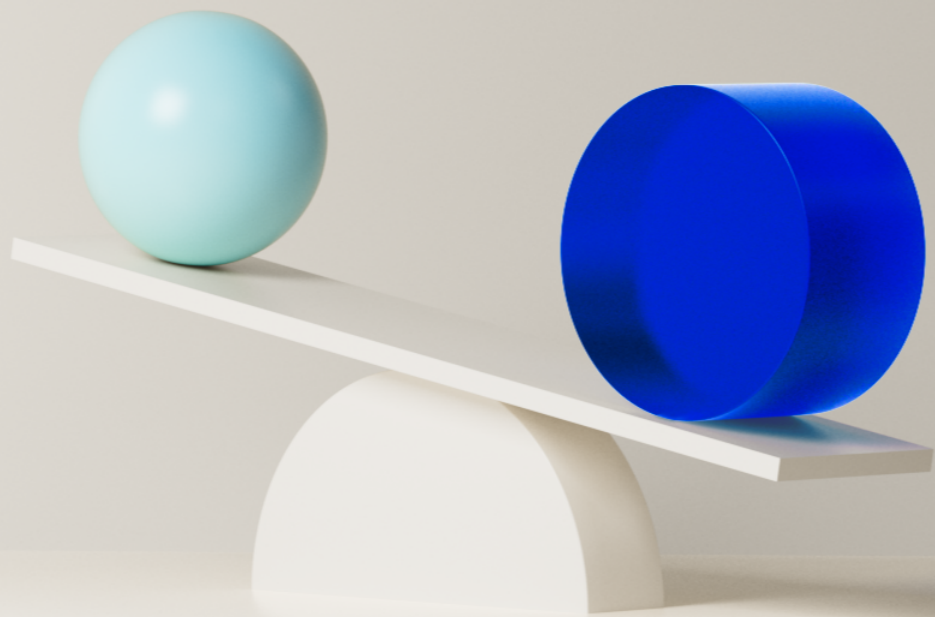


Pengepolitisk rapport

3 | 2024

September



Innhold

	Pengepolitiske vurderinger	5
1.	Internasjonal økonomi	10
2.	Finansielle forhold	16
3.	Norsk økonomi	21
3.1	Produksjon og etterspørsel	21
3.2	Arbeidsmarkedet	27
3.3	Lønninger og priser	32
	- <i>Lønnsensitive priser i KPI</i>	38
	- <i>En svakere kronkurs løfter prisveksten – men hvor mye?</i>	41
4.	Pengepolitisk analyse	45
4.1	Rentebanen og mål for pengepolitikken	45
4.2	Ny informasjon og nye vurderinger	45
4.3	Pengepolitisk innretning og drivkrefter bak endringene i rentebanen	47
	Vedlegg	51

Pengepolitisk rapport blir lagt frem fire ganger i året, i mars, juni, september og desember. Rapporten vurderer utsiktene for renten og utviklingen i norsk og internasjonal økonomi.

Ansvarlig redaktør: Ida Wolden Bache

Analysene i denne rapporten er basert på informasjon frem til og med 13. september 2024. Pengepolitiske vurderinger er basert på informasjon frem til komitémøtet 18. september 2024. Rapporten ble publisert 19. september og er tilgjengelig på www.norges-bank.no.



Pengepolitikken i Norge

Mål

Mandatet for pengepolitikken er fastsatt i [sentralbankloven](#) og [bestemmelse om pengepolitikken](#). Pengepolitikken skal opprettholde en stabil pengeverdi gjennom lav og stabil inflasjon. Det operative målet for pengepolitikken er en årsvekst i konsumprisene som over tid er nær 2 prosent. Inflasjonsstyringen skal være fremoverskuende og fleksibel, slik at den kan bidra til høy og stabil produksjon og sysselsetting samt til å motvirke oppbygging av finansielle ubalanser. [Norges Banks pengepolitiske strategi](#) beskriver hvordan komiteen for pengepolitikk og finansiell stabilitet tolker mandatet for pengepolitikken og hvordan pengepolitikken vil innrettes i møte med ulike forstyrrelser. Strategien er også beskrevet på [side 4](#).

Beslutningsprosess

Styringsrenten fastsettes av Norges Banks komité for pengepolitikk og finansiell stabilitet. Vedtak om renten treffes i komiteens rentemøter. Komiteen har normalt åtte rentemøter i året. I forbindelse med fire av rentemøtene publiseres også *Pengepolitisk rapport*. Før rentemøtene som faller sammen med publisering av *Pengepolitisk rapport*, møtes komiteen vanligvis tre ganger. Det avholdes flere seminarer og møter der komiteen blir forelagt analyser og drøfter utviklingstrekk, risikobilde og innretning av pengepolitikken. På bakgrunn av analysene og diskusjonen vurderer komiteen den fremtidige renteutviklingen. Endelig vedtak om styringsrenten fattes dagen før rapporten offentliggjøres. I forbindelse med rentemøtene uten rapport møtes komiteen vanligvis to ganger. Komiteens vurdering av de økonomiske utsiktene og pengepolitikken er gjengitt i [«Pengepolitiske vurderinger»](#).

Rapportering

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

Beslutningsprosessen for *Pengepolitisk rapport 3/2024*

På møtene 3. og 11. september 2024 drøftet komiteen de økonomiske utsiktene og innretningen av pengepolitikken. På grunnlag av drøftingene og en anbefaling fra bankens administrasjon fattet komiteen på møtet 18. september vedtak om styringsrenten.

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

Norges Banks pengepolitiske strategi

Mandat og avveiiinger

Pengepolitikken oppgave er å sikre at prisveksten er lav og stabil og bidra til at flest mulig skal ha en jobb. På lang sikt er det ingen konflikt mellom lav og stabil inflasjon og høy og stabil produksjon og sysselsetting. På kort sikt kan det derimot oppstå konflikt mellom de to hensynene. I utøvelsen av pengepolitikken søker vi da å avveie hensynet til å holde prisveksten stabil rundt målet mot hensynet til å holde produksjonen og sysselsettingen høy og stabil. Selv om lav og stabil inflasjon er et overordnet mål, vil vi alltid legge vekt på hensynet til høy og stabil produksjon og sysselsetting i den løpende utøvelsen av pengepolitikken.

Lav og stabil inflasjon

I rentesettingen sikter vi mot å stabilisere inflasjonen, målt ved årlig vekst i konsumprisindeksen (KPI), rundt målet på 2 prosent. Målet er symmetrisk; vi vil, alt annet likt, søke å bringe inflasjonen like raskt tilbake til målet når prisveksten er over målet som når den er under målet. Tidshorisonten for å bringe inflasjonen tilbake til målet avhenger av i hvilken grad stabilisering av inflasjonen går på bekostning av høy og stabil produksjon og sysselsetting. I vurderingen av tidshorisont vil vi også ta hensyn til hvordan et avvik fra målet kan påvirke tilliten til inflasjonsmålet.

Høy produksjon og sysselsetting

Pengepolitikken kan bidra til at produksjon og sysselsetting stabiliseres rundt det høyest mulige nivået som er forenlig med prisstabilitet over tid. Dette nivået er først og fremst bestemt av strukturelle forhold som lønnsdannelsen, skatte- og trygdesystemet og befolkningssammensetningen. Konjunktursvingninger er asymmetriske; lavkonjunkturer blir ofte dypere og utvikler seg raskere enn høykonjunkturer. I tillegg er de velferdsmessige kostnadene ved høy arbeidsledighet høye. Et viktig hensyn i pengepolitikken er å motvirke at lavkonjunkturer blir dype og langvarige.

Motvirke oppbygging av finansielle ubalanser

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

Reaksjonsmønster

Renten virker på inflasjonen og realøkonomien med et tidsetterslep, og virkningene er usikre. At det er usikkerhet om virkningene av renten, bidrar normalt til at vi reagerer mindre på forstyrrelser enn vi ellers ville gjort. Videre vil vi normalt endre styringsrenten gradvis for å gjøre pengepolitikken mer forutsigbar og redusere risikoen for uønskede svingninger i finansielle markeder og uforutsette tilpasninger blant husholdninger og bedrifter. I situasjoner der faren for særlig ugunstige utfall er betydelig, kan det være riktig å reagere kraftigere i rentesettingen enn vanlig.

Pengepolitiske vurderinger

Norges Banks komité for pengepolitikk og finansiell stabilitet besluttet på møtet 18. september å holde styringsrenten uendret på 4,5 prosent. Slik komiteen nå vurderer utsiktene, vil styringsrenten mest sannsynlig holdes på dette nivået ut året.

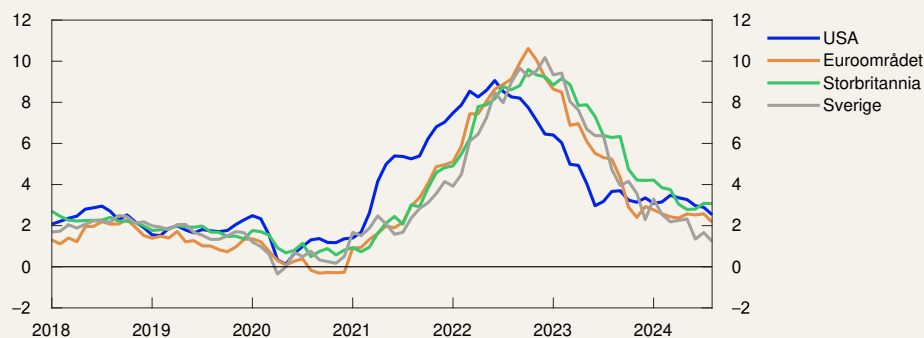
Lavere prisvekst internasjonalt og forventninger om rentekutt

Konsumprisveksten hos våre viktigste handelspartnere har avtatt mye de siste par årene og nærmer seg inflasjonsmålene i flere land. Den underliggende prisveksten har også falt mye, men er noe høyere enn den samlede prisveksten. Den økonomiske aktiviteten hos handelspartnerne økte i andre kvartal og var om lag som anslått. I mange land har arbeidsmarkedet blitt mindre stramt den siste tiden. Prisen på olje har falt siden juni.

Mange sentralbanker kommuniserer at de nå er tryggere på at prisveksten fremover vil være nær inflasjonsmålet og at det ikke lenger er behov for en like innstrammende pengepolitikk. Sentralbankene hos flere av våre viktigste handelspartnere har satt ned styringsrenten, og markedsaktørene forventer at det vil komme flere rentekutt både i år og neste år. Styringsrenteforventningene har falt mye siden forrige rapport, og de har falt noe mer ute enn hjemme. Markedsprisingen indikerer forventninger om at styringsrenten her hjemme vil settes ned mot slutten

Figur A Prisveksten ute har falt mye

Konsumpriser. Tolv månedersvekst. Prosent



Kilde: LSEG Datastream

Figur B Kronen har svekket seg

Importveid valutakursindeks. I-44



Kilde: Norges Bank

av året. De langsiktige rentene er også lavere enn ved forrige rapport. Kronen har svekket seg og er svakere enn anslått i juni.

Svak vekst i norsk økonomi

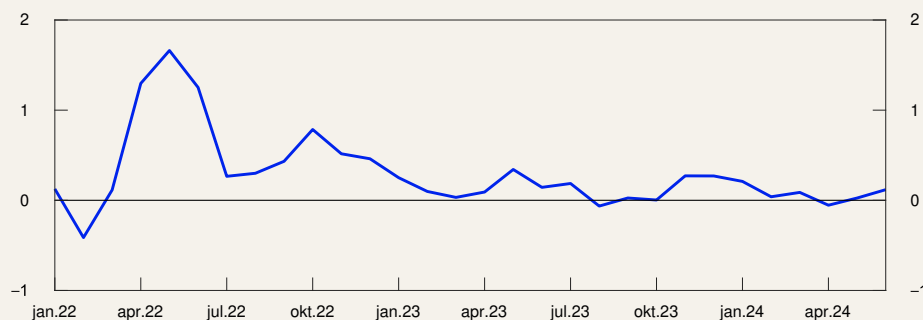
Gjennom fjoråret og så langt i år har veksten i norsk økonomi vært lav. I andre kvartal i år var veksten litt lavere enn ventet. Husholdningenes konsum økte i andre kvartal, men i juli bidro lave bilkjøp til at varekonsumet falt. Boliginvesteringene avtok videre i andre kvartal fra et lavt nivå. Salget av nye boliger har tatt seg litt opp hittil i år, men det vil trolig ta tid før boliginvesteringene igjen begynner å øke. Bruktboligprisene har steget siden forrige rapport, men er litt lavere enn anslått.

Bedriftene i vårt regionale nettverk tror at aktiviteten samlet sett vil øke noe i andre halvår i år, og at veksten blir litt høyere enn den var i første halvår. Det er fortsatt store forskjeller mellom næringene. Tjenesteyterne melder om god etterspørsel og venter at aktiviteten vil øke videre den nærmeste tiden. Oljeleverandørene ser for seg fortsatt høy vekst. Bedriftene innen industrien venter svak vekst i aktiviteten, mens bygge- og anleggsnæringen og varehandelen venter nedgang.

Kapasitetsutnyttingen i norsk økonomi ser samlet sett ut til å ha vært nær et normalt nivå siden starten av året. Den registrerte arbeidsledigheten

Figur C Lav vekst i norsk økonomi

BNP for Fastlands-Norge. Glidende tremånedersvekst. Prosent



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

har endret seg lite de siste månedene og var 2,0 prosent i august. Det er som anslått i forrige rapport. Arbeidskraftundersøkelsen (AKU) indikerer at ledigheten har vært stabil rundt 4 prosent siden mars i år. Sysselsettingen var lite endret i andre kvartal, om lag som ventet.

