligpolitikk i hele etterkrigstiden. Både Hurdalsplattformen og Solberg-regjeringens *Nasjonale strategi for den sosiale boligpolitikken (2021-2024)* trekker frem eierlinjen som et av de viktigste målene i boligpolitikken. Å eie egen bolig gir økonomisk trygghet. Forutsetningene for stabile og trygge boforhold er større for de som eier enn for de som leier bolig.

Solberg-regjeringens strategirapport beskriver bolig som *den fjerde velferdspilaren*, ved siden av helse, utdanning og arbeid. Boligen bidrar til tilhørighet, den gir fysisk trygghet, den skaper identitet, og den er en viktig sosial arena.

Tre av fire husholdninger i Norge eier boligen de bor i. Eierandelen gikk kraftig opp i siste halvdel av 1900-tallet. I 1960 bodde 65 prosent av husholdningene i eid bolig. I 1990 hadde andelen økt til 78 prosent. De fem siste årene har den falt litt. Nedgangen har i hovedsak kommet blant lavinntekts-husholdninger, og ses innenfor alle aldersgrupper.

Den norske boligeierandelen ligger høyt sammenlignet andelen i andre europeiske land, jf. figuren under. Eksempelvis er andelen selveie i Norge desidert høyest i Norden. Mens omkring 8 av 10 personer eier sin egen bolig i Norge, er tilsvarende andel i Danmark kun 6 av 10. Og utleie er en enda vanligere boform i Tyskland og Østerrike. Et annet trekk som fremkommer av figuren er at andelen boligeie med få unntak stiger jo lenger øst i Europa en kommer.

Andelen som leier er høyest blant unge, mens par over 45 uten hjemmeboende barn er gruppen med lavest andel leietakere. Mange vil med andre ord tilhøre både leiegruppen og eiegruppen i løpet av livet. Dette understøttes blant annet i en undersøkelse gjennomført av OsloMet i perioden 2008-2017. Undersøkelsen omfattet et utvalg personer bosatt i de

⁸ <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2011/wp1188.pdf>

⁹ St.meld. nr 12 (1981-82)

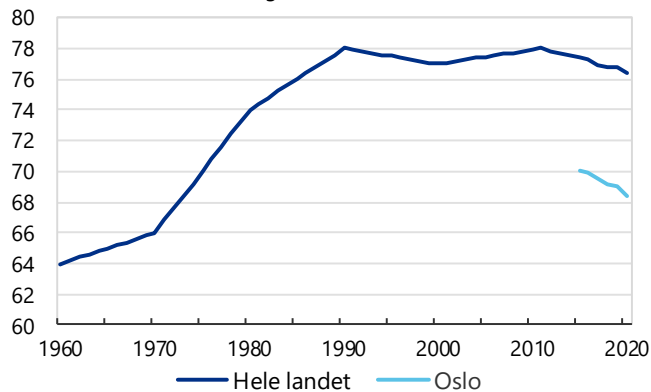
¹⁰ Gitmark, Hannah. Det norske hjem, kap. 3.

¹¹ <https://www.ssb.no/bygg-bolig-og-eiendom/artikler-og-publikasjoner/boligbyggingen-naar-toppen>

store byene som i 2008 hadde lav gjennomsnittsinntekt og status som leieboer. Fem år senere hadde godt over halvparten anskaffet seg eid bolig. Ytterligere fem år senere, i 2017, eide nærmere 77 prosent i utvalget sin egen bolig.¹²

Norge: Boligeie

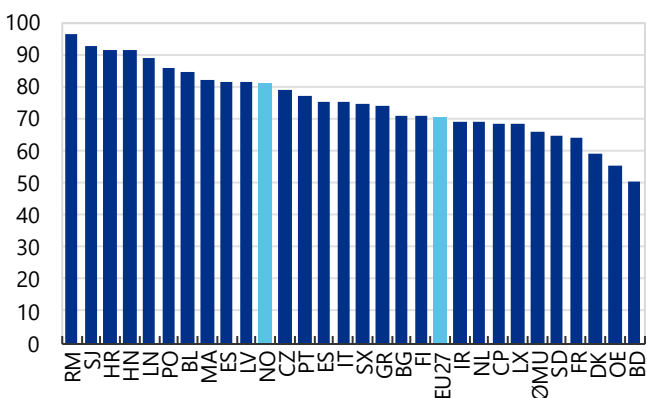
Prosentvis andel. Husholdninger



Kilde: Statistisk sentralbyrå / OECD, Affordable housing database / NHO

Europa: Andel boligeiere

Prosent. År: 2020



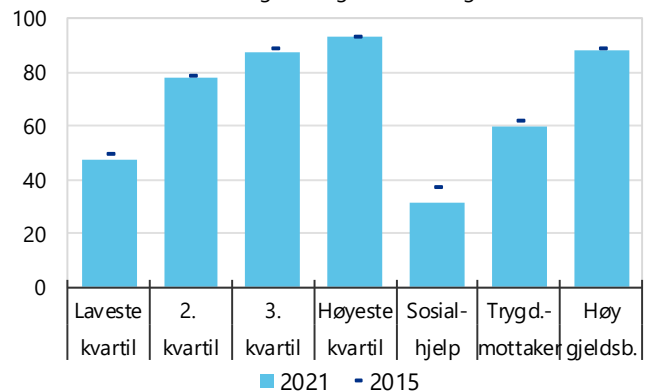
Kilde: Eurostat / NHO

Eierandelen er langt høyere i høyinntekts-husholdninger enn i lavinntekts-husholdninger. Bare halvparten av husholdningene i den laveste inntektskvartilen eier sin egen bolig. Blant sosialhjelpsmottakere er andelen enda lavere, og den har gått ned siden 2015.

Ifølge SSBs levekårsundersøkelse har personer som leier bolig oftere trangere og dårligere boforhold enn boligeiere. De har også lavere opplevd livskvalitet.¹³

Norge: Boligeie etter inntektsgruppe

Prosentvis andel som eier egen bolig. Husholdninger



Kilde: Statistisk sentralbyrå / NHO

3.2 Boligprisutviklingen siste 20 år

Boligprisene i Norge har økt nærmest sammenhengende de siste 20 årene, kun avbrutt av kortere perioder med prisfall. I Norge var realboligprisene, dvs. boligprisene relativt til konsumprisutviklingen, i første kvartal 2022 mer enn dobbelt så høye som i 2000. Det er lavere enn i New Zealand, Australia, Canada og Sverige, men godt over gjennomsnittet for OECD-land, jf. figuren under. Kjentegn ved Norge og disse andre landene har bl.a. vært sterk økonomisk vekst og relativt sett milde tilbakeslag i kjølvannet av finanskrisen i 2008, i tillegg til lavrentepolitikk. På lengre sikt er inntekts- og renteutvikling, så vel som befolkningsutvikling viktige drivere for boliggetterspørselen, mens byggeaktivitet er en viktig driver for boligtilbudet.

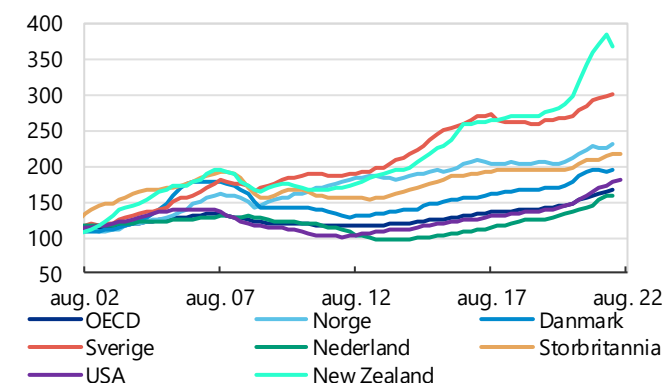
Ser man på den nominelle boligprisutviklingen relativt til utviklingen i husholdningenes disponible inntekter eller leiepriser fremstår boligprisveksten i Norge høy, men noe mer moderat enn realboligprisutviklingen. Det vil si at inntekter og leiepriser har vokst raskere enn konsumprisene. Imidlertid har disse alternative boligprisindikatorerne også økt mye. Det gir uttrykk for at bolig er blitt relativt dyrere (dvs. økt mer enn inntektene) og at bolig har vært relativt lønnsomt å investere i (dvs. boligprisene har økt mer enn leieprisene).

¹² Dyb, Evelyn. Tidsskrift for boligforskning, 1-2020.

¹³ <https://www.ssb.no/sosiale-forhold-og-kriminalitet/levetakar/artikler/leietakere-mindre-fornoyd-med-livet>

OECD: Realboligpriser

Indeks, 2000Q1=100

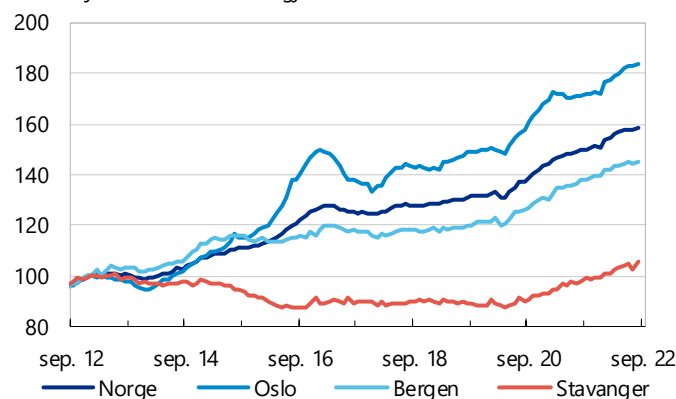


*Realboligpriser: Nominelle boligpriser deflatert med nasjonal konsumdeflator.
Kilde: Refinitiv Datastream / OECD Analytical House Price Indicators / NHO

Boligmarkedet og -prisene er imidlertid ikke upåvirket av den økonomiske aktivitetsutviklingen. Det kom godt til syne her hjemme under bankkrisen på slutten av 1980-tallet, under finanskrisen i 2008 og etter oljeprisfallet i 2013–14. I finanskrisen 2008 falt boligprisene 1,1 prosent på årsbasis, mens effektene på boligmarkedet etter oljeprisfallet var mer regionale, jf. figuren under. Den sterkere eksponeringen mot olje- og gassvirksomheten bidro til at aktiviteten falt og ledigheten økte på Sør-Vestlandet. Følgelig sank temperaturen i boligmarkedet med tilhørende fall i boligprisene. Boligprisene i Stavanger falt drøyt 10 prosent fra januar 2013 til januar 2017, ifølge Eiendom Norge. I samme periode holdt aktiviteten stand i andre deler av landet, og i kombinasjon med rentenedgangen fra 2015, bidro det til at boligprisene økte. Eksempelvis økte boligprisene i Oslo og Bergen hhv. nesten 50 prosent og 20 prosent.