Veksten i norsk økonomi ser ut til å bli litt lavere den nærmeste tiden enn anslått i forrige rapport. Vi venter at veksten tar seg litt opp i andre halvår, men at den fortsatt vil være lav. På kort sikt vil aktiviteten trolig dempes av nedgang i bolig- og foretaksinvesteringer, mens oppgang i konsumet vil bidra til høyere aktivitet. Petroleumsinvesteringene vil trolig løfte aktiviteten både i år og neste år, og de ser ut til å bli høyere enn vi tidligere har lagt til grunn. Også offentlig etterspørsel ventes å holde aktiviteten oppe fremover. Kapasitetsutnyttningen anslås å avta litt videre det neste året til noe under et normalt nivå.

Nedgang i prisveksten

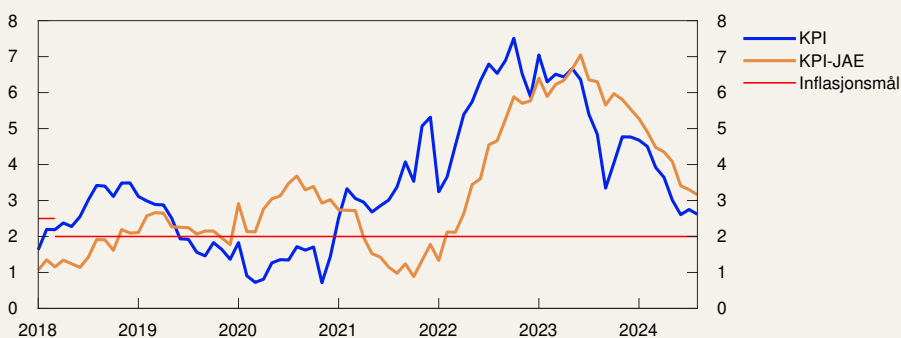
Prisveksten har avtatt videre siden forrige rapport og vært lavere enn ventet. Lavere energipriser har dempet prisveksten de siste månedene. Tolvmånedersveksten i konsumprisindeksen (KPI) falt til 2,6 prosent i august. Veksten i KPI justert for avgiftsendringer og uten energivarer (KPI-JAE) avtok til 3,2 prosent. Gjennomsnittet av andre indikatorer for underliggende inflasjon har også falt. En reduksjon i barnehagesatsene dempet prisveksten i august og vil bidra til å holde tolvånedersveksten i konsumprisene nede det neste året. Den nærmeste tiden venter vi at lave energipriser vil dempe prisveksten.

Høy lønnsvekst og svak vekst i produktiviteten vil bidra til at veksten i bedriftenes kostnader holder seg høy fremover. Lønnsveksten i år anslås til 5,2 prosent, det samme som i forrige rapport. Neste år venter vi at lønnsveksten avtar, slik også Regionalt nettverk og Norges Banks forventningsundersøkelse indikerer. Partene i arbeidslivet har nedjustert lønnsforventningene for 2025 siden juni.

De langsiktige forventningene til prisveksten falt litt i tredje kvartal ifølge forventningsundersøkelsen, men de ligger fortsatt noe over inflasjonsmålet på 2 prosent.

Figur D Prisveksten har avtatt mye

KPI og KPI-JAE. Tolvmånedersvekst. Prosent



Kilde: Statistisk sentralbyrå

Renten uendret på 4,5 prosent

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

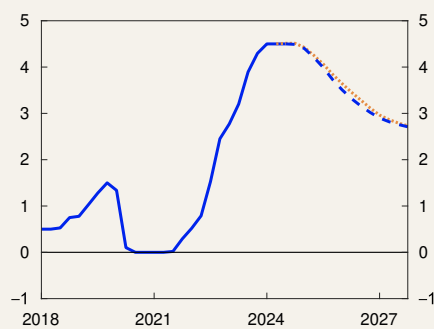
De siste årene har vi hevet styringsrenten mye for å få prisveksten ned. Siden desember i fjor har renten ligget på 4,5 prosent. Renten har bidratt til å kjøle ned norsk økonomi og til å dempe prisveksten. Arbeidsledigheten har økt noe fra et lavt nivå. Prisveksten har avtatt mye fra toppen, men den underliggende prisveksten har ikke falt like mye, og vi venter at høy vekst i bedriftenes kostnader og svekkelsen av kronen vil bremse den videre nedgangen i prisveksten.

Siden forrige rapport har prisveksten vært lavere enn ventet. Styringsrentene ute ser ut til å komme raskere ned. På den annen side har kronen svekket seg. Utviklingen i arbeidsmarkedet her hjemme har vært om lag som anslått i forrige rapport.

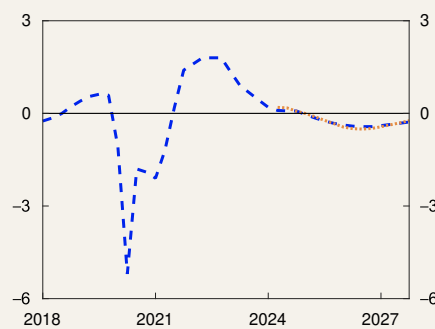
Komiteens vurdering er at det fortsatt er behov for en innstrammende pengepolitikk for å få prisveksten ned til målet innen rimelig tid. Komiteen er opptatt av at dersom renten settes ned for tidlig, kan prisveksten bli liggende over målet for lenge. På den annen side kan en for høy rente bremse økonomien mer enn nødvendig. I avveilingen mellom disse

Figur E Tidspunktet for å sette renten ned nærmer seg

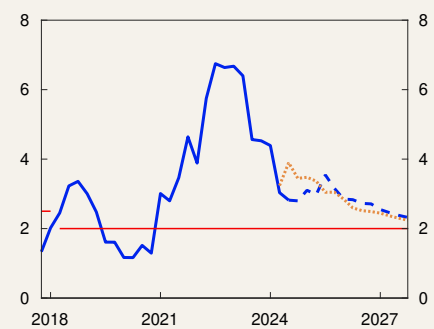
Styringsrente. Prosent



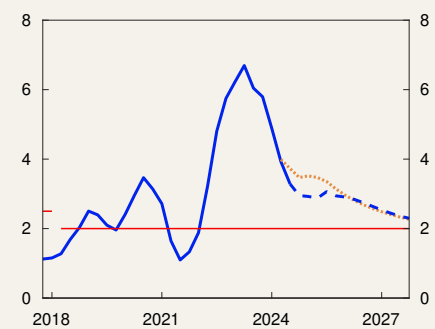
Produksjonsgap. Prosent



KPI. Firekvarterersvekst. Prosent



KPI-JAE. Firekvarterersvekst. Prosent



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

hensynene mener komiteen at det er behov for å holde renten på dagens nivå en stund til, men at tidspunktet for å sette renten ned nærmer seg.

Prognosen i denne rapporten indikerer en styringsrente som blir liggende på 4,5 prosent ut året, før den settes gradvis ned fra første kvartal 2025. Prognosen er lite endret fra forrige rapport, men indikerer en litt raskere nedgang i renten gjennom 2025. Den økonomiske veksten ventes å ta seg litt opp i årene fremover. Arbeidsledigheten vil trolig øke noe. Inflasjonen anslås å nærme seg 2 prosent mot slutten av 2027.

Det er usikkerhet om den videre utviklingen i norsk økonomi. I diskusjonen var komiteen opptatt av at prisveksten har falt mye, og at den over noe tid har vært lavere enn anslått. Det underliggende inflasjonspresset kan være svakere enn vi nå legger til grunn. Dersom det blir utsikter til at prisveksten kommer raskere ned til målet eller vi får en kraftigere oppbremsing i norsk økonomi, kan renten bli satt raskere ned enn vi nå ser for oss. På den annen side har kronen igjen svekket seg. Dersom kronen svekker seg videre eller kapasitetsutnyttningen øker, kan lønns- og prisveksten holde seg oppe lenger. Da kan det bli behov for en høyere rente enn vi nå ser for oss.

Komiteen besluttet enstemmig å holde styringsrenten uendret på 4,5 prosent. Slik komiteen nå vurderer utsiktene, vil styringsrenten mest sannsynlig holdes på dette nivået ut året.

Ida Wolden Bache
Pål Longva
Øystein Børsum
Ingvild Almås
Steinar Holden

18. september 2024

1. Internasjonal økonomi

Konsumprisveksten ute har avtatt markert og nærmer seg inflasjonsmålet hos flere handelspartnere.

Arbeidsledigheten har steget, og lønnsveksten er på vei ned i flere land. Vi anslår at den underliggende prisveksten vil avta videre. Markedsaktørene venter at sentralbankene ute setter ned renten raskere og mer enn de ventet i juni.

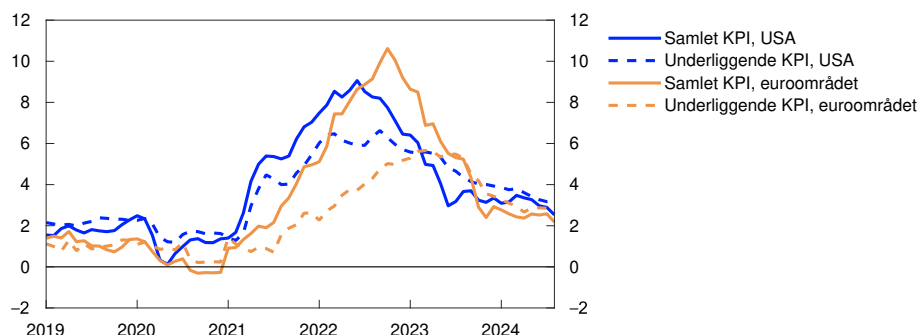
Underliggende konsumprisvekst ventes å avta

Samlet konsumprisvekst nærmer seg inflasjonsmålet i euroområdet, mens den underliggende konsumprisveksten er litt under 3 prosent, se figur 1.1. I Sverige har prisveksten falt betydelig siden forrige rapport, og den underliggende konsumprisveksten er nær 2 prosent.

Tjenestepreisveksten er fortsatt høy i både USA og Europa. Det har trolig sammenheng med stramt arbeidsmarked og høy lønnsvekst i flere av landene. I USA bidrar i tillegg vekst i husleier til tjenestepreisveksten. De siste månedene har arbeidsledigheten i USA steget, og den er nå høyere enn før pandemien, se figur 1.2. Også i Sverige er det oppgang i ledigheten. Hos de fleste handelspartnere venter vi at lønnsveksten avtar fra i fjor til i år, se figur 1.3.

Figur 1.1 Konsumprisveksten i euroområdet nærmer seg inflasjonsmålet

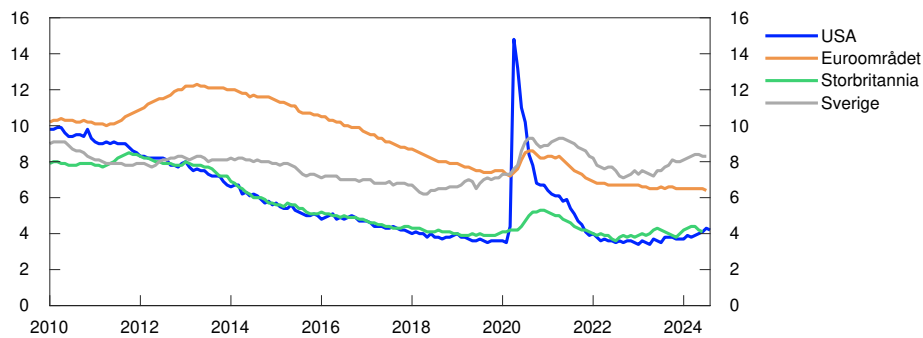
Konsumpriser. Tolv månedersvekst. Prosent



Kilde: LSEG Datastream

Figur 1.2 Arbeidsledigheten har økt i flere land

Arbeidsledige som andel av arbeidsstyrken. Prosent



Kilde: LSEG Datastream

Både kortsiktige og langsiktige markedsbaserte inflasjonsforventninger har falt i USA og i euroområdet siden forrige rapport og er nær inflasjonsmålene. Vi anslår at den underliggende prisveksten for våre fire viktigste handelspartnere samlet avtar fra 5,3 prosent i fjor til 3 prosent i år og til litt over 2 prosent i 2025. Anslagene for lønns- og prisveksten er lite endret fra junirapporten, se tabell 1 i vedlegget.

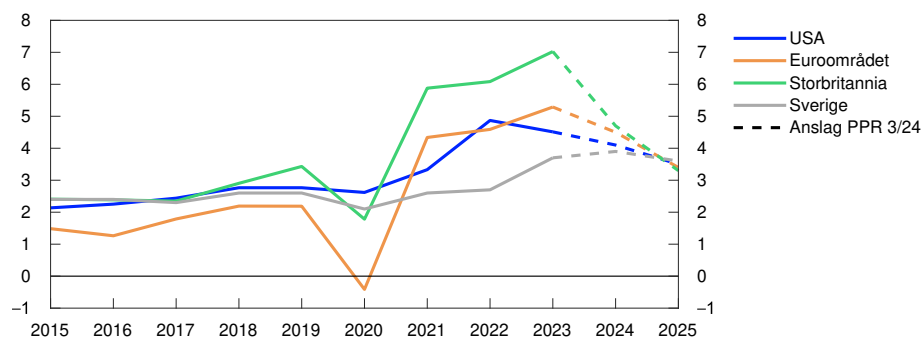
Lavere styringsrenteforventninger

Sentralbankene i euroområdet, Storbritannia og Sverige har satt ned styringsrentene siden forrige rapport. Den amerikanske sentralbanken har signalisert at styringsrenten vil kuttes på rentemøtet i september. Markedsaktørene venter at sentralbankene ute setter ned renten raskere og mer enn de ventet i juni, se figur 1.4.

Markedsuroen i begynnelsen av august førte til et brått fall i aksjekursene, men bevegelsene ble raskt reversert. Samlet sett er amerikanske og europeiske aksjeindekser lite endret siden forrige rapport. Også kredittpåslagene for foretaksobligasjoner er lite endret.