Norge: Boligpriser

Indeks, jan.2013=100. Sesongjustert



Kilde: Refinitiv Datastream / Eiendom Norge / NHO

De siste årene under koronapandemien har boligprisveksten vært sterk, både i Norge, så vel som mange andre rike land. I august i år var norske boligpriser drøyt 19 prosent høyere enn i februar 2020. Tilsvarende har boligprisene i samme periode steget om lag 40 prosent i USA, 20 prosent i Storbritannia og 13 prosent i Sverige.

Bak utviklingen ligger forhold på etterspørsels- og tilbudssiden. Myndighetene stimulerte økonomien i form av inntektssikringsordninger, utvidede permitteringsordninger og lavere renter. Samtidig hadde husholdningene reduserte forbruksmuligheter. Husholdningenes sparing økte og boligetterspørselen var sterk. Samtidig var tilbudet av boliger relativt lavt. Det har bl.a. sammenheng med at smittevernrestriksjoner og forsinkede vareleveranser bidro til lav byggeaktivitet og ferdigstilling av boligprosjekter. Sterkere etterspørsel og en strammere tilbuds-side bidro således til å presse prisene opp.

3.3 Husholdningenes boligformue og -gjeld

Eierstrukturen og utviklingen i boligpriser og -gjeld har stor betydning for husholdningenes økonomi og forbruksmuligheter.

Boliggjeld

Norske husholdningers gjeld tilsvarer nærmere 2,5 ganger deres disponible inntekt. Dette er høyt både i historisk perspektiv, men også i forhold til andre land. Den høye husholdningsgjelden henger blant annet sammen med høye boligpriser og at en høy andel husholdninger eier sin egen bolig. Boligkjøp er den viktigste årsaken til at husholdninger tar opp lån. Det meste av gjelden til norske husholdninger er med pant i bolig.

Husholdningenes gjeldsbeholdning har økt kraftig de siste 40 årene. I 1980 utgjorde husholdningenes gjeld om lag 90 prosent av deres disponible inntekt. I 2021 var andelen vokst til 230 prosent. Gjeldsveksten har særlig vært høy etter årtusenskiftet. Denne tilveksten har i stor grad kommet i yngre aldersgrupper.¹⁴

Norges Bank peker på at nedbetalingsmønsteret også har endret seg etter år 2000. Tidligere var det et tydelig mønster at gjelden steg i etableringsfasen, for senere å bli nedbetalt. Etter årtusenskiftet er dette mønsteret endret i retning av at når et årskull

¹⁴ <https://www.norges-bank.no/bankplassen/arkiv/2018/har-dagens-husholdninger-et-mer-lossluppet-forhold-til-gjeld/>

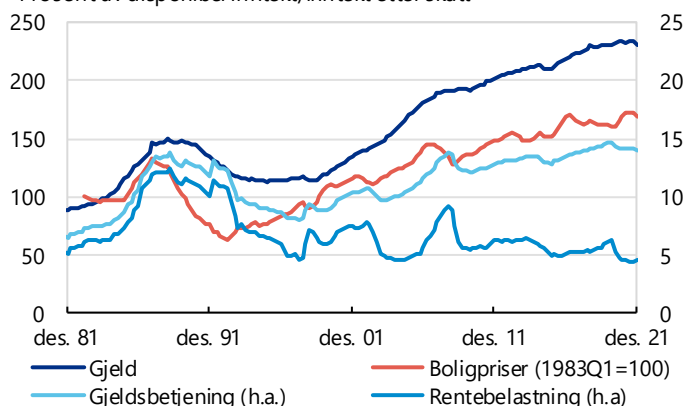
har kommet opp på høye gjeldsnivåer, drar de det med seg i resten av livsløpet.

Selv om gjelden har økt kraftig, har ikke kostnadene knyttet til å betjene gjelden økt på langt nær like mye. Årsaken til dette er at rentenivået de senere årene har vært lavt og at de fleste husholdninger har flytende rente. Rentebelastningen, målt ved husholdningenes renteutgifter i forhold til inntekt, var omtrent på samme nivå i 1980 som i 2021. Sammenlignet med år 2000 har rentebelastningen falt litt. Dette til tross for at gjelden har doblet seg i forhold til disponibel inntekt i perioden. Den samlede kostnaden knyttet til å betjene lånene, som også inkluderer avdragene, har imidlertid økt i perioden, men ikke på langt nær så mye som gjelden.

Siden årtusenskiftet har boligprisene vokst nær, men ikke like mye, som husholdningenes gjeldsbeholdning, jf. figuren under. Boligprisveksten har hatt betydning for gjeldsveksten, se nærmere omtale under avsnitt 3.4. Samtidig har også husholdningenes evne og vilje til å ta opp mer gjeld hatt betydning for boligprisveksten.

Husholdninger: Gjeld og boligpriser

Prosent av disponibel inntekt/inntekt etter skatt



Kilde: Norges Bank, PPR 2022-1 / NHO *Boligpriser: % av disp. innt. per innb.

Høy gjeld gjør husholdningene sårbare for fall i boligprisene eller renteøkninger, og øker risikoen for at de må stramme inn på forbruket. Gjeldsgraden varierer mye i forhold til alder, og er nært knyttet opp til hvor lenge det er siden man kjøpte bolig. Det er dermed også store variasjoner i hvor sårbare husholdninger er i forhold til endringer i inntekt, lånekostnader og boligprisfall. Lavere utlånsrenter har gjort det mulig for husholdningene å ta opp mer

gjeld, og dette har bidratt til å trekke boligprisveksten opp.

Norges Bank vurderer høy gjeld i husholdningene som den viktigste sårbarheten i det norske finansielle systemet¹⁵, det samme gjør Finanstilsynet.¹⁶ Tilsvarende vurderer IMF at norske bankers høye eksponering mot innenlands boliglån er en sentral sårbarhet for det norske finansielle systemet¹⁷.

Boligforskriften

Den sterke veksten i gjeld og boligpriser førte til at Finansdepartementet i 2015 fastsatte en forskrift som regulerer bankenes utlånspraksis for lån med pant i bolig. Boliglånsforskriften har senere blitt videreført og endret tre ganger, sist i 2020. Gjeldende forskrift har virkning til 2024, og skal evalueres av Finanstilsynet i løpet av høsten 2022.

Boliglånsforskriften stiller blant annet krav til kundens betjeningsevne, samlede gjeld i forhold til inntekt (gjeldsgrad) og lånets størrelse i forhold til boligens verdi (belåningsgrad). Det er opp til banken å vurdere den enkelte lånesøknad. For å sikre at bankene fortsatt skal kunne utvise skjønn i enkeltsaker, åpner forskriften for at en viss andel av bankens utlån kan bryte med enkeltkravene i forskriften. Det er fastsatt to uavhengige fleksibilitetskvoter, en for Oslo kommune og en for resten av landet. Utenfor Oslo er fleksibilitetskvoten 10 prosent av utlånsvolumet hvert kvartal, mens den i Oslo er 8 prosent. Bankene har adgang til å benytte fleksibilitetskvoten dersom de ønsker å tilby lån utover de kravene som forskriften stiller.

Ifølge Boliglånsforskriften skal bankene i sin kredittvurdering ta hensyn til at husholdningenes inntekt skal dekke alminnelige levekostnader før de dekker renter og avdrag. Ved beregningen av kundens betjeningsevne skal bankene legge til grunn en rente som er 5 prosentpoeng høyere enn det aktuelle rentenivået.¹⁸

Boligformue

I 2020 utgjorde boligformuen om lag 7300 milliarder kroner. Det tilsvarer 4,5 ganger husholdningenes samlede disponible inntekt. Den øvrige formuen, som i hovedsak består av finansformue, utgjorde om lag 3900 milliarder. Samme år hadde norske husholdninger oppunder 4000 milliarder

¹⁵ Norges Bank: Finansiell stabilitet 2021

¹⁶ Finanstilsynet: Finansielt utsyn juni 2022

¹⁷ IMF: Norway Financial Stability Assessment 2020

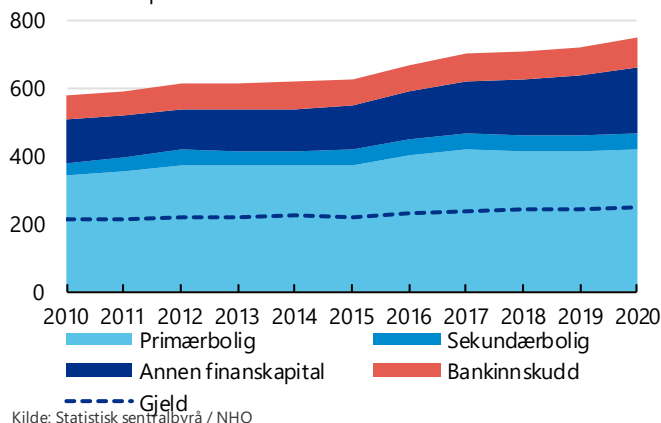
¹⁸ Finansdepartementet, 2021

kroner i gjeld. Både gjeld og formue har økt som andel av disponibel inntekt siden 2010. Boligformuen har økt noe mer enn gjelden i denne perioden.