Figur 1.3 Lønnsveksten er på vei ned

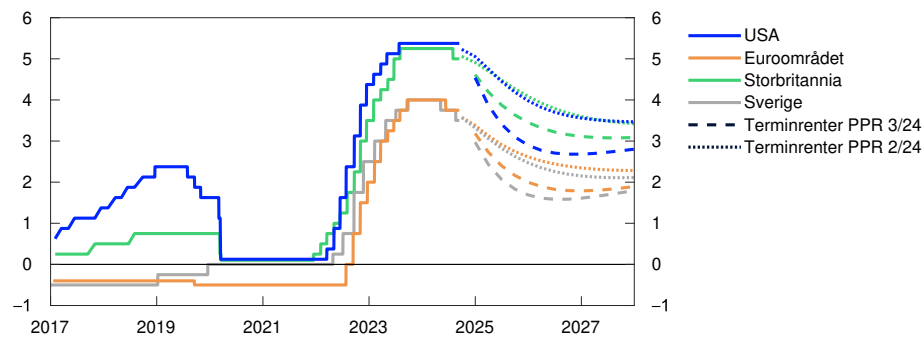
Lønn per ansatt. Årsvekst. Prosent



Kilder: LSEG Datastream og Norges Bank

Figur 1.4 Styringsrenteforventningene ute har falt mye

Styringsrenter og beregnede terminrenter. Prosent



Kilder: Bloomberg, LSEG Datastream og Norges Bank

Veksten ute ventes å ta seg opp

Høy inflasjon og rask økning i styringsrentene dempet den økonomiske aktiviteten gjennom fjoråret. Samlet sett er kapasitetsutnyttingen hos våre viktigste handelspartnere trolig under et normalt nivå. BNP-veksten for handelspartnerne falt litt fra første til andre kvartal. Utviklingen var samlet sett om lag som anslått i junirapporten.

I Sverige falt aktiviteten fra første til andre kvartal. Lavere konsumprisvekst og nedgang i styringsrenten vil etter hvert bedre svenske husholdningers kjøpekraft. Vi venter at BNP-veksten i Sverige tar seg opp mot slutten av året. Også i resten av Europa venter vi at bedring i husholdningenes kjøpekraft løfter aktiviteten fremover. Økte forsvars- og energiinvesteringer vil trolig også bidra til økt BNP-vekst de nærmeste årene.

I USA har arbeidsledigheten økt de siste månedene, men andre indikatorer for arbeidsmarkedet tyder på relativt høy etterspørsel etter arbeidskraft fremdeles. God vekst i husholdningenes forbruk har bidratt til å holde BNP-veksten oppe. Vi venter at husholdningenes sparing etter hvert tiltar. Dette vil trolig dempe BNP-veksten fremover.

I Kina har BNP-veksten vært moderat hittil i år, og veksten i både private investeringer og konsum har vært lav. En synkende arbeidsstyrke og høy gjeld blant lokale myndigheter og statseide selskaper vil trolig bidra til at veksten avtar fremover. Amerikanske og europeiske myndigheters vedtak om økning av importtoll på kinesiske varer vil trolig også dempe aktiviteten.

Vi anslår at BNP-veksten hos handelspartnerne tar seg gradvis opp gjennom prognoseperioden. Anslagene er lite endret fra forrige rapport. Kapasitetsutnyttingen for handelspartnerne samlet vil trolig holde seg litt under et normalt nivå de neste årene.

Usikkerhet om den økonomiske utviklingen

For å få tjenestepriisveksten ned til et nivå som er forenlig med en konsumprisvekst på to prosent, kan sentralbankene måtte holde sine

styringsrenter oppe i en lengre periode enn lagt til grunn nå. Da kan vekstutsiktene svekkes. På den annen side har inflasjonen falt mye i mange land de siste årene. Dersom konsumprisveksten faller mer enn ventet og styringsrentene settes ned raskere enn lagt til grunn, kan veksten ute ta seg opp mer enn anslått. Tilspissing av handelskonflikter og klima- og energiomstillingen bidrar til usikkerhet om inflasjonsutviklingen. Pågående kriger i flere land bidrar også til usikkerhet om den internasjonale utviklingen fremover.

Lavere energipriser i Norge

Energiprisene har falt mye siden toppen i 2022. Siden junirapporten har både oljeprisen og kraftprisen i Norge falt videre. Veksten i våre indekser for priser på importerte innsats- og konsumvarer til Norge er fortsatt lav.

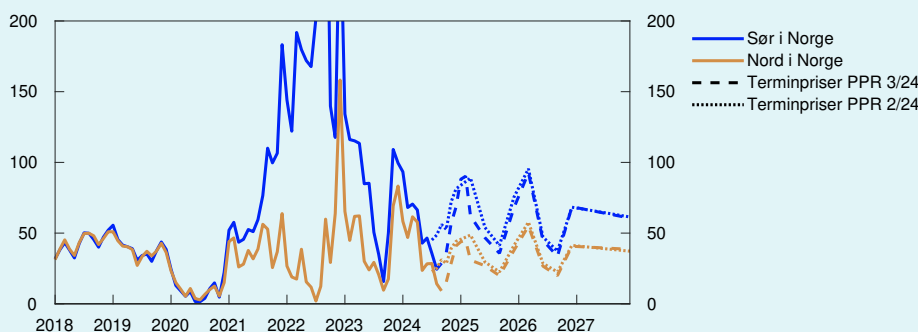
Oljeprisen har falt siden juni. Nedgangen kan ses i lys av høyere vekst i oljeproduksjonen utenfor OPEC-pluss og lavere vekst i globalt oljeforbruk. Fremtidsprisene indikerer en videre nedgang, se tabell 1.A. OPEC-pluss har inntil videre opprettholdt produksjonskuttene som har understøttet oljeprisen de senere årene.¹ Mye ledig kapasitet og lav markedsandel kan likevel gjøre det vanskelig å videreføre kuttene fremover.² En større regional konflikt i Midtøsten eller bortfall av oljeproduksjon andre steder kan på sin side gi en oppgang i oljeprisen.

Den europeiske gassprisen er lite endret siden forrige rapport. Europeiske gasslagre er høye og gassforbruket utvikler seg svakt. Samtidig har prisen på import av flytende gass (LNG) til Europa holdt seg oppe. LNG-prisene kan gjenspeile at veksten i det globale LNG-tilbudet er begrenset på kort sikt.

Kraftprisene i Tyskland er lite endret siden juni. Fremtidsprisene har falt noe. Det kan ses i sammenheng med utviklingen i fremtidsprisene for gass, kull og utslippkvoter. I Norge har kraftprisene falt markert på grunn av mye nedbør og vind. Også fremtidsprisene for 2025 har falt, men for 2026 og 2027 er de lite endret. Fremtidsprisene for de kommende årene indikerer fremdeles høyere priser enn i 2024, se figur 1 A.

Figur 1.A Kraftprisene har falt

Øre/kWh

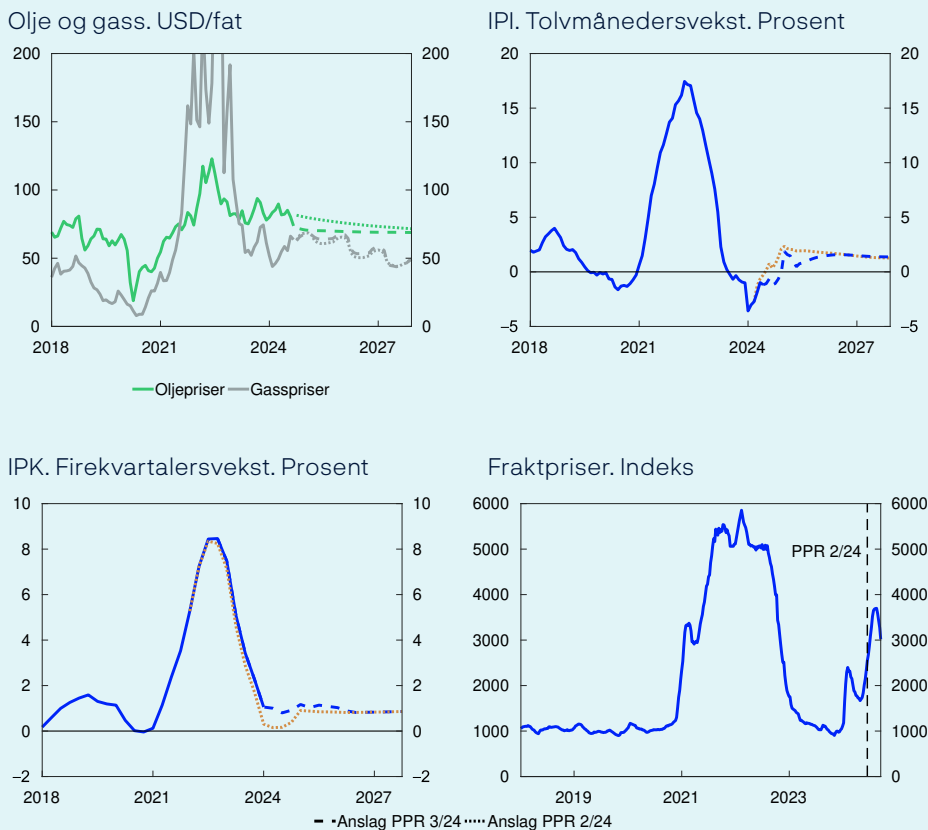


Kilder: Bloomberg, LSEG Datastream og Norges Bank

1 OPEC-pluss består av 12 OPEC-land og 10 land utenfor OPEC, se OPEC «[Member countries](#)» og det amerikanske energibyrået (2023) «[What is OPEC+ and how is it different from OPEC?](#)».

2 Det internasjonale energibyrået (IEA) juni 2024 [Oil 2024 – Analysis – IEA](#).

Figur 1.B Internasjonale prisimpulser har avtatt



Kilder: LSEG Datastream og Norges Bank

Prisene på metaller er noe lavere enn i junirapporten. Dette kan ses i sammenheng med svakere økonomisk vekst i Kina, spesielt knyttet til eiendomssektoren. Fremtidsprisene indikerer en viss oppgang de nærmeste årene. Økt behov for metaller i klima- og energiomstillingen kan understøtte metallprisene.

Siden forrige rapport har veksten i vår indikator for internasjonale prisimpulser til importerte innsatsvarer (IPI) vært litt lavere enn ventet, se figur 1.B. Sammen med noe lavere fremtidspriser på metaller bidrar dette til at anslagene for den videre veksten i IPI er litt lavere enn i forrige rapport.

Veksten i indeksen for internasjonale prisimpulser til importerte konsumvarer (IPK) har vært høyere enn ventet i forrige rapport, se figur 1.B. Oppdaterte importvekter tilsier at vridningen fra høykostland til lavkostland har trukket prisveksten ned mindre enn tidligere anslått. Også fremover venter vi nå at vridningseffektene blir mindre. På den annen side kan lavere matvarepriser, se tabell 1.A, etter hvert bidra til lavere vekst i IPK. Sammenlignet med forrige rapport venter vi nå at prisimpulsene fra importerte konsumvarer vil være litt høyere i årene fremover.

Fraktprisene er høyere enn de var ved forrige rapport. Dette skyldes blant annet urolighetene i Rødehavet, lav vannstand i Panamakanalen og høy etterspørsel i kontainermarkedet. De siste ukene har fraktprisene falt. Vi legger til grunn at tilbudsforstyrrelsene i skipsfarten vil være midlertidige, men at det vil ta lengre tid enn vi la til grunn i forrige rapport før prisene kommer ned igjen.

TABELL 1.A Råvarepriser

Prosentvis endring i anslag fra Pengepolitisk rapport 2/2024 i parentes	Snittpris (2010–2019)	Realiserte priser og fremtidspriser ¹					
		2022	2023	2024	2025	2026	2027
Olje, USD/fat	80	101	83	80 (-3)	70 (-10)	69 (-7)	69 (-5)
Nederlandsk gass, Euro/MWh	20	124	41	33 (-2)	37 (-1)	33 (1)	28 (-3)
Kull, Euro/tonn	66	290	118	102 (-3)	105 (-7)	107 (-7)	107 (-6)
Utslippskvoter, Euro/tonn	10	81	84	65 (-1)	66 (-5)	69 (-6)	71 (-6)
Tysk kraft, Euro/MWh	42	256	102	79 (-1)	86 (-7)	82 (-1)	75 (2)
Nordisk kraft, Øre/kWh	32	142	66	44 (-14)	46 (-13)	48 (-4)	49 (-1)
Kraft sør i Norge, Øre/kWh	31	206	84	53 (-14)	57 (-12)	59 (-4)	61 (-1)
Kraft nord i Norge, Øre/kWh	32	38	43	34 (-12)	31 (-12)	35 (-6)	39 (4)
Aluminium, USD/tonn	1945	2704	2255	2388 (-2)	2535 (-3)	2618 (-2)	2675 (-1)
Kobber, USD/tonn	6761	8823	8486	9144 (-3)	9448 (-4)	9557 (-3)	9578 (-2)
Stål, USD/tonn	463	721	621	584 (-1)	589 (-1)	-	-
Hvete, USD/tonn	210	331	238	213 (-5)	231 (-7)	241 (-3)	-
Mais, USD/tonn	183	271	221	167 (-5)	174 (-9)	181 (-5)	181 (-3)

1 Terminpriser per 13. september 2024.

Kilder: LSEG Datastream og Norges Bank

2. Finansielle forhold

Styringsrenten har vært holdt uendret på 4,5 prosent siden forrige rapport. Markedsprisingen indikerer at den ventes å falle raskere fremover enn vi anslår i denne rapporten. Boliglånsrenten har endret seg lite siden forrige rapport, og vi anslår at den vil avta fra neste år. Kronen har svekket seg, og vi venter at den vil være noe svakere fremover enn vi la til grunn i forrige rapport.

Markedet venter raskere kutt i styringsrenten

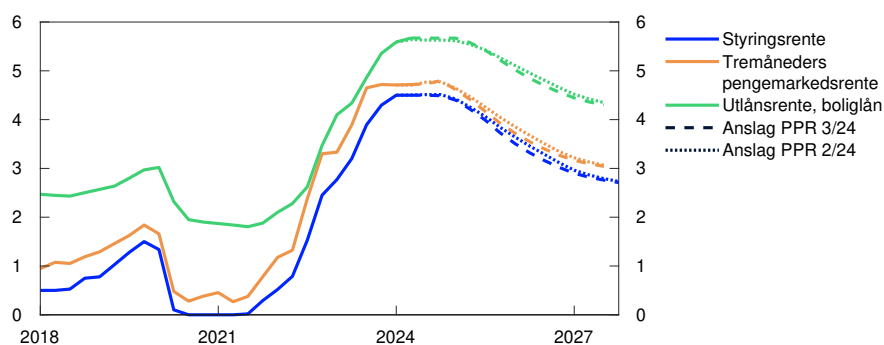
Forventet styringsrente steg litt etter rentemøtet i juni. Siden har renteforventningene i markedet falt. Det må ses i lys av et fall i forventede styringsrenter hos våre handelspartnere. Lavere inflasjonstall her hjemme har trolig også trukket forventningene ned. Markedsprisingen tyder nå på forventninger om at styringsrenten kuttes med 0,25 prosentenheter i desember, og med ytterligere 1,5 prosentenheter til sammen gjennom neste år, se figur 4.2 på [side 46](#). Det er et raskere rentefall enn vi anslår i denne rapporten. Mot slutten av prognoseperioden er markedets renteforventninger på om lag samme nivå som prognosen i denne rapporten.

Boliglånsrenten er lite endret

Gjennomsnittlig rente på utestående boliglån med flytende og fast rente var 5,7 prosent ved utgangen av juli. Det var om lag som anslått i forrige

Figur 2.1 Husholdningenes boliglånsrente avtar noe fra neste år

Renter. Prosent



Kilder: LSEG Datastream, Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

rapport. Samlet sett har boliglånsrenten i stor grad fulgt oppgangen i styringsrenten siden høsten 2021, se figur 2.1. For boliglån med flytende rente har gjennomsnittet vært på 90 prosent, men det avtok noe mot slutten av renteoppgangen. Bankene har fortsatt høy lønnsomhet og lave tap på utlån og mulighet til å konkurrere på pris for å beholde eller vinne markedsandeler. Vi venter at boliglånsrenten vil være om lag uendret frem til årsskiftet. Fra neste år ventes den å falle etter hvert som styringsrenten settes ned.

Gjennomsnittlig rente på husholdningenes bankinnskudd med flytende og fast rente var 3,1 prosent ved utgangen av juli, det samme som tre måneder tidligere. Siden renteoppgangen startet høsten 2021 har innskuddsrenten økt klart mindre enn boliglånsrenten. Det må blant annet ses i lys av at bankene har hatt høy innskuddsdekning, noe som kan ha bidratt til at konkurransen om innskudd har vært svakere enn konkurransen om utlån. Fra neste år venter vi at innskuddsrenten vil avta noe mindre enn både styringsrenten og boliglånsrenten. Bankenes rentemargin vil i så fall avta mot et mer normalt nivå.

Utlånsrentene til foretak har økt litt

Rentene på nye lån til foretak med flytende rente var 6,7 prosent i juli, målt som et veid gjennomsnitt av bank- og obligasjonsgjeld. Det var noe høyere enn ved forrige rapport, se figur 2.2.

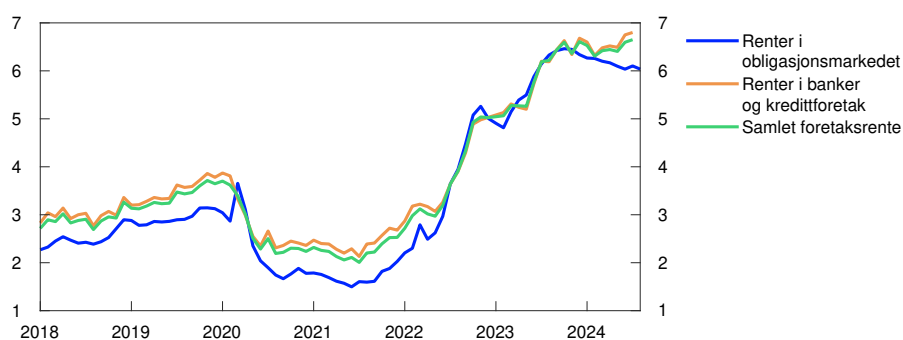
Renten på banklån til foretak tar utgangspunkt i tremåneders Nibor, som er om lag uendret siden forrige rapport. Forventet styringsrente for de nærmeste tre månedene har falt noe, men det har blitt motvirket av en tilsvarende økning i risikopåslaget i Nibor. Risikopåslaget ligger nå rundt 0,25 prosentenheter, i tråd med anslaget fra forrige rapport, se figur 2.3. Vi anslår et påslag på 0,3 prosentenheter fra fjerde kvartal og ut prognoseperioden.

Utlånsmarginen utover Nibor som foretak betalte for nye banklån, økte noe fra april til juli og bidro til noe høyere renter på nye banklån til foretak. I Norges Banks siste utlånsundersøkelse ventet bankene at utlånsmarginen

Figur 2.2 Renten på ny foretaksfinansiering har økt litt

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

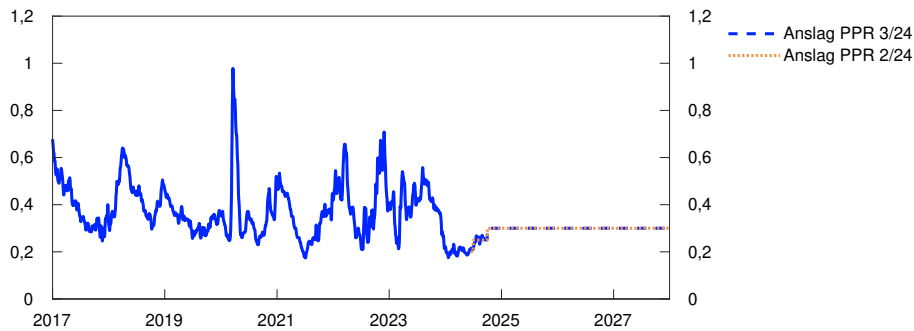
Prosent



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

Figur 2.3 Om lag uendret pengemarkedspåslag fremover

Pengemarkedspåslag. Prosentenheter



Kilder: Bloomberg og Norges Bank

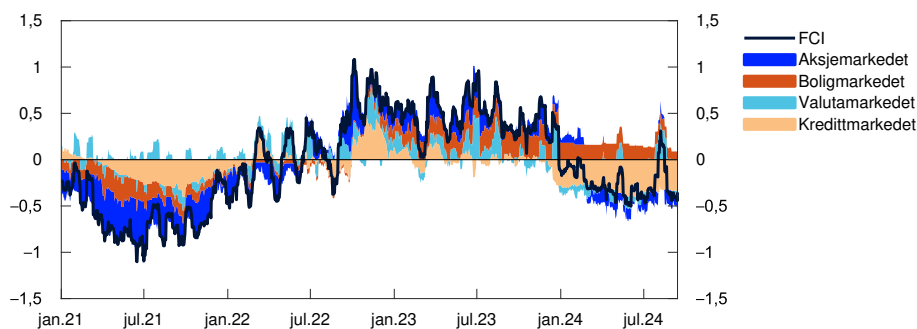
I obligasjonsmarkedet for foretak har risikopåslagene falt litt siden forrige rapport. Emisjonsaktiviteten i dette markedet er høy, slik den også var før sommeren. Langsiktige obligasjonslån til foretak med fast rente tar utgangspunkt i swaprenter med tilsvarende løpetid. De langsiktige swaprentene har falt siden forrige rapport og bidrar til reduserte kostnader for slike lån.

Foretak kan også finansiere seg i aksjemarkedet. Siden forrige rapport har hovedindeksen på Oslo Børs steget med rundt 1 prosent. Sektorene eiendom, teknologi og industri har bidratt mest til oppgangen, mens utviklingen har vært svakest innen energi og materialer.

Markedets forventninger om raskere fall i styringsrenten bidrar til lavere markedsrenter og mer lempelige finansielle forhold enn ved forrige rapport. Øvrige finansielle forhold som har betydning for husholdninger, banker og andre foretak oppsummeres i vår indeks for finansielle forhold (FCI), se figur 2.4. Markedsuroen i begynnelsen av august ga en liten tilstramming i de finansielle forholdene, men den ble nokså raskt reversert. Indeksen indikerer nå at de øvrige finansielle forholdene er litt mer

Figur 2.4 FCI er lite endret siden juni

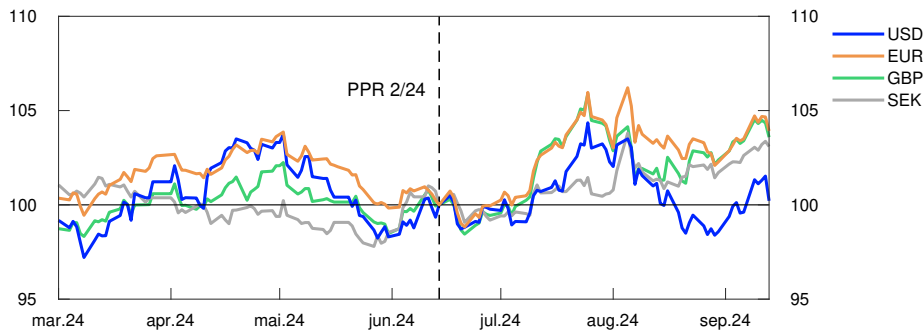
Indeks for finansielle forhold (FCI). Standardavvik fra gjennomsnitt



Kilder: Bloomberg, Eiendom Norge, Eiendomsverdi, Finansportalen, Finn.no, LSEG Datastream, Nordic Bond Pricing, Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 2.5 Ulik utvikling i kronkursen mot handelspartnerens valutaer

Indeks. 14. juni 2024 = 100



Kilder: Bloomberg og Norges Bank

lempelige enn de har vært i gjennomsnitt de siste 20 årene, og om lag som de var ved forrige rapport.

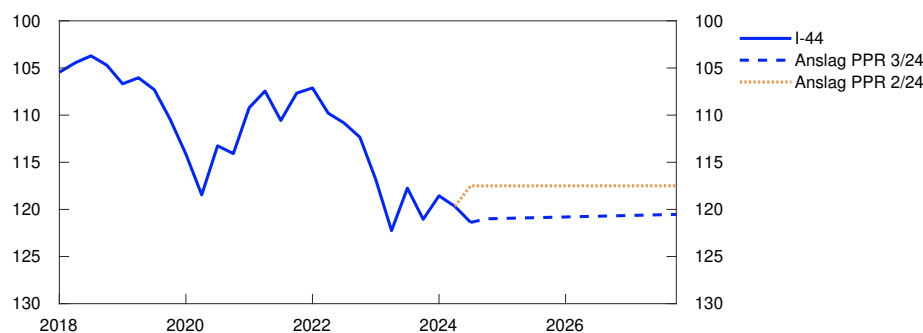
Svakere kronkurs enn anslått

Kronen svekket seg mot våre viktigste handelspartneres valutaer i sommer, etter at prisveksten i juni falt mer enn anslått og i forbindelse med markedsuroen i begynnelsen av august. Siden har kronen svingt og kan blant annet ha vært påvirket av bevegelser i internasjonale finansmarkeder og petroleumspriser. Samlet sett er kronen svakere enn ved forrige rapport mot både euro, britiske pund og svenske kroner, mens den er lite endret mot amerikanske dollar, se figur 2.5. I denne perioden har rentene ute falt mer enn rentene her hjemme, slik at renteforskjellen mot handelspartnerne har steget litt. På den annen side har oljeprisen falt med rundt 10 prosent. Målt ved den importveide kursen I-44 har kronen så langt i tredje kvartal vært om lag 3 prosent svakere enn vi anslo i forrige rapport.

Vi anslår at kronen styrker seg litt ved fremleggelsen av denne rapporten, siden renteprognosen her er noe høyere enn markedets renteforventninger. Deretter anslår vi om lag uendret kronkurs ut prognoseperioden, se figur 2.6. Det innebærer en kronkurs som er rundt 3 prosent svakere

Figur 2.6 Litt svakere krone enn anslått i juni

Importveid valutakursindeks. I-44



Kilde: Norges Bank

enn anslått i forrige rapport. Den reelle kronekursen, målt som relativ konsumprisutvikling i Norge og utlandet regnet i felles valuta, anslås imidlertid å styrke seg noe i årene fremover. Det gjenspeiler at konsumprisveksten her hjemme ligger an til å bli noe høyere enn hos våre handelspartnere.

3. Norsk økonomi

Prisveksten har falt mye siden slutten av 2022, og siden forrige rapport har prisveksten avtatt mer enn vi ventet. Kapasitetsutnyttningen synes å være nær et normalt nivå. En høy andel av befolkningen er i jobb, men arbeidsledigheten har steget noe fra et lavt nivå.

Vi anslår at kapasitetsutnyttningen vil falle noe under et normalt nivå neste år. Arbeidsledigheten vil trolig øke noe, om lag til nivået i perioden før pandemien. Svekkelsen av kronen sammen med høy vekst i lønnskostnadene vil trolig bremse den videre nedgangen i prisveksten. Vi anslår at prisveksten vil nærme seg inflasjonsmålet mot slutten av 2027.

3.1 Produksjon og etterspørsel

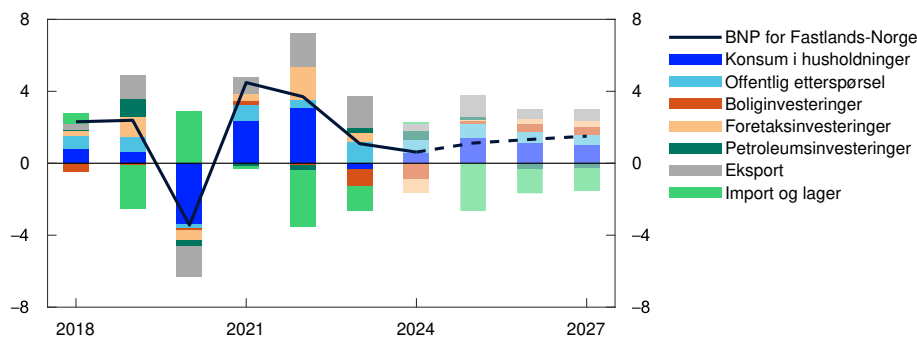
Lav vekst i norsk økonomi

Veksten i norsk økonomi har vært lav siden starten av fjoråret. Økt rente og høy kostnadsvekst har bidratt til at både bolig- og foretaksinvesteringene har falt. Lavere kjøpekraft har dempet konsumet, mens en svakere krone har bidratt til å løfte eksporten. Samtidig har petroleumsinvesteringene økt, og veksten i offentlig etterspørsel har vært høy.