Husholdningenes boligformue er langt høyere enn deres gjeld. Verdien av husholdningenes samlede boligformue avhenger av den samlede privateide boligmassen og den til enhver tid gjeldende markedsprisen for bolig.

Husholdningenes formue og gjeld

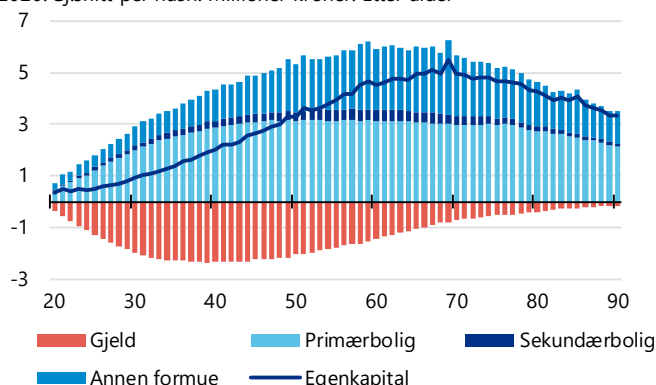
Prosent av disponibel inntekt



Kilde: Statistisk sentralbyrå / NHO

Husholdninger: Formue og gjeld

2020. Gj.snitt per hush. Millioner kroner. Etter alder



Kilde: Norges Bank, DNFS 2022 / NHO

Det er store variasjoner i husholdningenes nettoformue mellom ulike aldergrupper. Figuren over viser tall for formue og gjeld i husholdninger etter hovedinntektshavers alder. Husholdninger i 20-årsalderen har relativt lite boligkapital og gjeld. Deretter øker både boligformuen og gjelden mye frem til midten av 30-årene. I gjennomsnitt pr. husholdning har 35-åringene primærboligformue på rundt 2,5 millioner og gjeld rundt 2,3 millioner. Etter fylte 40 reduseres gjelden, mens boligformuen holdes rela-

tivt uendret frem til pensjonsalder. Samtidig øker finansformuen mye. 65-åringene har boligformue på 3,5 millioner, gjeld på 1 million og en gjennomsnittlig finansformue på over 2 millioner i gjennomsnitt, hvorav rundt 850 tusen kroner er bankinnskudd. Slike gjennomsnittsmål gir ikke nødvendigvis et godt bilde av hva som er "normalt". Ettersom det er store forskjeller i inntekter og formue husholdninger imellom.

3.4 Drivere for utviklingen i boligprisene

Boligprisene bestemmes av tilbudet av og etterspørselen etter boliger. Samtidig påvirkes også etterspørselen og tilbudet av boligprisene. Etterspørselen etter bolig påvirkes av den demografiske utviklingen og husholdningenes betalingsevne. Husholdningenes betalingsevne bestemmes av utviklingen i inntekter og formue, kreditttilgang, utlånsrenter og andre forhold som påvirker bokostnader. I tillegg avhenger betalingsviljen av hvordan bolig vektlegges i forhold til andre konsumgoder og -investeringer¹⁹.

De makroøkonomiske driverne for utviklingen i boligprisen er identifisert som utvikling i husholdningenes inntekt, formue, gjeld, og realrente. Den empiriske litteraturen har vist at det kan være avvik mellom den langsiktige sammenhengen og boligprisutviklingen dersom økonomien utsettes for sjokk, se (Boug m.fl., 2021).²⁰

Høyere utlånsrenter gir lavere boligpriser

Husholdningenes etterspørsel etter boliger påvirkes av rentenivået. Høyere rente gjør det dyrere å finansiere boligkjøp, og øker alternativkostnaden ved å eie bolig. Alt annet like vil økt rente redusere bolig- etterspørselen, og redusere boligprisene. Økt rente reduserer disponibel inntekt for husholdninger som har netto gjeld. Hvis gjeldsnivået i økonomien er høyt, øker gjennomslaget fra styringsrenten og boligprisene går mer ned. Økt rente reduserer også aktiviteten i økonomien, og reduserer husholdningenes disponible inntekt ytterligere, som forsterker prisnedgangen. Generelt har renten de siste 25 årene bidratt til å stabilisere boligpriser og gjeld, men når økonomien utsettes for slike sjokk kan det ta om lag 6 år før de er tilbake på likevektsnivå (Boug m.fl., 2021).

¹⁹ Etter pandemien er for eksempel boligkonsum mer vektlagt enn før, se (Lindquist et al., 2021)¹⁹.

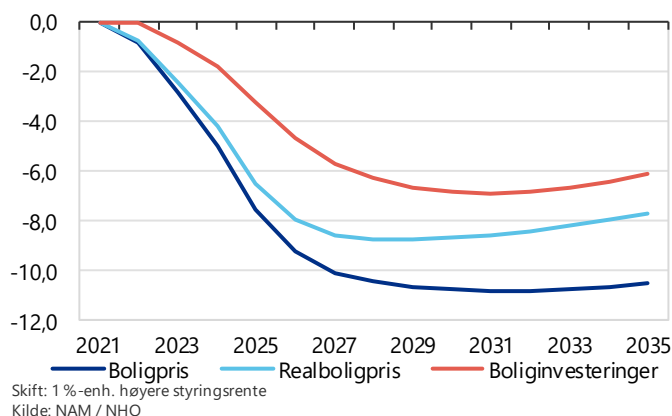
²⁰ Boug mfl.

Boligprisene har historisk respondert kraftig på endringer i styringsrenten, og deler av boligprisveksten de senere årene kan tilskrives lavere renter. Norges Bank oppsummerer i PPR 2/21 ulike anslag på hvor mye boligprisene responderer på 1 prosentpoeng endring i renten. Anslagene varierer fra 5 prosent endring i Mæhlum og Ingholt (2020) til 14 prosent i Anundsen (2019), mens flertallet ligger i området 10-11 prosent. På den andre siden viser en av studiene (Anundsen og Jansen, 2013), at effekten på boligprisene på lang sikt går mot null, fordi renten og prisen også påvirker tilbudet av boliger.

Figuren nedenfor viser hvordan boligprisene og boliginvesteringene responderer på et 1 prosentpoeng varig endring styringsrenten i NAM, som er den kvartalsvise makromodellen vi bruker. NAM beregner et fall i boligprisene på om lag 11 prosent ved en varig renteheving på 1 prosentpoeng. Dette er i tråd med resultatene henvist til i Norges Bank. Effekten av økt rente er uttømt først 6-7 år etter at renten ble satt opp. Figuren viser også at boliginvesteringene faller, både som følge av at lavere boligpriser gjør det mindre attraktivt å bygge boliger for salg, og at økt rente gjør det dyrere å finansiere boliginvesteringer.

Norge: Boligpriser og -investeringer

Awik fra referansebanen i prosent



Forsterkende mekanisme mellom boligpris og gjeld

Husholdningenes gjeld og boligpriser påvirker hverandre gjensidig. Ettersom husholdningene finansierer boligkjøp med lån, vil høyere priser kreve høyere gjeldsopptak for å finansiere boligene. Når boligprisene stiger vil panteverdien på allerede eksisterende boliger øke, noe som øker lånekapasiteten til husholdningene. Høyere boligpriser vil også gi bankene

bedre sikkerhet for allerede utstedte boliglån, noe som kan bidra til å øke kredittviljen til bankene. Dette gjensidige forholdet mellom boligpriser og gjeld er relativt veldokumentert i litteraturen²¹. En slik såkalt akseleratormekanisme er også innarbeidet i vår makromodell NAM.

Høyere boligpriser gir økt formuesverdi

Utviklingen i husholdningenes inntekter og formue er bestemmende for deres muligheter til å kjøpe varer og tjenester, og for deres boligetterspørsel.

Ettersom en stor andel av husholdningenes formue er eierskap av bolig, vil høyere boligpriser øke deres formuesverdi. Deler av formuesøkningen vil de ønske å omsette i økt konsum, som dermed øker husholdningenes etterspørsel etter varer og tjenester. I vår makromodell NAM anslås konsumelastisiteten for inntekt og formue til henholdsvis 0,61 og 0,18²². Den empiriske identifiseringen av formue som en egen faktor i den norske konsumfunksjonen kom etter re-estimering av forbruksfunksjonen etter bolig- og bankkrisen på begynnelsen av 1990-tallet. Brodin og Nymoene (1992) etablerte den grunnleggende sammenhengen, og denne er senere blitt bekreftet i flere studier, se Norges Banks oppsummering²³.

Studier på norske data som skiller mellom husholdningenes boligformue og finansformue, kommer til at endringer i boligformuen gir mindre utslag i konsumet enn endringer i finansformuen. Andersen m. fl. (2016) og Landsem (2016) finner at et fall i boligformuen på 10 prosent reduserer konsumet med i underkant av 1 prosent. Samtlige av disse studiene benytter tidsseriemodeller.

Høyere boligpris gir økt tilbud

Utviklingen i boligprisene er bestemmende for boligbyggingen og samlet tilbud av boliger. Høyere boligpriser vil, alt annet likt, bidra til økt boligbygging på grunn av bedret lønnsomhet. Samtidig vil et høyere tilbud av nye boliger på lang sikt isolert sett virke dempende boligprisene, fordi det reduserer presset på boligmarkedet.

Endringer i tilbudet av boliger bestemmes av nybygging og avgang av eksisterende boliger. Avgang kan dreie seg om brann, rivning eller bruksendring. Ettersom boligbyggingen utgjør lite i forhold til den

²¹ Aanundsen og Jansen (2013)

²² Bårdsen/Nymoene. <https://normetrics.no/nam/>

²³ Grindaker/Norges Bank Staff memo 11/1017

eksisterende boligmassen, vil det samlede tilbudet av boliger på kort sikt endre seg relativt lite.

Byggingen av nye boliger påvirkes blant annet av prisvurderinger, byggekostnader og tilgang på innsatsfaktorer og kreditt. I tillegg kommer andre fysiske og regulatoriske begrensninger for bygging. Siden det tar tid å bygge boliger vil størrelsen på boligmassen til enhver tid være bestemt av beslutninger som er tatt tidligere.

I Norge er det dokumentert en positiv sammenheng mellom igangsetting av boliger og den relative prisforskjellen mellom boligpriser og aksjekurser (NAM). Hvis boligprisene øker i forhold til utviklingene i aksjekursene, øker igangsettingen av boliger alt annet likt, fordi den relative lønnsomheten øker. Høye boligpriser relativt til aksjekurser kan også være forbundet med høy boliggetterspørsel, som i seg selv øker insentivene for bygging.

I tillegg til den relative boligprisutviklingen, er det en langsiktig sammenheng mellom antall igangsatte boliger, nasjonalt lønnsnivå og private husholdningers inntekt. Det nasjonale lønnsnivået påvirker byggekostnadene, høyere lønnsnivå gir høyere arbeidskraftskostnader i byggenæringen og lavere investeringer. Motsatt gi høyere lønnsnivå høyere disponible inntekter hos husholdningene, som igjen øker etterspørselen etter bolig og høyere investeringer.

3.5 Boligmarkedet, historisk utvikling og konjunkturer

Finansielle ubalanser og boligmarkedet

Den gjensidige forsterkende sammenhengen mellom boligpriser og gjeld, kan på lang sikt bidra til oppbygging av finansielle ubalanser og føre til nedgangstider. Historien viser at økonomiske tilbakeslag som sammenfaller med finansielle forstyrrelser, enten hvor kredittmarkedene stopper opp eller boligprisene kollapser, er dypere enn tilbakeslag som ikke gjør det.²⁴

Finansmarkedet kan bidra til økte realøkonomiske svingninger, gjennom den såkalte "finansielle akseleratoren", som blant annet har gjort seg gjeldende i utviklingen av boligprisene og husholdningenes gjeld. Dette er nærmere beskrevet i avsnitt 3.4. En fremtredende mekanisme ved denne er betydningen av aktivapriser. Høyere aktivapriser i et oppsving gir

større lånekapasitet for bedrifter og konsumenter, og dette støtter opp under høyere lånefinansiert vekst. Samtidig vil fallende aktivapriser i nedgangstider redusere lånekapasiteten, som slik kan forsterke nedturen.²⁵

Dereguleringen av boligmarkedet på 1980-tallet førte til store finansielle ubalanser, som i neste omgang påvirket realøkonomien i mange land. Se for eksempel Mian m.fl. (2013), Leamer (2015) og Boug m.fl. (2021).

Eksempler på norske ubalanser i boligmarkedet og overføring til realøkonomien, er den norske bankkrisen 1988-1993 og finanskrisen i 2008. Et ledd i opptakten til den norske bankkrisen kom da Willoch-regjeringen opphevet prisreguleringen på aksjeleiligheter og frittstående borettslag 1. september 1982. Da kredittmarkedene også ble deregulert i 1984, økte tilgangen på lån. Kombinasjonen av disse tiltakene fikk store konsekvenser for økonomien.

Dereguleringen ga grobunn for en kraftig kreditt ekspansjon, både til næringslivet, konsum i husholdningene og boligkjøp. Husholdningenes sparerate var i flere år negativ, og økte låneopptak ble muliggjort av høy vekst i boligprisene. Fra og med 1984 vokste bankenes utlån til publikum reelt mer enn 20 prosent, flere år på rad. Da konjunkturuomslaget kom mot slutten av tiåret, som følge av oljeprisfall og tilstramming av finanspolitikken, begynte antallet konkurser og arbeidsledigheten å stige. Samtidig økte også husholdningenes reelle kapitalkostnader knyttet til boligeie betydelig, som følge av lavere prisvekst og reduserte skattefradrag. Dette ga et kraftig fall i boligprisene, som falt 30 prosent fra 1987 til 1993. Til tross for kraftig boligprisfall og økende mislighold, fikk bankene beskjedne tap på boliglån, sammenlignet med tapene knyttet til næringslån. Krisen illustrerer godt hvordan boligmarkedet påvirker og påvirkes blant annet av reguleringer, konjunkturer og tilgang på kreditt.

Kriser fører imidlertid ikke alltid til store ubalanser i boligmarkedet. Så langt er koronapandemien et eksempel på det. Pandemien førte til en stor nedgang i norsk økonomi, men det har vært høy aktivitet og høy prisvekst i boligmarkedet. Det må ses i sammenheng med flere forhold. Ved inngangen til pandemien, mars 2020, var boligprisene på et nivå

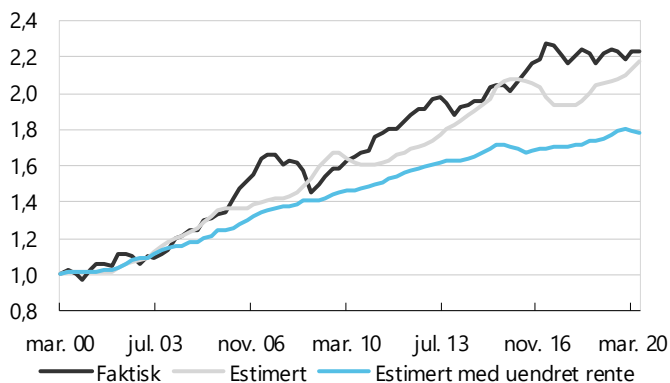
²⁴ <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2011/wp1188.pdf>

²⁵ <https://cepr.org/sites/default/files/BGG%201999%20Handbook%20chapter.pdf>

som lot seg forklare med fundamentale forhold, så som gjeld, inntekt, boligkapital og realrente. Det reduserte sannsynligheten for at pandemien ville føre til store fall i boligprisene. I tillegg ble inntektssikringsordningene utvidet, slik at husholdningenes inntekter ble holdt oppe. Smittevernrestriksjoner har også bidratt til å endre preferansene i boligmarkedet mot fra større leiligheter til eneboliger se Lindquist m.fl. (2021).²⁶ De mener at det har bidratt til at etterspørselen etter bolig har tatt seg ytterligere opp under pandemien og ført til økt prispress.

Norge: Realboligpris

1. kvartal 2000 = 1



Kilde: Statistisk sentralbyrå/Norges Bank, PPR 3-2020/NHO

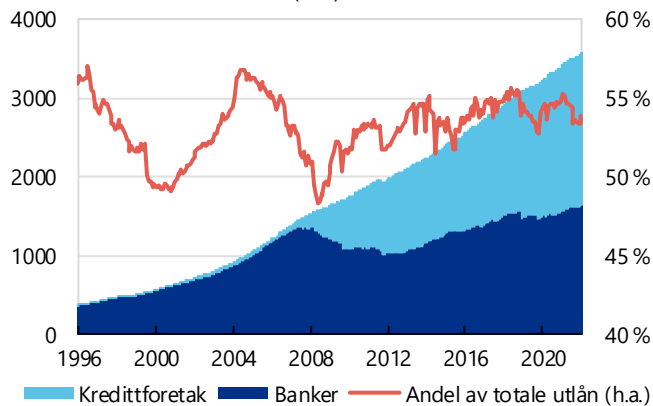
Det er også enkelte strukturelle sårbarheter i norsk økonomi, knyttet til hvordan bankene organiserer og finansierer utlån til bolig gjennom kredittforetak og utstedelse av obligasjoner med fortrinnsrett. Selv om husholdningenes boliggjeld har økt mye over tid, har andelen av bankenes utlån som går til husholdningssektoren holdt seg stabil. Det kan skyldes bl.a. at også prisen på næringseiendom har steget. Som vist i figuren under, har utlånsveksten til husholdninger siden 2007 stort sett kommet fra kredittforetak. Kredittforetak er finansforetak med særlig konsesjon, som gir utlån til spesielle formål. De fleste kredittforetakene finansierer virksomheten sin ved å utstede obligasjoner med fortrinnsrett (OMF). Det er 24 kredittforetak med tillatelse til å utstede OMF i Norge, hvorav 20 yter boliglån. Disse omtales som boligkredittforetak. Alle disse er eid av en eller flere banker. OMF er obligasjoner som har sikkerhet blant annet i kredittforetakets lån med pant i bolig. Fordi obligasjonene har denne sikkerheten, er de mindre risikable enn øvrige obligasjoner utstedt av banker og kredittforetak. Dermed vil investorer

²⁶ Lindquist, K.-G., Mælhum, S., Vatne, B. H., & Wold, E. G. (2021). Boligmarkedet i pandemiåret 2020. Staff Memo Norges-Bank, 6.

kreve lavere rente for å låne til kredittforetakene, som reduserer finansieringskostnadene for disse foretakene. Dette kan i tur muliggjøre lavere utlånsrenter til forbrukerne.