Den økonomiske veksten var svak også i andre kvartal og litt lavere enn vi anslo i juni. Bedriftene i Regionalt nettverk melder samlet sett om noe høyere aktivitet i tredje kvartal, men veksten ser ut til å ha vært litt lavere enn bedriftene så for seg før sommeren. Det er store forskjeller mellom næringene. Oljeleverandørene har oppjustert forventningene sine til veksten i tredje kvartal, og tjenesteytere melder om økt etterspørsel fra både næringsliv og husholdninger. Bedriftene innen industrien venter svak vekst i aktiviteten, mens bygge- og anleggsnæringen og varehandelen venter nedgang. Samlet venter bedriftene at aktiviteten vil øke noe gjennom andre halvår.

Figur 3.1 Lav vekst i norsk økonomi

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



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Vi venter at aktiviteten tar seg opp i andre halvår i tråd med forventningene i Regionalt nettverk og prognosene fra SMART, se boks om Norges Banks system for modellanalyse i realtid på [side 26](#). Vi anslår at BNP for Fastlands-Norge øker med 0,6 prosent i 2024. Oppgang i husholdningenes konsum, økt offentlig etterspørsel og økte petroleumsinvesteringer bidrar til vekst, mens lavere foretaks- og boliginvesteringer demper aktiviteten, se figur 3.1. Lengre frem venter vi at både foretaks- og boliginvesteringene vil ta seg opp, mens petroleumsinvesteringene ventes å falle. Anslagene for BNP-veksten for Fastlands-Norge er litt nedjustert fra forrige rapport for inneværende år og neste år, men lite endret i årene fremover.

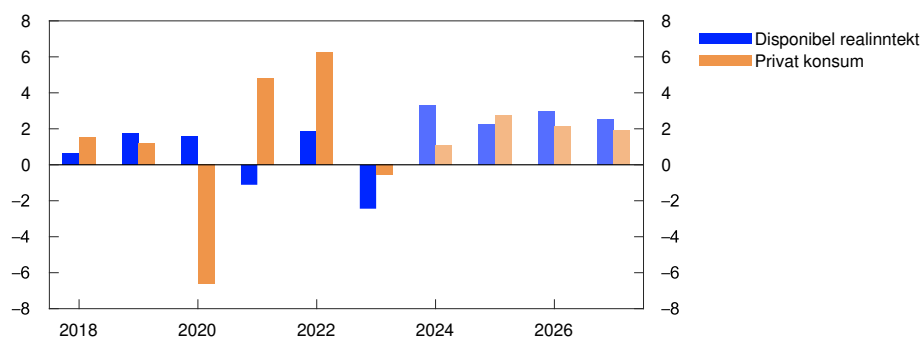
Økt kjøpekraft kan gi økt konsum

Etter en svak utvikling i husholdningenes konsum i første kvartal tok veksten seg opp i andre kvartal. Utviklingen i samlet konsum har vært som ventet. Varekonsumet økte mer enn ventet i andre kvartal, men falt i juli. Varekonsumet, og særlig husholdningenes bilkjøp, har variert mye. Nye regler for beregning av merverdiavgift på leasingbiler og innføring av et nytt EU-direktiv som setter strengere krav til teknisk standard på biler har bidratt til et unormalt mønster i bilkjøpene. Vi legger til grunn at dette normaliseres gjennom høsten. Korttransaksjonsdata indikerer at kjøp av andre varer har holdt seg oppe gjennom sommeren. Tjenestekonsumet var svakere i andre kvartal enn vi anslo i forrige rapport, men bedriftene i vårt regionale nettverk melder om økt etterspørsel fra husholdningene gjennom sommeren og venter at aktiviteten vil øke videre utover høsten.

Vi venter at reallønnsveksten vil øke betydelig i år. Sammen med økt sysselsetting vil dette føre til økt disponibel realinntekt for husholdningene, se figur 3.2. Anslaget for 2024 er oppjustert siden forrige rapport. Vi venter at høyere kjøpekraft vil løfte konsumet. Samtidig har spareraten økt mye fra et lavt nivå og vi anslår at husholdningene vil øke forbruket mindre enn oppgangen i inntekten i år. Sammenlignet med forrige rapport er anslaget på husholdningenes konsum lite endret, mens vi venter at spareraten vil være høyere. Mot slutten av prognoseperioden venter vi at spareraten vil være nær gjennomsnittet i perioden før pandemien.

Figur 3.2 Utsikter til økt disponibel realinntekt

Disponibel realinntekt og privat konsum. Årsvekst. Prosent



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Husholdningenes gjeldsbelastning er høy. Gjeldsveksten avtok mye gjennom fjoråret. Den har økt noe så langt i år, men er fremdeles lav. Oppgangen kan ha sammenheng med at boligprisveksten har økt og kan reflektere en forventning om at rentetoppen er nådd. Vi venter at gjeldsveksten vil holde seg lav de neste par årene, og at gjelden vil øke mindre enn inntektene. Det vil føre til lavere gjeldsbelastning utover i prognoseperioden. Høy gjeld, i hovedsak til flytende rente, har bidratt til en markert oppgang i husholdningenes renteutgifter, se figur 3.3. Med lavere gjeldsbelastning og nedgang i styringsrenten vil rentebelastningen avta gradvis fra et høyt nivå.

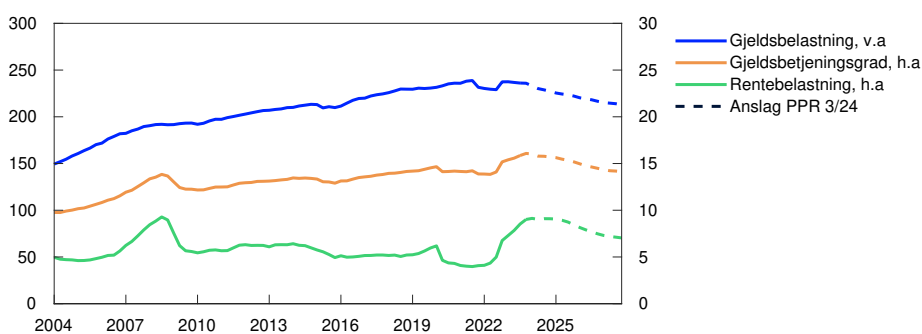
Fortsatt lave boliginvesteringer

Boliginvesteringene falt videre i andre kvartal. Dette var som ventet. Høye byggekostnader og et høyere rentenivå har ført til svak lønnsomhet i mange prosjekter. I tillegg har prisene på nye boliger økt mer enn prisene i bruktboligmarkedet de siste årene, noe som har dempet salget av nye boliger.

Så langt i år har bruktboligprisene økt mye, og mer enn prisene på nye boliger. Omsetningen i bruktboligmarkedet har vært høy, og et høyt antall boliger har blitt lagt ut for salg de siste månedene. Nyboligsalget har

Figur 3.3 Husholdningenes rentebelastning har økt

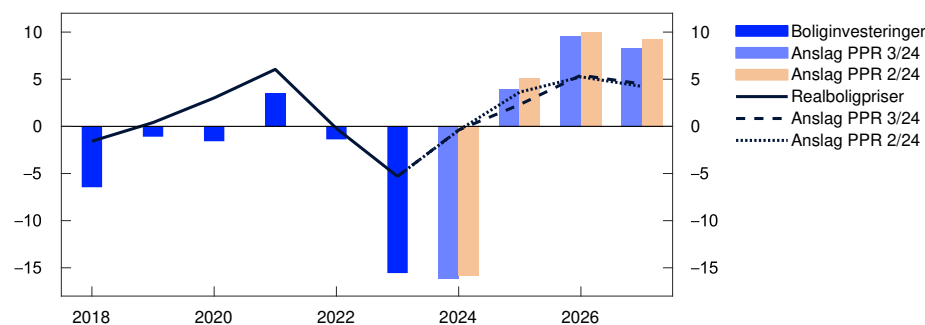
Prosent



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 3.4 Fall i boliginvesteringene

Boliginvesteringer og realboligpriser. Årsvekst. Prosent



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

også tatt seg litt opp, men det selges fremdeles lite. Det vil ta noe tid før byggingen av prosjektene som nå er solgt, starter. Dette tilsier svak utvikling i boliginvesteringene også de nærmeste kvartalene.

Bruktboligprisene har utviklet seg litt svakere gjennom sommeren enn ventet. Fremover venter vi at lav tilførsel av nye boliger, økt kjøpekraft for husholdningene og etter hvert lavere boliglånsrente vil bidra til høyere bruktboligpriser. Redusert prisforskjell mellom nye og brukte boliger ventes å bidra til å øke salget av nye boliger. Samlet venter vi at økt salg og økte realboligpriser vil løfte boliginvesteringene utover i prognoseperioden, se figur 3.4.

Nedgang i foretaksinvesteringene i år

Investeringene i fastlandsbedriftene har falt mye siden i fjor sommer, men økte i andre kvartal. Nedgangen det siste året må ses i lys av økte renter, høy kostnadsvekst og sterk vekst i tjenesteinvesteringene i 2021 og 2022. Vi anslår at investeringene vil falle i andre halvår og bli lavere i år enn i 2023. Fra neste år venter vi at lavere kostnadsvekst, etter hvert lavere renter, økt digitalisering og prosjekter knyttet til klima- og energiomstillingen vil bidra til høyere investeringer.

Høyere petroleumsinvesteringer

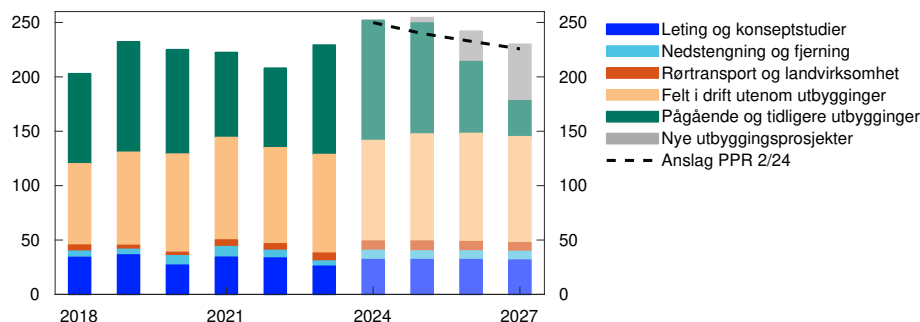
Investeringene i petroleumssektoren økte markert i fjor. Den sterke veksten gjenspeiler at det ble satt i gang en rekke utbygginger i 2022 som følge av oljeskattepakken og høye petroleumspriser. Vi anslår at investeringene vil øke om lag like mye i år og ytterligere noe til neste år. Anslagene er oppjustert sammenlignet med forrige rapport på bakgrunn av investeringstilingen til Statistisk sentralbyrå. Investeringene i de pågående utbyggingene ventes å falle markert etter 2025, og nedgangen vil trolig ikke oppveies fullt ut av investeringer i nye prosjekter, se figur 3.5. Vi anslår derfor at petroleumsinvesteringene vil falle en del i 2026 og 2027.

Svakere krone bidrar til å øke eksporten

Eksporten fra fastlandsbedriftene har økt mye de to siste årene. Veksten har i stor grad vært drevet av svakere kronekurs, økt turisme og økte

Figur 3.5 Høyere petroleumsinvesteringer i år

Petroleumsinvesteringer. Faste 2024-priser. Mrd. kroner



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

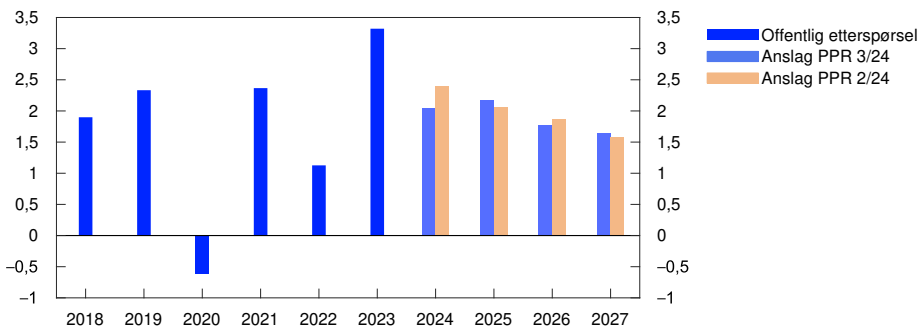
investeringer innen olje, gass og grønn teknologi i utlandet. Vi venter at de samme faktorene vil føre til at eksporten øker litt også i 2024. Eksporten vil trolig bli løftet av økt vekst i utlandet. Reiselivsbedrifter i Regionalt nettverk rapporterer om flere utenlandske gjester. Flere industribedrifter og oljeleverandører melder om sterk vekst i eksportmarkedene hvor svakere krone bidrar til at de kommer inn på nye markeder. Kronesvekkelsen bidrar samtidig til å dempe importen. Samlet venter vi moderat vekst både i eksporten og importen igjennom prognoseperioden.

Høy vekst i offentlig etterspørsel

Anslagene for offentlig etterspørsel bygger på revidert nasjonalbudsjett som ble lagt frem i vår. Etter et fall i første kvartal, tok veksten i offentlig etterspørsel seg opp i andre kvartal. Det var særlig offentlig konsum som økte. Utviklingen i første halvår var litt svakere enn ventet i forrige rapport. Vi legger til grunn at veksten i offentlig etterspørsel avtar de neste årene, se figur 3.6. Som andel av fastlandsøkonomien vil offentlig etterspørsel øke litt.