Utlån til husholdninger

Mrd kr. Prosent av totale utlån (h.a.)



Kilde: Statistisk sentralbyrå / NHO

Ifølge Norges Bank utgjør OMF om lag to tredeler av bankenes og kredittforetakenes markedsfinansiering. Samtidig eier bankene 60 prosent av OMF som er utstedt i det norske markedet.²⁷ At bankene ønsker å holde store mengder OMF, henger blant annet sammen med at de kan brukes for å oppfylle likviditetskrav og at de kan stilles som sikkerhet i Norges Bank. Denne typen krysskoblinger kan gi opphav til sårbarheter i det finansielle systemet. Dersom flere banker får et likviditetsbehov hvor de blir tvunget til å selge disse verdipapirene, kan verdien på OMF-ene falle. Det vil ikke bare ramme bankene som er tvunget til å selge, men også andre banker som har tilsvarende papirer på balansen. Dermed må bankene nedskrive verdiene på disse, og kan gå på store tap. Dette vil forsterkes dersom likviditetsproblemer inntreffer samtidig som et boligprisfall, som reduserer verdien på den underliggende sikkerhetsmassen. Som følge av blant annet slike koblinger mellom bankene, har Finanstilsynet fastsatt høyere krav til egenkapital i bankene (høyere systemrisikobuffer) enn minstekravene i EU-regelverket.

Boligmarkedet og pengepolitikken

Som omtalt i kapittel 3.4, påvirkes boligmarkedet av rentenivået, og dermed også pengepolitikken. Boligmarkedet har også betydning for gjennomslaget fra sentralbankens styringsrente ut i økonomien. En av

²⁷ Norges Bank: Finansiell stabilitet 2021

de sentrale kanalene pengepolitikken virker gjennom, er ved at endringer i sentralbankens styringsrente påvirker samlet etterspørsel. Samlet etterspørsel påvirker videre utviklingen i produksjon, sysselsetting og priser, som er målene sentralbanken styrer etter.

Rentekanalene til samlet etterspørsel er hvordan endringer i renten påvirker konsum og etterspørsel. Høyere renter gjør det mer attraktivt å spare, og mindre attraktivt å låne. Dermed reduserer husholdningene sin etterspørsel etter varer og tjenester når renten stiger. Dette vil sin i tur redusere bedriftenes behov for ny kapasitet, og redusere bedriftenes investeringssetterspørsel. Også husholdningenes etterspørsel etter boliger påvirkes av rentenivået. Høyere rente gjør det dyrere å finansiere boligkjøp, og øker alternativkostnaden ved å eie bolig. Alt annet like vil økt rente redusere boligsetterspørselen, og redusere boligprisene. På sikt påvirker dette byggeaktiviteten og boliginvesteringene. Hvor sterkt husholdningenes etterspørsel etter boliger responderer på endringer i renten, vil avgjøre hvor mye boligprisene påvirkes. Som omtalt ellers, vil økte boligpriser på sikt gi utslag i økt byggeaktivitet og som øker samlet etterspørsel.

Kontantstrømkanalen er hvordan økt rente reduserer disponibel inntekt for husholdninger som har netto gjeld. Hvis gjeldsnivået i økonomien er høyt, øker gjennomslaget fra styringsrenten gjennom kontantstrømkanalen. Som omtalt i kapittel 3.1 eier tre av fire husholdninger sin egen bolig. Boligkjøp må som regel lånefinansieres, og boligkjøp er den største kilden til husholdningenes gjeld. Ved utgangen av 2021 bestod 92 prosent av bankenes og kredittforetakenes utlån til husholdninger av lån med pant i bolig ifølge tall fra SSB. I Norge har husholdningene en sterk preferanse for boliglån med flytende rente. Kun 5 prosent av volumet av utestående lån med pant i bolig har fast rente. Det betyr at endringer i rentenivået slår umiddelbart ut i husholdningenes rentekostnader og disponible inntekt. Dermed vil de raskere måtte stramme inn på forbruket sitt når renten heves, enn om de i stedet hadde fast rente på lånet. I tillegg er gjeldsnivået i Norge høyt, som øker gjennomslaget via kontantstrømkanalen ytterligere.

Formueskanalen er hvordan endringer i renten påvirker husholdningenes etterspørsel ved å påvirke husholdningenes formue. Hvis sentralbanken setter ned renten, vil dette gjøre det mer attraktivt å eie aktiva som gir en fremtidig inntjening, slik som obligasjoner, aksjer og eiendom. Det skyldes at fremtidig inntjening fra disse eiendelene blir mer attraktive sammenlignet med å investere til en lavere rente i dag. Det vil i tur øke verdien på slike eiendeler.

Når eiendelene blir mer verdt, øker husholdningenes formue. Deler av formuesøkningen vil de ønske å omsette i økt konsum, som øker husholdningenes etterspørsel etter varer og tjenester. Ettersom en stor andel av husholdningenes formue er eierskap av bolig, er utviklingen i boligprisene trolig det viktigste bidraget til etterspørselsendringer via formueskanalen. Når boligprisene stiger vil dette redusere husholdningenes behov for øvrig sparing til fremtidig forbruk. Høyere boligpriser muliggjør også at husholdningene kan øke belåningen på sin eksisterende bolig for å finansiere løpende konsum.

3.6 Skatt på bolig

Eierlinja, dvs. et mål om at flest mulig skal eie sin egen bolig, har preget boligpolitikken siden etterkrigstiden. Dette ser man tydelig i skattepolitikken. Egen bolig har mange skatteunntak. Selv om det også er flere andre tiltak rettet mot å styrke husholdningenes stilling i boligmarkedet, for eksempel ulike låneordninger og reguleringer, vil vi her holde oss til skattepolitikken.

Skatteregler for bolig

Egen bolig har en rekke unntak og fordeler både i inntektsbeskatningen og formuesskatten. Utgangspunktet i kapitalbeskatningen er at all inntekt (løpende inntekt/avkastning og gevinster) skal skattlegges som alminnelig inntekt med en sats på 22 prosent.²⁸ I skattegrunnlaget gis det fradrag for relevante kostnader og inngangsverdi når det skal beregnes gevinst eller tap ved realisasjon.

En vanlig definisjon på en aktørs inntekt over en bestemt periode er verdien av det som kan konsumeres over perioden uten at formuen reduseres. En bolig (eller fritidseiendom) gir eier konsummuligheter, og dermed en form for inntekt, enten boligen brukes

²⁸ Aksjeutbytte og -gevinster oppjusteres med en faktor på 1,6, slik at skattesatsen på aksjonærens hånd blir 35,2 prosent.

av eier selv eller eier mottar kompensasjon (leie) for andres bruk av boligen. I økonomisk forstand er inntekten den samme i begge anvendelser. I et nøytralt system vil boliginntekten skattlegges som annen kapitalinntekt, både ved egen bruk og ved andres bruk.

Inntekten ved egen bruk, eller fordelen ved å bo i egen bolig, har vært skattefri siden 2005. Før dette var det en delvis beskatning av denne inntekten.

Utleieinntekt fra egen bolig er skattefri dersom eieren bruker minst halvparten av boligen selv. «Minst halvparten» avgjøres ut fra boligens utleieverdi på det frie markedet. Det vil si at utleieverdien av den utleide delen av boligen må være lavere enn tenkt leieverdi fra den delen eieren selv bor i. Det gjelder også et skattefritak når hele eller en større del av boligen leies ut for inntil 20 000 kroner i inntektsåret. Fra 2018 gjelder det egne regler for korttidsutleie (leieforhold inntil 30 dager) av egen bolig. Inntekter fra slik utleie er skattepliktige dersom de samlet overstiger 10 000 kroner i inntektsåret.

Gevinst ved salg av egen bolig er fritatt for skatt dersom boligen har vært eid mer enn ett år og brukt som egen bolig i minst ett av de to siste årene før salget. For fritidseiendom er gevinsten fritatt for skatt dersom fritidseiendommen har vært eid i mer enn fem år og brukt som egen fritidseiendom i minst fem av de siste åtte årene før salget. Tap er fradragsberettiget i den utstrekning eventuell gevinst ville vært skattepliktig.

Selv om inntekt og gevinst fra egen bolig ikke er beskattet, gis det likevel fullt fradrag for gjeldsrenter i grunnlaget for skatt på alminnelig inntekt.

I Norge har vi også en formuesskatt, som er en skatt på netto formue, dvs. verdien av formuen fratrukket gjeld. Det gis et bunnfradrag på 1,7 mill. kroner (3,4 mill. kroner for ektepar). Satsen på netto formue over bunnfradraget og opp til 20 mill. kroner er 0,95 prosent. Netto formue over 20 mill. kroner skattlegges med en sats på 1,1 prosent. Den skattemessige verdien av formuesobjektene skal i utgangspunktet være lik markedsverdi, men flere formuesobjekter verdsettes til dels betydelig lavere enn markedsverdi. Primærbolig (boligen en bor i) er verdsatt til 25 prosent av beregnet markedsverdi. Sekundærbolig er derimot verdsatt til 95 prosent av beregnet markedsverdi. Aksjer og driftsmidler er verdsatt til 75 prosent av markedsverdi eller bokførte verdier.

Fritidseiendommer og bolig i utlandet verdsettes etter egne regler, og verdiene er ofte vilkårlige og svært lave. Bankinnskudd inngår med full markedsverdi i formuesgrunnlaget. Gjeld tilordnet primærbolig er verdsatt fullt ut. For andre eiendeler med verdsettelsesrabatt (næringseiendom, sekundærboliger, aksjer og driftsmidler) reduseres tilordnet gjeld med samme formelle presentsats som eiendelen. Gjelden fordeles forholdsmessig ut fra hvor stor andel de ulike formuesobjektene utgjør av brutto formue.

Oversikt over verdsetting av ulike formuesobjekter for formuesskatten i 2022

	Verdsetting eiendel ¹	Verdsetting gjeld ²
Bankinnskudd	100 pst.	100 pst.
Primærbolig	25 pst.	100 pst.
Sekundærbolig	95 pst.	95 pst.
Fritidseiendom	Maks 30 pst. ³	100 pst.
Aksjer og driftsmidler	75 pst.	75 pst.

¹ I prosent av anslått markedsverdi eller brutto formuesverdi der markedsverdi ikke kan anslås.

² Gjeld tilordnes forholdsmessig ut fra hvor stor andel de ulike formuesobjektene utgjør av brutto formue.

³ For nyoppførte fritidsboliger skal formuesverdien verken overstige 30 prosent av eiendommens kostpris inkludert grunn eller 30 prosent av eiendommens markedsverdi. Mange eldre fritidsboliger svært lave formuesverdier. Nytt verdsettelsessystem har vært på høring.

Kilde: Finansdepartementet

På den annen side er det mange kommuner som har lokal eiendomsskatt på bolig, og det er dokumentavgift ved overdragelse av eiendom. Men dette gjelder ikke alle boliger. Dokumentavgift er en avgift som skal betales ved tinglysing av dokument som overfører hjemmel til fast eiendom. Dokumentavgiften utgjør 2,5 prosent av eiendommens salgsverdi. Avgiftsplikten gjelder for selveide eneboliger, tomannsboliger, eierseksjoner og sameieandeler, men ikke for eiendommer organisert som borettslag.

Innenfor rammene av eieendomsskattelova bestemmer kommunene utstrekning og omfang av eieendomsskatten. Loven setter blant annet grenser for hvilke eiendommer som kan ilegges eieendomsskatt og hvilken skattesats som kan vedtas. I 2022 har 235 av 356 kommuner eieendomsskatt på bolig. Eiendomsskatten skal beregnes ut fra en estimert markedsverdi for eiendommen. Kommunen kan enten estimere en markedsverdi selv, eller ta i bruk de beregnede markedsverdiene som benyttes i formuesskatten. På grunn av reduksjonsfaktorer og bunnfradrag vil eieendomsskattegrunnlaget være lavere enn markedsverdien. Eiendomsskatteloven sier at skatten skal ligge mellom 1 og 7 promille av eieendomsskattegrunnlaget. For boliger og fritidsboliger kan satsen ikke overstige 4 promille av eieendomsskattegrunnlaget.

Kjøp og utleie av boliger ligger utenfor merverdiavgiftssystemet, se Boks 1.3.

Hvilke konsekvenser har dette?

Skattefavouriseringen av bolig har mange konsekvenser. For det første innebærer underbeskatningen tapte inntekter for staten.

Hvert år publiserer Finansdepartementet en oversikt over netto skatteutgift knyttet til lempeligere beskatning av bolig og fritidseiendom.²⁹ Beregning av skatteutgifter og skattesanksjoner for formuesobjekter gjennomføres ved å sammenligne skattleggingen av det aktuelle objektet med skattleggingen av bankinnskudd. Bankinnskudd er dermed referanseobjektet. Bankinnskudd inntektsbeskattes fullt ut ved at samtlige renteinntekter inngår i alminnelig inntekt. I formuesskatten blir bankinnskudd og tilordnet gjeld verdsatt til 100 pst. av innestående beløp. Dokumentavgiften og eieendomsskatten regnes som skattesanksjoner, fordi de isolert sett innebærer en strengere beskatning av bolig enn av bankinnskudd. Netto skatteutgift for 2021 er anslått til 32 mrd. kroner. Skatteutgiften ved lavere inntektsbeskatning kan variere betydelig fra år til år fordi den

Boks 1.3 Merverdiavgift og boliger

Siden det ble innført alminnelig omsetningsavgift i 1935 har kjøp og utleie av boliger ligget utenfor avgiftssystemet. Avgiften omfattet opprinnelig varer, og senere ble også tjenester inkludert. Fast eiendom ble ikke definert som en vare før merverdiavgiftsreformen i 2001. Da ble til gjengjeld omsetning og utleie av fast eiendom som hovedregel unntatt avgiftsplikt. Det innebærer at næringsdrivende ikke gis fradrag for sine påløpte merverdiavgiftskostnader, samtidig som de heller ikke fakturerer salget av varene og tjenestene sine med merverdiavgift.

Merverdiavgiftsreformen i 2001 innebar at det ble innført generell merverdiavgiftsplikt på tjenester. En følge av det var at tjenester boligbyggelag til borettslag ble avgiftspliktige. Dette var oppgaver som f.eks. forretningsførsel. Det ble innført et eget unntak for forvaltningstjenester som boligbyggelagene omsetter til borettslag med begrunnelsen at avgiftsplikt kunne få uheldige konsekvenser for forvaltningsstrukturen i boligsamvirker. Unntaket ble opphevet i 2014 så eksterne tilbydere skulle kunne konkurrere på like vilkår med boligbyggelagene.

Hva som skal regnes som fast eiendom, som dermed er unntatt merverdiavgift, er et tolknings spørsmål. Et eksempel er utleie av mikrohus uten grunnmur som kan flyttes uten at de blir skadet. Er det utleie av løseøre/vare eller fast eiendom? I BFU 1/2020 uttalte Skattedirektoratet at det var fast eiendom. Begrunnelsen var at husene skulle leies ut ved bruk av vanlige husleiekontrakter, leietakerne ville ha huset som folkeregistrert adresse og tomten var avsatt til boligbebyggelse i kommunedelplanen.

Et annet eksempel er midlertidige bygg på som ble reist på Lillehammer i forbindelse med OL i 1994. De ble ansett som varer. Det ble lagt vekt på bygningenes konstruksjon, tilknytningen til grunnen og særlig at det var forutsatt at bygningene bare skulle plasseres på stedet en kort tid.

Kilder: Innstilling fra Skattekomiteen av 1966 Underutvalget for omsetningsavgift, Ot.prp. nr. 17 (1968-1969), Ot.prp. nr. 2 (2001), BFU 1/2020, Skattedirektoratets meldinger AV nr. 6/1992, Merverdiavgiftshåndboken 2022

²⁹ Se vedlegg 1, Prop 1 LS (2021-2022)

er beregnet med utgangspunkt i statsobligasjonsrenten. Når renten stiger, blir også den beregnede skatteutgiften høyere.

Skatteutgifter og skattesanksjoner for bolig og fritidseiendom. Skattesanksjonene er oppgitt med negative tall. Mrd. kroner

	2020	2021
Lavere inntektsbeskatning ¹	11,4	25,3
Rabatt i formuesskatt	20,9	26,4
Dokumentavgift, bolig/fritidseiendom	-10,5	-12,4
Eiendomsskatt, bolig/fritidseiendom	-7,7	-7,2
Netto skatteutgifter	14,1	32,1

¹ Anslaget varierer fra et år til det neste, i hovedsak fordi statsobligasjonsrenten fluktuerte.

Kilde: Finansdepartementet.

For det andre bryter skattefordelene av bolig med retningslinjene for et godt og effektivt skattesystem. Skattesystemet i Norge har siden skattereformen i 1992 bygd på prinsippene om brede skattegrunnlag, lave satser, likebehandling av næringer, virksomhetsformer og investeringer, og symmetrisk behandling av inntekter og utgifter. Det bidrar til å holde kostnadene ved beskatning nede og til at skattyterne i stor grad behandles likt. Disse prinsippene gjelder i praksis ikke for skattlegging av egen bolig. Skattefordelene fører til en overinvestering i bolig på bekostning av for eksempel investeringer i næringsvirksomhet. Fra et næringsperspektiv er dette uheldig. Slike tilpasninger til skattereglene fører dessuten til et samfunnsøkonomisk tap.

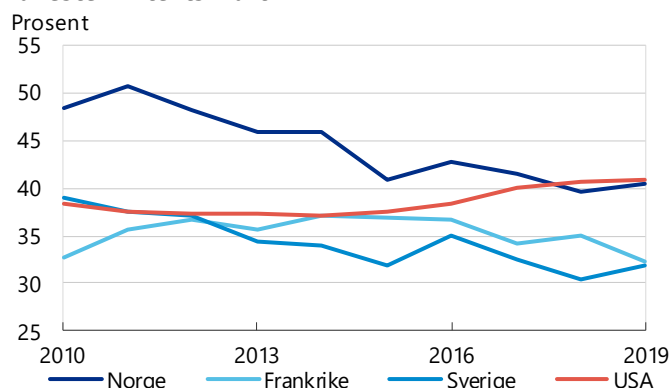
Overinvesteringen i bolig kan videre bidra til økte boligpriser og høyere gjeldsopptak. Dette er en stor sårbarhet i det norske finansielle systemet, jf. avsnitt 3.5. Både IMF og OECD viser i sine landrapporter om Norge til at skattesystemet for bolig er en driver for økte boligpriser. Bø (2020) anslår at en

³⁰ Bø, E. E. (2020). Taxation of housing: Killing several birds with one stone. Review of Income and Wealth, ss. 534-557.

beskatning av bolig mer på linje med andre formuesobjekter ville redusert boligprisene med 20 pst.³⁰

Høy boligprisvekst gjør det også vanskeligere å komme inn på boligmarkedet for de som av ulike årsaker står utenfor. Skattefordelene for egen bolig ble opprinnelig innført for å legge til rette for at flest mulig kunne eie sin egen bolig. Norge har også hatt en høy selveierandel. Den høye boligprisveksten særlig i Oslo og andre store byer, har imidlertid gjort det vanskeligere for førstegangskjøpere. Dermed kan selveierlinjen tvert imot svekkes dersom skattefordelene videreføres. I en nylig utgitt rapport fra OECD gjennomgås skattepolitikken vedrørende bolig i OECD-land.³¹ Det advares mot å bruke skattepolitikken til å legge til rette for økt selveie, særlig blant husholdninger med lav inntekt, og viser til fallende selveierandeler i mange land. I Norge er det relativt stor forskjell i selveieandelen mellom de med inntekt i laveste kvartil, sammenlignet med dem i høyeste kvartil, jf. figur, og selveierandelen i laveste kvartil har sunket de senere årene.