Figur 3.6 Høy vekst i offentlig etterspørsel

Offentlig etterspørsel. Årsvekst. Prosent



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Anslagene er usikre

Prognosene for norsk økonomi er usikre. Det er lav vekst i fastlandsøkonomien. Samtidig som bedriftene i Regionalt nettverk har nedjustert sine forventninger til produksjonsveksten i inneværende kvartal, har andelen bedrifter som melder om full kapasitetsutnyttning økt fra forrige runde. Videre er det stor spredning i bedriftenes vurdering av utsiktene og forskjellene har tiltatt siden før sommeren. Det gjør det mer krevende enn normalt å tolke de samlede utsiktene.

Boliginvesteringene har falt mye de siste årene. Samtidig melder flere av bedriftene i Regionalt nettverk om lengre beslutningsprosesser og at flere prosjekter blir utsatt eller kansellert. Dette kan indikere en svakere utvikling i boliginvesteringene fremover enn vi anslår. Samtidig kan høy boligprisvekst, økt kjøpekraft i husholdningene og etter hvert en nedgang i styringsrenten bidra til at boligbyggingen øker mer enn vi legger til grunn.

De siste årene har husholdningene redusert sparingen betydelig for å opprettholde forbruket. Når kjøpekraften nå igjen øker, er det usikkert hvor mye husholdningene vil øke forbruket og hvor mye de vil ønske å spare.

SMART- System for modellanalyse i realtid

System for modellanalyse i realtid (SMART) er Norges Banks plattform for prognosemodeller.¹ Systemet vekter anslag fra et bredt sett av ulike modeller basert på deres historiske anslags-egenskaper. SMART-anslagene for BNP Fastlands-Norge er om lag uendret fra forrige rapport. Modellanslagene for KPI-JAE er nedjustert siden forrige rapport.

Modellanslag er et viktig verktøy for å vurdere utsiktene for norsk økonomi, men de vil ikke nødvendigvis være identiske med våre endelige prognoser. Avvik kan for eksempel skyldes forhold som tilsier at sammenhengene er annerledes enn de har vært historisk.

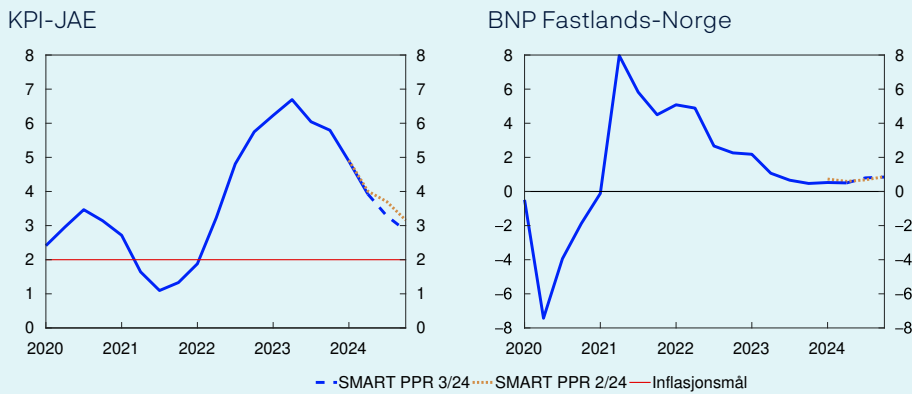
SMART-systemet indikerer nå en litt raskere nedgang i prisveksten enn ved forrige rapport, se venstre panel i figur 3.A. Modellsystemet anslår en firekvartalersvekst for KPI-JAE på 3,3 prosent i tredje kvartal og 2,9 prosent i fjerde kvartal 2024. Nedjusteringen kan ses i lys av at kjerneinflasjonen i andre kvartal kom inn lavere enn SMART-anslaget i forrige rapport.

SMART-anslagene for BNP Fastlands-Norge er lite endret siden junirapporten, se høyre panel i figur 3.A. Modellsystemet anslår en firekvartalersvekst på 0,8 prosent i tredje kvartal og 0,9 prosent i fjerde kvartal.

¹ F. Bowe, I.N. Friis, A. Loneland, E. Njølstad, S.S. Meyer, K.S. Paulsen og Ø. Robstad (2023) «[A SMARTer way to forecast](#)». Staff Memo 7/2023. Norges Bank.

Figur 3.A Ny informasjon har bidratt til lavere SMART-anslag for KPI-JAE og små endringer for BNP Fastlands-Norge

Firekvarteralsvekst. Prosent



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

3.2 Arbeidsmarkedet

Høy sysselsetting

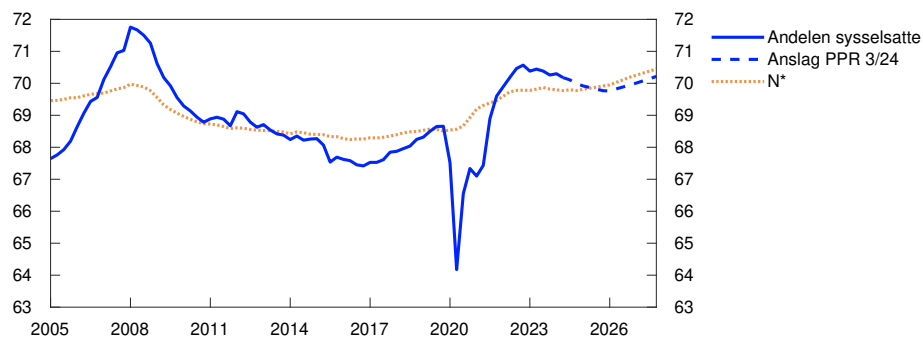
En høy andel av befolkningen er i jobb, men andelen har avtatt noe siden 2022, se figur 3.7. Den registrerte ledigheten er fortsatt litt lavere enn den var i perioden før pandemien. Sysselsettingen var uendret i andre kvartal, etter å ha økt sammenhengende gjennom de siste tre årene. Utviklingen i andre kvartal var som vi anslo i forrige rapport.

Det er store forskjeller mellom næringene. I bygge- og anleggsnæringen fortsatte nedgangen i sysselsettingen som har vedvart det siste året. Samtidig bidro en videre oppgang i helse- og omsorgssektoren til at veksten i sysselsettingen innen offentlig sektor holdt seg oppe.

NAV-ledigheten har steget gradvis i år. I august var ledigheten 2,0 prosent justert for normale sesongvariasjoner og nær nivået fra før sommeren, se figur 3.8. Ledigheten er som vi anslo i forrige rapport.

Figur 3.7 En høy andel av befolkningen er i jobb

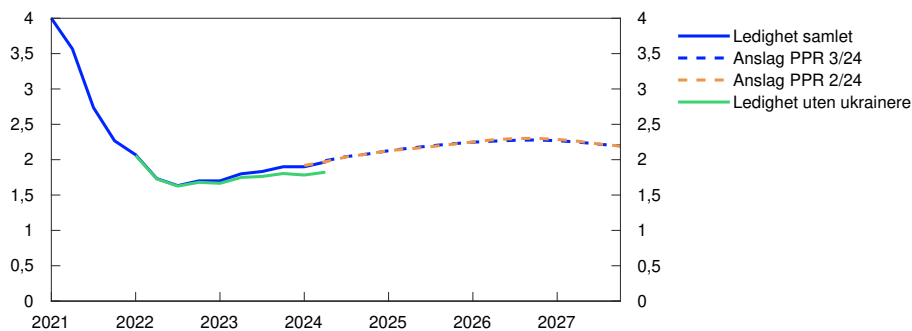
Sysselsatte som andel av befolkningen, 15–74 år. Prosent



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 3.8 Ledigheten ventes å øke noe

Registrert ledighet som andel av arbeidsstyrken. Sesongjustert. Prosent



Kilder: NAV og Norges Bank

Ifølge Arbeidskraftundersøkelsen (AKU) har ledigheten ligget stabilt på 4,0 prosent siden mars i år. Det er nær nivået fra før pandemien. Siden 2022 har AKU-ledigheten steget mer enn den registrerte ledigheten. Mye av forskjellen forklares ved at AKU fanger opp flere arbeidsledige under 20 år.

Flyktninger øker arbeidstilbudet

Mange ukrainske flyktninger i arbeidsfør alder har kommet til Norge de siste par årene. Historiske erfaringer viser at det tar noe tid før flyktninger kommer i jobb, og andelen som er i jobb øker i takt med botid. Det siste året har ukrainske lønnstakere stått for en betydelig andel av oppgangen i sysselsettingen. En del ukrainere har registrert seg som ledige hos NAV, og denne gruppen står for én tredjedel av oppgangen i ledigheten siden ledigheten var på det laveste, sommeren 2022.

Så langt i år har antall arbeidstakere på korttidsopphold vært nær nivået fra før årsskiftet. Det skjer til tross for en tydelig nedgang i sysselsettingen i bygge- og anleggsnæringen, der mange i denne gruppen jobber, og at kronekursen har svekket seg og redusert verdien av lønnen målt i utenlandsk valuta de siste par årene.

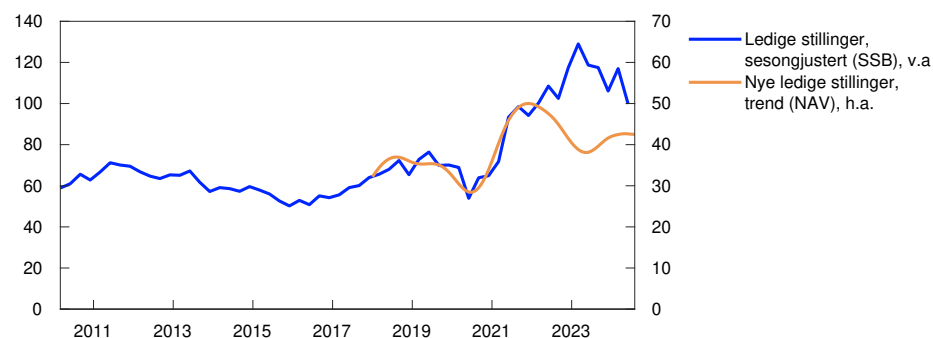
Mange ledige stillinger

Det er mange ledige stillinger, se figur 3.9. Antallet er høyere enn før pandemien og indikerer høy etterspørsel etter arbeidskraft. NAVs statistikk viser at tilstrømmingen av nye ledige stillinger har vært lite endret de siste månedene, etter noe oppgang tidligere i år. Ifølge SSBs utvalgsundersøkelse falt beholdningen av ledige stillinger fra første til andre kvartal i år.

Vi anslår at sysselsettingen vil øke noe i andre halvår i år. Ifølge foreløpige tall fra registerstatistikken økte antall lønnstakere mye i juli, og kontaktene i vårt regionale nettverk ser for seg at det vil være moderat vekst i sysselsettingen frem mot årsskiftet.

Figur 3.9 Ledige stillinger er fortsatt på et høyt nivå

Antall ledige stillinger i 1000



Kilder: NAV, Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

De neste årene venter vi at veksten i sysselsettingen gradvis vil ta seg opp, etter hvert som veksten i den økonomiske aktiviteten øker. I år og neste år vil trolig sysselsettingen øke mindre enn befolkningen, slik at andelen som er i jobb avtar noe. Deretter venter vi at andelen som er i jobb igjen tar seg gradvis opp. Vi legger også til grunn at antall arbeidstakere på korttidsopphold vil øke gradvis i årene fremover, etter hvert som aktiviteten i bygge- og anleggsnæringen igjen tar seg opp. Anslagene er lite endret fra forrige rapport.

De nærmeste årene venter vi at sysselsettingen vil øke noe mindre enn arbeidsstyrken, og at arbeidsledigheten vil øke noe. Vi legger til grunn at flere ukrainske flyktninger vil melde seg på det norske arbeidsmarkedet og bidra til at ledigheten øker noe, se nærmere omtale i boks om produksjonsgapet nedenfor. Anslagene for ledigheten er lite endret fra forrige rapport.

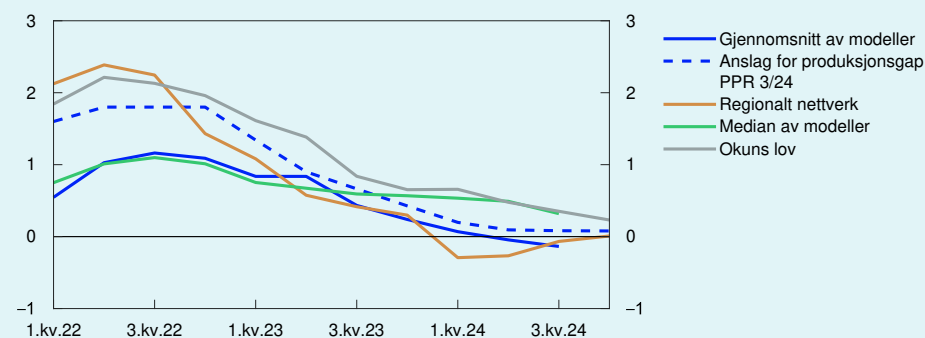
Utflating i kapasitetsutnyttningen

Kapasitetsutnyttningen har avtatt de siste par årene og er nå nær et normalt nivå. Vi venter at kapasitetsutnyttningen vil endre seg lite frem mot årsskiftet, og at den deretter vil avta og holde seg noe under et normalt nivå ut prognoseperioden. Anslagene er lite endret fra forrige rapport.

Kapasitetsutnyttningen, eller produksjonsgapet, uttrykker hvor mye av de samlede ressursene i økonomien som er i bruk. Det er definert som den prosentvise forskjellen mellom den faktiske produksjonen og produksjonspotensialet i fastlandsøkonomien. Produksjonspotensialet blir påvirket av produktiviteten og det høyeste nivået på sysselsettingen som kan opprettholdes over tid uten at lønns- og prisveksten tiltar, heretter kalt N^* . Vi anslår produksjonsgapet på grunnlag av en samlet vurdering av en rekke indikatorer og modeller, der vi særlig legger vekt på utviklingen i arbeidsmarkedet.

Figur 3.B Kapasitetsutnyttningen er nær et normalt nivå

Prosent



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Gjennom fjoråret avtok kapasitetsutnyttningen fra et høyt nivå, se figur 3.B. Veksten i norsk økonomi var lav, og arbeidsledigheten økte noe. Samtidig meldte stadig færre av bedriftene i vårt regionale nettverk om kapasitetsproblemer og knapphet på arbeidskraft. Så langt i år tyder utviklingen på at nedgangen i kapasitetsutnyttningen har stoppet opp. Den økonomiske veksten har vært svak og ledigheten økt noe, men fra juni til august var ledigheten lite endret. I tillegg er antall ledige stillinger fortsatt på et høyt nivå. Andelen bedrifter som melder om kapasitetsproblemer og knapphet på arbeidskraft har økt noe siden årsskiftet, og andelen er nær sine historiske snitt.

Gjennomsnittet av modellene i vårt modellsystem for produksjonsgapet indikerer at kapasitetsutnyttningen har avtatt noe i år, se figur 3.C.¹ En av modellene som bruker informasjon om utviklingen i kreditt relativt til konsumprisene (reakkredit) anslår spesielt lav kapasitetsutnyttning nå, fordi reakkrediten har avtatt mye den siste tiden. Flertallet av modellene i systemet, illustrert med medianen i figur 3.B, anslår litt høyere produksjonsgap enn gjennomsnittet og at utviklingen har vært stabil de siste kvartalene.

Samlet sett vurderer vi at kapasitetsutnyttningen i år vil være nær et normalt nivå. Det er om lag som vi anslo i forrige rapport, og i tråd med indikatorene i figur 3.B. Neste år ventet vi at produksjonen vil øke mindre enn produksjonspotensialet. Det er dermed utsikter til at ledigheten øker noe mens kapasitetsutnyttningen avtar. Vi anslår at produksjonsgapet når en bunn på -0,4 prosent i 2026. Anslagene er lite endret fra forrige rapport.

Vi legger til grunn at antallet ukrainske flyktninger i Norge vil fortsette å øke i år og neste år. Vi ventet at det gradvis vil øke arbeidstilbudet. Fordi det normalt tar noe tid før nyankomne flyktninger kommer i jobb, ventet vi at ledigheten midlertidig vil stige noe mer de neste par årene

¹ Modellsystemet består av et sett med modeller og er basert på informasjon om blant annet BNP for Fastlands-Norge, arbeidsmarkedet, lønnsvekst, investeringsandel i fastlandsbedriftene, innenlandsk prisstigning, boligpriser og kreditt. For nærmere beskrivelse av modellene se Furlanetto, F., K. Hagelund, F. Hansen og Ø. Robstad (2022) «[Norges Bank Output Gap Estimates: Forecasting Properties, Reliability, Cyclical Sensitivity and Hysteresis](#)». Oxford Bulletin of Economics and Statistics, 85(1), side 238–267.

enn anslagene for sysselsettingen og kapasitetsutnyttningen normalt skulle tilsi. Etter hvert som ukrainere i større grad blir integrert i arbeidsmarkedet, ser vi for oss at denne effekten reverseres. Vi venter også at andelen av befolkningen som er i jobb vil avta gradvis og etter hvert være lavere enn N^* , før andelen lenger frem tar seg opp og nærmer seg N^* igjen.

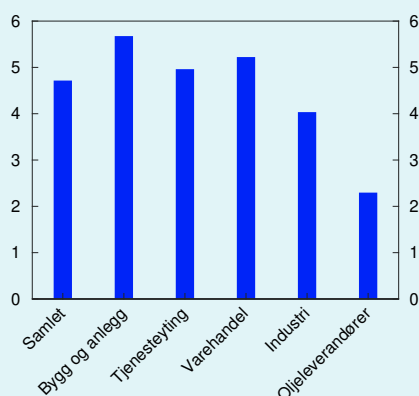
De siste årene har det vært svak produktivitetsvekst i de fleste næringer, og kontaktene i Regionalt nettverk melder om fortsatt lav produktivitetsvekst. Noe av den svake produktivitetsutviklingen den siste tiden kan trolig ses i sammenheng med at vi har vært i en nedgangskonjunktur, og at enkelte bedrifter holder på arbeidskraft i påvente av bedre tider, slik man tidligere har sett tegn til i både Norge og andre land i Europa. Blant bedriftene i vårt regionale nettverk er det indikasjoner på at dette er tilfelle. I tredje kvartal var det flere av bedriftene som oppga at de hadde noe mer ledig bemanning enn normalt, enn som svarte det motsatte, se figur 3.C. Andelen med mer ledig kapasitet enn normalt var særlig høy i varehandelen og i bygg og anlegg. Flertallet av disse bedriftene oppga at de har ledig kapasitet fordi aktiviteten er lav nå, men de venter at den vil ta seg opp. Det tilsier at produktivitetsveksten kan øke noe fremover.

Vi venter at produktivitetsveksten vil ta seg gradvis opp de kommende årene i takt med at den økonomiske aktiviteten, blant annet i byggenæringen, tar seg raskere opp. Samlet sett er anslaget for økonomiens produksjonspotensial lite endret, se tabell 3.A.

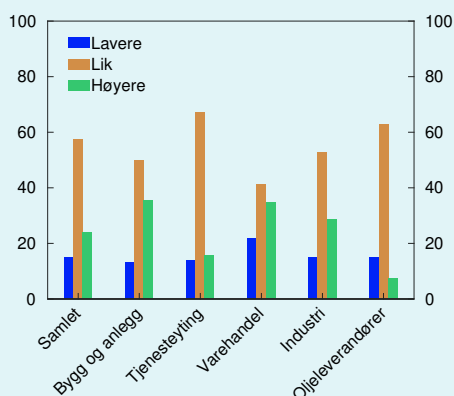
Det er stor usikkerhet knyttet til anslaget for kapasitetsutnyttningen fremover. Skulle kapasitetsutnyttningen fortsette å være uendret også inn i neste år, kan arbeidsledigheten bli lavere og lønnsveksten høyere enn vi nå anslår. På den annen side kan ukrainerne øke arbeidstilbudet mer enn vi nå venter, eller produktivitetsveksten tilta raskere enn vi anslår. Da kan produksjonspotensialet øke mer enn vi nå ser for oss, slik at kapasitetsutnyttningen avtar raskere og arbeidsledigheten blir høyere.

Figur 3.C Bedriftene har flere ansatte enn produksjonen tilsier

Spørsmål 1: Hvor mye kunne dere ha redusert bemanningen og samtidig opprettholdt dagens produksjonsnivå?
Andel av bemanning i prosent



Spørsmål 2: Er denne andelen lavere, lik eller høyere enn normalt?
Andel av bedrifter i prosent



TABELL 3.A Produksjon og produksjonspotensial¹

Endring i anslag fra Pengepolitisk rapport 2/2024 i parentes	Prosentvis endring fra foregående år					
	1995–2009	2010–2023	2024	2025	2026	2027
BNP for Fastlands-Norge	3,1	1,9	0,6 (-0,2)	1,1 (-0,2)	1,3 (0,1)	1,5 (-0,1)
Produksjonspotensialet	3,1	1,8	1,3 (-0,1)	1,4 (-0,2)	1,5 (0)	1,4 (0)
N*	1,3	1,1	0,9 (0)	1,1 (0)	1 (0,1)	0,8 (0)
Underliggende produktivitetsvekst	1,7	0,7	0,4 (-0,1)	0,4 (-0,1)	0,6 (0)	0,6 (0)

¹ Bidraget fra veksten i N* og produktiviteten summerer ikke nødvendigvis eksakt til veksten i produksjonspotensialted grunnet avrundinger. Sammenlignet med forrige rapport er det gjort noen endringer i veksten i N* tilbake i tid. Dette skyldes rettelser i historiske beregninger, ikke nye vurderinger.

3.3 Lønninger og priser

Lavere lønnsvekst neste år

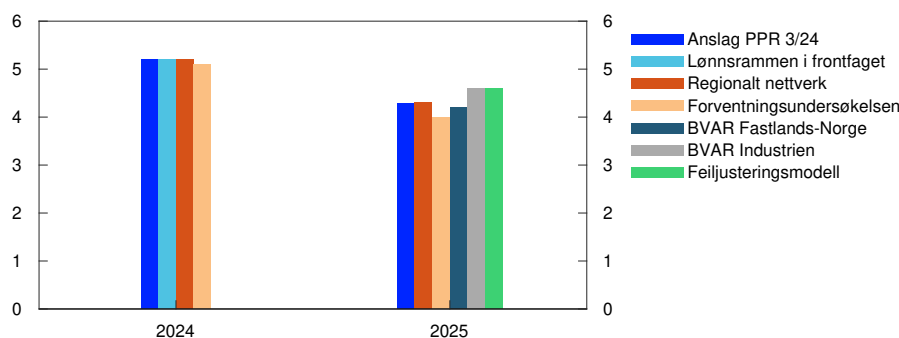
Lønnsveksten er høy etter å ha økt gradvis de siste årene. Høy prisvekst, et stramt arbeidsmarked og god lønnsomhet i deler av næringslivet har bidratt til oppgangen.

Vi anslår en lønnsvekst på 5,2 prosent i år, som i fjor. Anslaget er i tråd med rammen i frontfaget og uendret fra forrige rapport. Også kontaktene i vårt regionale nettverk og partene i arbeidslivet i Norges Banks forventningsundersøkelse indikerer en lønnsvekst nær rammen i frontfaget, se figur 3.10. Forventningene er lite endret fra tidligere i år.

Svekkelsen av kronekursen har bidratt til bedre lønnsomhet i deler av industrien. Vi tror det vil bidra til å løfte lønnsveksten også fremover. På den annen side vil lavere prisvekst og lavere kapasitetsutnyttning trolig dempe lønnsveksten, og samlet anslår vi at lønnsveksten avtar til 4,3 prosent neste år. Det er i tråd med forventningene til kontaktene i Regionalt nettverk og partene i arbeidslivet i forventningsundersøkelsen. Både lønnsforventningene til partene i arbeidslivet og våre modeller indikerer at lønnsveksten vil avta til neste år, se figur 3.10. De indikerer

Figur 3.10 Utsikter til avtakende lønnsvekst

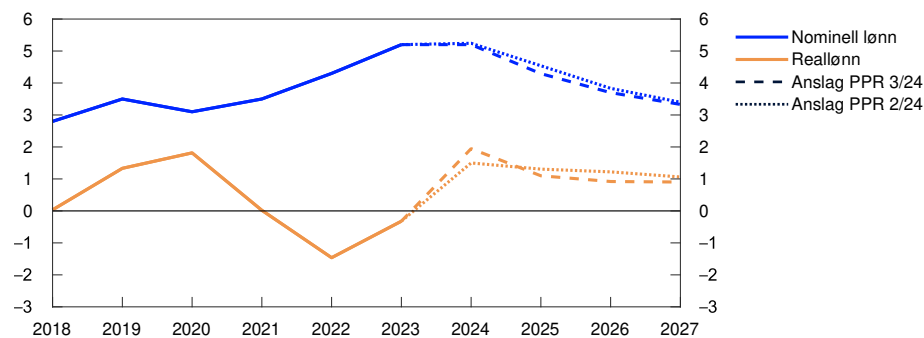
Årslønnsvekst. Prosent



Kilder: Ipsos, Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 3.11 Oppgang i reallønnsveksten

Årsvekst. Prosent



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

også lavere lønnsvekst neste år enn de gjorde i juni. Sammenlignet med forrige rapport venter vi litt lavere lønnsvekst neste år. Våre anslag innebærer at lønnsveksten vil holde seg oppe lenger i Norge enn hos våre handelspartnere, se nærmere omtale av lønnsveksten ute i kapittel 1.

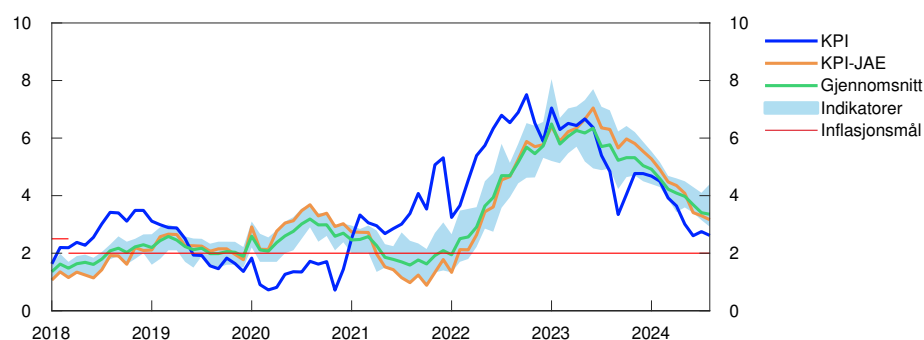
Det er utsikter til høy reallønnsvekst i år, se figur 3.11. Lenger frem ser vi for oss at veksten avtar litt, men holder seg høyere enn gjennomsnittet de siste fem årene. Det må ses i lys av at vi venter at produktivitetsveksten skal ta seg noe opp og at importprisene vil vokse mindre enn prisen på norskproduserte varer og tjenester.

Prisveksten har falt

Prisveksten har avtatt mye siden slutten av 2022, se figur 3.12. Det er spesielt prisveksten på importerte konsumvarer som har avtatt mye, se figur 3.13. I august falt tolv månedersveksten i konsumprisindeksen (KPI) til 2,6 prosent, som var lavere enn anslått i forrige rapport. Den underliggende prisveksten målt ved veksten i KPI justert for avgiftsendringer og uten energivarer (KPI-JAE) avtok til 3,2 prosent og var lavere enn ventet. Gjennomsnittet av andre indikatorer for underliggende inflasjon har også avtatt den siste tiden.