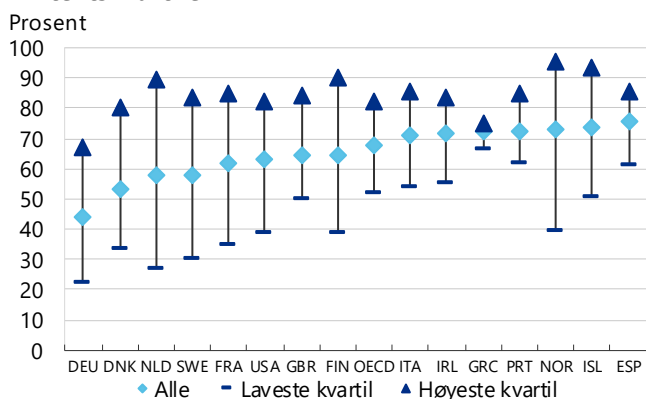
Andel husholdninger som eier bolig i laveste inntektskvartil



Kilde: OECD Affordable Housing database / NHO

³¹ OECD (2022). Housing taxation in OECD-countries. OECD Tax Policy Studies, No. 29, OECD Publishing, Paris.

Andel selveierhusholdninger etter inntektskvartiler



Skattefordelene fører til større forskjeller mellom de som er i, og de som står utenfor, boligmarkedet. Gitmark (2021) refererer til boligpolitikken, og særlig skattesubsidiene, som en "omvendt Robin Hood-politikk".³² Gjennom skattereglene subsidierer vi de som eier bolig. De som ikke eier egen bolig, er gjerne de med lav inntekt. Skattesubsidiene gjør dermed skattesystemet mindre progressivt. Bø (2020) viser at progressiviteten i skattesystemet vil øke dersom bolig skattlegges mer på linje med andre formuesobjekter.³³

Fordelingsutvalget (NOU 2009: 10) diskuterte også fordelingsvirkninger av skatt på bolig. Utvalget viste til at det i diskusjonen rundt inntektsbeskatningen av bolig som vi hadde fram til 2005, ble hevdet at en fjerning av eller reduksjon i boligskatten kunne hjelpe dem som skulle inn på boligmarkedet for første gang. Det ble spesielt pekt på at redusert skatt på bolig kunne hjelpe unge i etableringsfasen. Fordelingsutvalget mente derimot at fjerningen av boligskatten bidro til å øke boligprisene, slik at de som eide bolig på det tidspunktet skattelettelsen ble innført, fikk hele eller størsteparten av skatteletten vellet over i verdien av sin bolig. Det ble dermed vanskeligere for førstegangskjøpere å komme inn på boligmarkedet.

Videre ser vi at forskjeller i boligpriser mellom by og land har økt. Larsen og Eggum (2021) dokumenterer en betydelig økning i ulikhet i kapitalgevinst

³² Gitmark, H. (2020). Omvendt Robin Hood-politikk i boligmarkedet øker forskjellene mellom folk. Tidsskrift for boligforskning. Vol. 4, Utg.1

³³ Bø, E. E. (2020). Taxation of housing: Killing several birds with one stone. Review of Income and Wealth, ss. 534-557.

mellom by og land, og mellom ulike alderskohorter.³⁴ Boligeiere i de store byene har fått ta del i den største boligprisveksten, og har også fått de største skattesubsidiene. Disse forskjellene forplanter seg videre via arv. En studie av Galster og Wessel (2018) viste at de som har besteforeldre som eide en stor bolig i Oslo i 1960, hadde mye større sannsynlighet for selv å eie egen bolig i 2014 enn gjennomsnittet på landsbasis. Dessuten var verdien på boligen de eide, langt høyere enn boligverdien hos dem med besteforeldre som leide bolig utenfor byene.³⁵ Forskjellene i boligpriser kan videre gjøre det vanskelig å forflytte seg fra distriktene til byene. Dermed kan skattefordelene for bolig også bidra til å svekke mobiliteten i arbeidsmarkedet.

Skattereglene for bolig får også konsekvenser for utleiemarkedet. OECD viser i sin landrapport om Norge til at leiemarkedene i Norge er tynne fordi det er sterke insentiver til å kjøpe egen bolig. Dårlig utviklede leiemarkeder kan også være til hinder for arbeidskraftmobilitet. Dessuten bidrar skattereglene til et lite profesjonelt boligmarked. Ettersom skattereglene gjør det gunstig å leie ut en del av egen bolig, vil mange kjøpe større og dyrere boliger enn de ellers ville gjort, og leie ut inntil halvparten skattefritt. Ofte er det sokkelleiligheter som leies ut, og en betydelig andel av slike leiligheter er ikke godkjent for varig opphold eller for utleie. Leietakere i slike leieforhold kan også mangle sikkerhet gjennom regulerte leiekontrakter. Et mer profesjonelt leiemarked vil kunne bidra til å sikre leietakeres stilling. På den annen side kan skattlegging av slike utleieinntekter føre til at tilbudet av utleieleiligheter reduseres, særlig i distriktene der etterspørselen ikke er stor nok til at profesjonelle utleiere vil investere i utleieboliger.

Kan det gjøres annerledes?

Det er bred faglig enighet blant samfunnsøkonomer om at beskatningen av bolig bør økes. Som beskrevet ovenfor, er egen bolig underbeskattet sammenlignet med andre investeringer, noe som kan føre til en overinvestering i bolig og et samfunnsøkonomisk tap. Eiendom er dessuten et godt skattegrunnlag fordi det er lite mobilt. Tomtegrunnen fast eiendom

³⁴ Erling Røed Larsen og Terje Eggum (2021). Is the housing market an inequality generator? Housing Lab Working Paper Series 2021-2.

³⁵ Galster, G. & Wessel, T. (2019). Reproduction of social inequality through housing: A three-generational study from Norway. *Social Science Research*, 78, 119–136.

bygges på er gitt, og kan gi opphav til renprofitt. Dette tilsier at landverdien kan skattlegges med en relativt høy sats uten at det gir opphav til effektivitetstap.³⁶ I praksis legges skatten på eiendommen som er bygget på grunnen. Men to identiske boliger kan ha svært ulik markedsverdi avhengig av grunnen de er bygget på. Derfor fanges også landverdien opp i en skatt på boligeiendommen.

Skatt på bolig gir dermed mindre vridningseffekter enn skatter på mer mobile skattegrunnlag. Slik kan man holde kostnader ved skattlegging nede. OECD (2011) rangerer ulike skattarter etter hvor hemmende de er for økonomisk vekst. Skatt på selskapsoverskudd rangeres som den mest veksthemmende skattarten, mens bolig er rangert helt i den andre enden av skalaen.³⁷ I en stadig mer globalisert verden bør det legges mer vekt på å skattlegge lite mobile skattegrunnlag. Økt skatt på bolig gir rom for å redusere andre skatter som er mer hemmende for økonomisk vekst.

Flere offentlig oppnevnte utvalg har tatt til orde for økt boligsjatt, blant andre Skauge-utvalget (NOU 2003: 9), Fordelingsutvalget (NOU 2009: 10), Scheel-utvalget (NOU 2014: 13) og Kapitaltilgangs-utvalget (NOU 2018: 5). Utvalgene ga sine anbefalinger med utgangspunkt i blant annet likebehandling og samfunnsøkonomisk effektivitet, fordeling og kapitaltilgang for næringslivet. På tross av dette har det vist seg politisk vanskelig å gjennomføre reformer som innebærer økt skatt på egen bolig. Som nevnt tidligere, ble tvert imot inntektsbeskatningen av fordelen ved å bo i egen bolig fjernet i 2005. For sekundærbolig har det derimot vist seg enklere å øke beskatningen. Verdsettelsen av sekundærbolig i formuesbeskatningen har økt fra 40 prosent av beregnet markedsverdi i 2010, til 95 prosent i 2022. I Oslo gjelder dessuten egne utlansreguleringer for sekundærbolig. Men egen bolig er fortsatt tilnærmet ubeskattet.

Skepsisen til skatt på egen bolig (primærbolig) kan skyldes flere forhold. Det kan være at en eiendoms- skatt for eksempel blir svært tydelig, fordi den i motsetning til skatt på lønn betales direkte av skattyter og ikke via en arbeidsgiver. Skatt på bolig kan skape likviditetsutfordringer for husholdninger med

lav inntekt. Det argumenteres med at man allerede har skattet av inntekten man har kjøpt bolig med. Dette er imidlertid ikke noe særegent for boligsjatt. Man har for eksempel også skattet av inntekt man kjøper konsumgoder med og dermed betaler merverdiavgift på.

Et utbredt argument er at egen bolig er et hjem og ikke et skatteobjekt, noe som har nær sammenheng med eierlinja som har preget politikken i lang tid. Vi har over flere tiår blitt vant til at egen bolig ikke skattlegges. Ettersom vi har en såpass høy selveiergrad vil også en boligsjatt påvirke mange, og motstanden blir stor. Det blir hevdet at bolig ikke er en investering. Fra et økonomisk perspektiv kan bolig både være et konsumgode og en investering. Andre konsumgoder/tjenester ilegges merverdiavgift. Boligkjøp er unntatt merverdiavgift. Mirrlees Review konkluderer med at bolig-tjenesten bør skattlegges når den konsumeres, dvs. en årlig skatt basert på konsumverdien eller en skatt på den beregnede inntekten.³⁸

OECDs landrapport om Norge for 2022 viet spesialkapitlet til boligmarkedet.³⁹ Der slås det fast at få land har like store skattefordeler for egen bolig som Norge. Det vises til at mens boligeiere i Norge verken blir beskattet for fordelen av å bo i egen bolig eller får begrensninger i rentefradraget, har de fleste andre land enten fjernet rentefradraget eller har en moderat beskatning av fordelen. OECD anbefaler at vi skattlegger inntekten, men dersom det ikke blir innført inntektsbeskatning, anbefaler OECD at vi gradvis fjerner rentefradraget.

Fra et skatteøkonomisk perspektiv ligger utfordringen nettopp i at inntekten ikke beskattes. Prinsippene for det norske skattesystemet som skissert tidligere, tilsier at alle inntekter skal komme til beskatning, og at det skal gis fradrag for relevante kostnader. Å fjerne rentefradraget blir dermed en nest-best løsning. En gradvis reduksjon av rentefradraget vil trolig påvirke husholdningenes gjeldsopp- tak og mulighet til å investere i bolig. Men en slik avvikling vil ikke påvirke dem som finansierer boligkjøp stort sett med egenkapital. Dette kan også virke urimelig ut fra fordelingshensyn.

³⁶ Mirrlees et.al. (2011). Tax by Design. Tax by Design: The Mirrlees Review, Oxford: Oxford University Press.

³⁷ OECD (2010). Tax Policy Reform and Economic Growth. OECD Publishing.

³⁸ Mirrlees et.al. (2011). Tax by Design. Tax by Design: The Mirrlees Review, Oxford: Oxford University Press.

³⁹ OECD (2022). OECD Economic Surveys: Norway 2022, OECD Publishing, Paris

Som en del av å beskatte inntekten fra bolig, bør også unntak fra skatt på utleieinntekter avvikles, i tråd med anbefalingen fra Scheel-utvalget (NOU 2014: 13). Virkninger på utleiemarkedet, særlig i distriktene, bør vurderes nærmere. Dersom det er behov for tiltak for å sikre et tilbud av utleieleiligheter, kan mer målrettede tiltak utenom skattesystemet vurderes.

Gevinst ved salg av egen bolig skattlegges som nevnt ikke dersom eieren har bodd i boligen i minst ett av de siste to årene. Det er relativt enkelt å tilpasse seg, og eventuelt også omgå, disse reglene, slik at også reelle sekundærboliger blir unntatt gevinstbeskatning. Skatteunntaket innebærer at boligselgere, særlig i Oslo og andre store byer, kan få milliongevinster uten å betale én krone i skatt.

Finansdepartementet har utredet en såkalt botidsmodell for gevinstbeskatning, der det ble tatt hensyn til botiden i en lengre periode ved fastsettelse av eventuell gevinstskatt. Regjeringen Stoltenberg II foreslo i Statsbudsjettet for 2014 en botidsmodell der skattefri gevinst (og ikke-fradragsberettiget tap) fastsettes tilsvarende botidens andel av eiertid de siste 20 årene.⁴⁰ Forslaget ble reversert av Solberg-regjeringen som tiltrådte høsten 2013.

Det kan være hensyn som taler for en mer moderat beskatning av gevinst ved salg av bolig enn ved realisering av andre investeringer. Gevinstbeskatning kan gi innlåsingeffekter. Full gevinstbeskatning ved salg av egen bolig kan derfor hindre mobilitet i arbeidsmarkedet. Bø (2020) argumenterer på denne bakgrunn mot å innføre gevinstbeskatning, selv om bolig ellers bør beskattes på linje med andre formuesobjekter.⁴¹ OECD (2022) mener at hensyn til likebehandling mellom ulike typer investeringer, effektivitet og fordeling likevel taler for at gevinsten skattlegges, eventuelt over et bunnfradrag.⁴²

Det er relativt bred faglig enighet om at dokumentavgiften ikke er en god skatt. Dokumentavgiften er fiskalt begrunnet og har ingen sammenheng med kostnadene ved tinglysingen av eiendom. Prinsippene for optimal beskatning innebærer at næringslivet skal fritas for avgiften og at den ikke skal påvirke valg mellom ulike varer og tjenester. Utformingen

av dokumentavgiften er ikke i tråd med dette. Avgiften omfatter næringseiendom på lik linje med andre eiendommer. Borettslagsboliger er også utenfor avgiften, og det fører til vridninger i boligmarkedet fra selveierboliger til borettslag.

Generelt bør skatt på transaksjoner unngås, og man bør heller skattlegge inntekten. Skatt på transaksjoner gir effektivitetstap. Dokumentavgiften kan gi en innlåsingeffekt ved at flyttekostnaden blir så stor at man velger å ikke flytte til en mer velegnet bolig. Dette kan føre til at boligmassen ikke får en samfunnsøkonomisk optimal utnyttelse. En effekt av økt flyttekostnad kan også være lavere mobilitet på arbeidsmarkedet. Andre finansielle transaksjoner ikke underlagt en transaksjonsskatt. På dette området isolert sett er altså bolig skattlagt hardere enn andre investeringer. En reform som innebærer gradvis innføring av skatt på inntekten av egen bolig, bør følges av en gradvis avvikling av dokumentavgiften.

En rekke utvalg har pekt på at den lave verdsettelsen av bolig i formuesskatten er problematisk. Scheel-utvalget (NOU 2014: 13) foreslo å gi alle eiendeler samme verdsettelsesrabatt. Kapitaltilgangsutvalget (NOU 2018: 5) mente at det ikke ville være mulig å skattlegge alle eiendeler likt, og anbefalte ut fra et kapitaltilgangsperspektiv å fjerne hele formuesskatten.

NHO mener i likhet med Kapitaltilgangsutvalget at formuesskatten bør avvikles, men først og fremst på næringsrelatert kapital. Men før det eventuelt skjer, bør forskjellen i verdsettelse jevnes ut. Det betyr at verdsettelsesrabatten for bolig bør reduseres, og at verdsettelsesrabatten for næringsrelatert kapital bør økes og/eller at formuesskattesatsen bør reduseres. Formuesskatten i sin nåværende form bidrar til en svært høy samlet effektiv skattesats på enkelte former for sparing, f.eks. bankinnskudd og aksjer. Den høye formuesskattesatsen gjør at den relative skattefavoriseringen av bolig blir større, dvs. at forskjellene i verdsettelse får større betydning.

Dersom bolig behandles likt med andre investeringer i inntekts- og formuesbeskatningen, vil en lokal eiendomsskatt føre til en hardere beskatning av bolig enn andre investeringer. Dette kan begrunnes ut fra hensynet til et effektivt skattesystem med

⁴⁰ Prop. 1 LS (2013-2014) Skatter, avgifter og toll 2014
⁴¹ Bø, E. E. (2020). Taxation of housing: Killing several birds with one stone. Review of Income and Wealth, ss. 534-557.

⁴² OECD (2022). Housing Taxation in OECD Countries, OECD Tax Policy studies, No. 29, OECD Publishing, Paris.

minst mulig vridninger, jf. at fast eiendom er et lite mobilt skattegrunnlag. I tillegg kan eiendomsskatt gi kommunene inntekter de trenger til å finansiere tjenester til sine innbyggere. Den kan gi lokal beskatningsrett til egne skattegrunnlag. En sammenheng mellom det man betaler inn og det man får igjen av kommunale tjenester, kan gi større legitimitet til en lokal eiendomsskatt.

Uansett må helheten i skattesystemet vurderes ved en omlegging i retning av mer skatt på bolig. Endringene må også gjennomføres gradvis, både for å unngå for store virkninger på boligpriser og for husholdninger. Det vil være særlig relevant å belyse fordelingsvirkninger av en reform. Ulike former for boligbeskatning vil ha ulike fordelingsvirkninger. Selv om det generelt er de med høyest inntekt og formue som også har de mest verdifulle boligene, kan økt skatt på bolig ha en relativt stor betydning for dem med høy boligformue relativt til inntekt.

De fleste studier og utvalg konkluderer likevel med at økt skatt på bolig vil ha gode fordelingsvirkninger. Fordelingsutvalget (NOU 2009: 10) pekte på at en boligskatt vil kunne bidra til at svingningene i boligprisene blir mindre enn de ellers ville ha vært. Selv om også førstegangsetablerere vil stå overfor en økt skatt på bolig (i hvert fall over tid), vil trolig likviditetseffekten av lavere boligpriser være viktigere de første årene. Derfor vil det trolig være de som står utenfor boligmarkedet som har mest å hente på en gjeninnføring av fordelsbeskatningen av egen bolig. Bø (2020) viser til at progressiviteten i skattesystemet vil øke dersom bolig skattlegges mer på linje med andre formuesobjekter. OECD (2022) fremhever også at skattefordelene de fleste land har for egen bolig, kan ha uheldige fordelingsvirkninger.

Et utvalg under ledelse av professor Ragnar Torvik går nå gjennom skattesystemet på nytt. Deres mandat er bredt, og de er bedt om å foreta en helhetlig gjennomgang av skattesystemet. Dette kan være en anledning til å rette opp skjevheten i skattesystemet som underbeskatningen av bolig representerer.