Figur 3.12 Prisveksten har avtatt

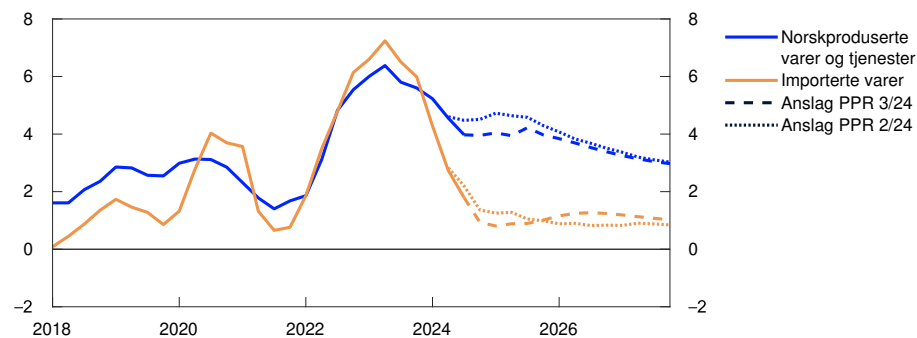
KPI og indikatorer for underliggende inflasjon. Tolvmånedersvekst. Prosent



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 3.13 Innenlandske forhold holder prisveksten oppe

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



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Store prisendringer i enkeltgrupper

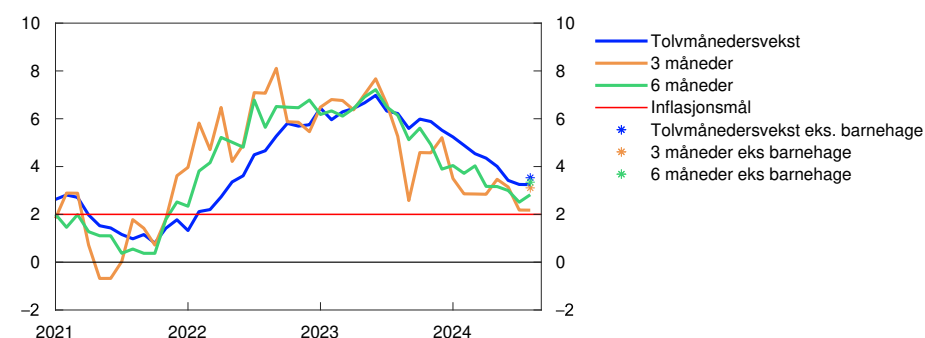
Siden forrige rapport har store endringer i prisene på enkelte vare- og tjenestegrupper bidratt til at prisveksten har avtatt mer enn ventet. Det gjelder blant annet prisene på pakkereiser, som falt mye i sommer etter en kraftig oppgang i vår. I august ble barnehagesatsene satt betydelig ned, noe som vil dempe tolv månedersveksten i prisene det neste året.

Prisveksten måles normalt som endring i KPI fra samme måned ett år tidligere. Tolv månedersveksten i prisene beveger seg tregt, ettersom hver av de siste tolv månedene vektlegges likt. Den siste tiden har den annualiserte tre- og seks månedersveksten i prisene vært lavere enn tolv månedersveksten, se figur 3.14. Justert for barnehageprisene har de kortsiktige målene på prisveksten steget og nærmet seg tolv månedersveksten.

Energiprisene har falt siden i fjor sommer og dempet den samlede prisveksten. Den nærmeste tiden venter vi at energiprisene vil fortsette å trekke den samlede prisveksten ned. I anslagene for konsumprisene på energi legger vi til grunn fremtidsprisene på kraft og petroleumsprodukter og tar i tillegg hensyn til blant annet nettleie og avgifter. Terminprisene for kraft de nærmeste årene er nå lavere enn i juni,

Figur 3.14 Fall i barnehagepriser demper prisveksten

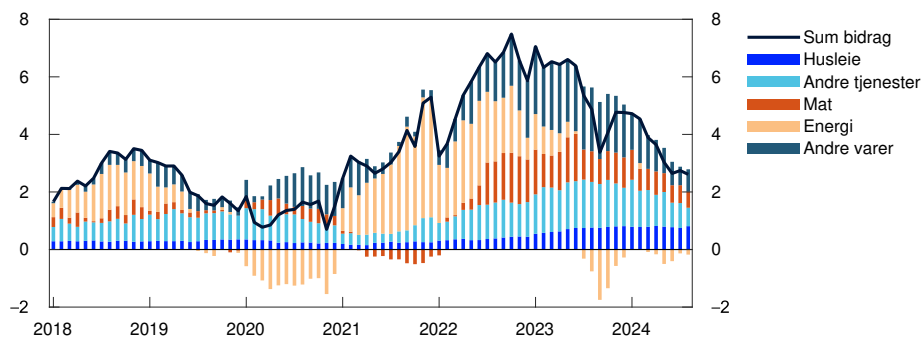
KPI-JAE. Annualisert vekst. Sesongjustert. Prosent



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 3.15 Energiprisene har dempet prisveksten

KPI. Tolvmånedersvekst, Prosent. KPI fordelt på undergrupper. Prosentenheter



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

se utdyping på [side 13](#). Det bidrar til at vi har nedjustert anslagene for den samlede prisveksten i år. Mot slutten av anslagsperioden er terminprisene for kraft lite endret. Prisene på nettleie ser ut til å bli noe høyere enn vi så for oss i forrige rapport og bidrar isolert sett til å trekke prisveksten opp.

Høy vekst i husleier bidrar til å bremse nedgangen i den samlede prisveksten, og i august økte veksten i husleiene litt, se figur 3.15. Også prisveksten på andre tjenester og på matvarer er høy.

Prisveksten nærmer seg målet i 2027

Det siste året har prisveksten på varer og tjenester som særlig påvirkes av lønn, avtatt noe mindre enn den samlede prisveksten, se utdyping om lønnsensitive priser i KPI på [side 38](#). Fremover venter vi at høy lønnsvekst i kombinasjon med lav vekst i produktiviteten vil bidra til at prisveksten ikke faller like raskt.

Siden forrige rapport har kronekursen svekket seg og vært svakere enn anslått, se nærmere omtale i kapittel 2. Det vil trolig være med på å bremse den videre nedgangen i prisveksten, se utdyping på [side 41](#). Etter hvert ser vi for oss at lavere lønnsvekst og lavere kapasitetsutnyttning vil bidra til at den samlede prisveksten avtar.

Vi anslår at prisveksten på importerte konsumvarer vil avta videre den nærmeste tiden, og at den deretter tiltar noe igjen. Prisveksten på innenlandske varer og tjenester anslås å holde seg høy, men avta gradvis de neste årene. Samlet anslår vi at prisveksten vil avta gradvis og etter hvert nærme seg målet ved utgangen av 2027.

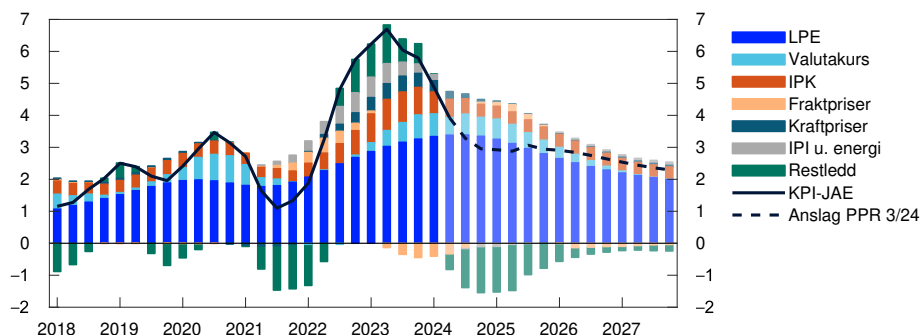
Sammenlignet med forrige rapport er anslagene for den samlede prisveksten nedjustert for i år og deretter lite endret. Anslagene for den underliggende prisveksten er nedjustert for i år og neste år, og lenger frem er anslagene om lag som sist.

Noe raskere fall i prisveksten enn drivkreftene tilsier

De siste årene har det vært store avvik mellom konsumprisveksten og hva den historiske sammenhengen mellom prisveksten og sentrale

Figur 3.16 Lønnskostnader bremser nedgangen i prisveksten fremover

Bidrag til firekvartalersvekst i KPI-JAE. Prosentenheter



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

kostnadsdrivere, tilsier, se restledd i figur 3.16. Da prisveksten var høy, økte prisene raskere enn de historiske sammenhengene skulle tilsi. Motsatt har prisveksten den siste tiden avtatt raskere enn hva de historiske sammenhengene skulle tilsi. En mulig årsak til utviklingen kan være at gjennomslaget fra kostnader til priser kan ha kommet raskere enn det tidligere har gjort, se også utdyping i [Pengepolitisk Rapport 4/2022](#). I fjor oppga nær halvparten av kontaktene i Regionalt nettverk at de endret prisene raskere enn før pandemien.

De neste kvartalene venter vi at prisveksten fortsatt vil være noe lavere enn hva utviklingen i bedriftenes kostnader og kronekursen normalt skulle tilsi. Lenger frem legger vi til grunn at prisveksten igjen vil utvikle seg mer i tråd med de historiske sammenhengene.

Usikkerhet om pris- og lønnsveksten

Det er usikkerhet om anslagene for lønns- og prisutviklingen fremover. At utviklingen i prisveksten har vært noe annerledes enn det de sentrale kostnadsdriverne normalt skulle tilsi, bidrar til usikkerhet om det videre forløpet. De siste årene har dessuten kraft- og energiprisene svingt mye. Om utviklingen i disse prisene blir en annen enn vi nå ser for oss, kan også den samlede prisveksten bli en annen enn vi nå anslår.

Det er i tillegg usikkerhet om produktivetsveksten fremover. De siste årene har veksten i produktiviteten vært svak, og vi anslår at den vil øke gradvis i løpet av prognoseperioden. Dersom produktiviteten ikke øker slik vi venter, kan prisveksten holde seg høy lenger enn vi nå ser for oss. Produktivetsveksten kan også bli sterkere enn vi ser for oss. Det kan innebære lavere prisvekst og høyere reallønnsvekst.

Etter at inflasjonen har avtatt mye, signaliserer indikatorene for inflasjonsusikkerhet at usikkerheten nå er mer balansert, men at usikkerheten fremdeles er noe høyere enn normalt. Forventningene til prisveksten falt litt fra andre til tredje kvartal, men de ligger fortsatt litt over inflasjonsmålet på både to og fem års sikt ifølge Norges Banks forventningsundersøkelse.

Lønnsandelen for Fastlands-Norge samlet sett er nær sitt historiske gjennomsnitt, mens lønnsandelen i industrien har falt under sitt historiske gjennomsnitt. Så langt i år ser lønnsandelen i industrien ut til å ha holdt seg lav. I det norske systemet for lønnsforhandlinger er lønnsevnen i konkurranseutsatt industri førende for lønnsveksten, og lønnsandelen i industrien ventes å være stabil over tid. Det er usikkert i hvilken grad og hvor raskt lønnsandelen i industrien vil nærme seg sitt historiske gjennomsnitt. Den høye lønnsomheten i industrien bidrar til å holde lønnsveksten oppe og kan føre til at lønnsveksten neste år blir høyere enn vi anslår. I tillegg bidrar de store forskjellene mellom lønnsomheten i industrien og andre næringer til usikkerhet rundt lønnsoppgjørene neste år.

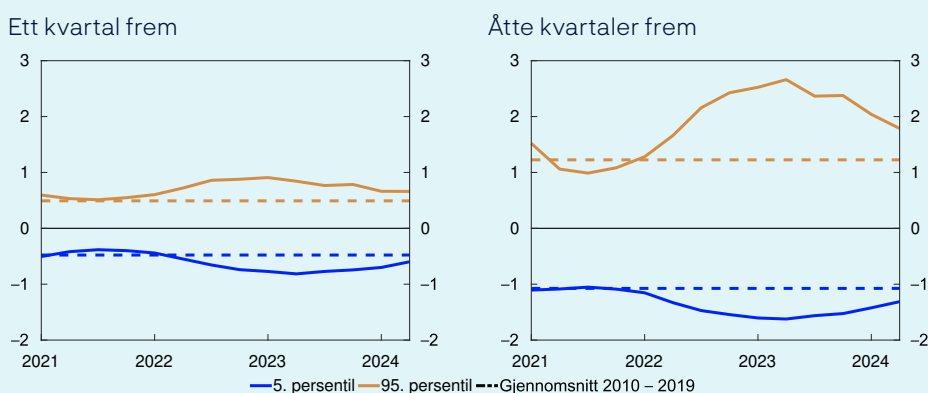
Indikatorer for usikkerhet på kort og mellomlang sikt

Forventninger og anslag for den økonomiske utviklingen fremover vil alltid være forbundet med stor usikkerhet. Som et hjelpemiddel til å forstå makroøkonomisk usikkerhet benytter vi et modellrammeverk til å tallfeste usikkerheten knyttet til utviklingen i to sentrale makroøkonomiske størrelser: veksten i BNP for Fastlands-Norge og konsumpriser.¹ Modellene bidrar til å belyse usikkerhet rundt et sett med punktanslag. Det enkle modellrammeverket gir oss en av flere mulige indikatorer for risikoutviklingen over tid. Våre samlede vurderinger av risikoen fremover vil alltid være en kombinasjon av skjønn og modellberegninger.

I denne boksen benytter vi differansen mellom medianen og henholdsvis 95. og 5. persentil i modellapparatets estimerte utfallsrom fremover som et mål på opp- og nedsiderisiko. Figurene viser hvordan opp- og nedsiderisikoen har utviklet seg over tid for de ulike variablene. De illustrerer både endringer i størrelsen på det estimerte utfallsrommet, målt ved forskjellen mellom 95. og 5. persentil, og om det er asymmetri mellom opp- og nedsiden.

Figur 3.D Lavere inflasjonsusikkerhet

Differanse mellom ulike persentiler og median fra kvantilregresjoner. Firekvartalersvekst i KPI-JAE. Prosentenheter

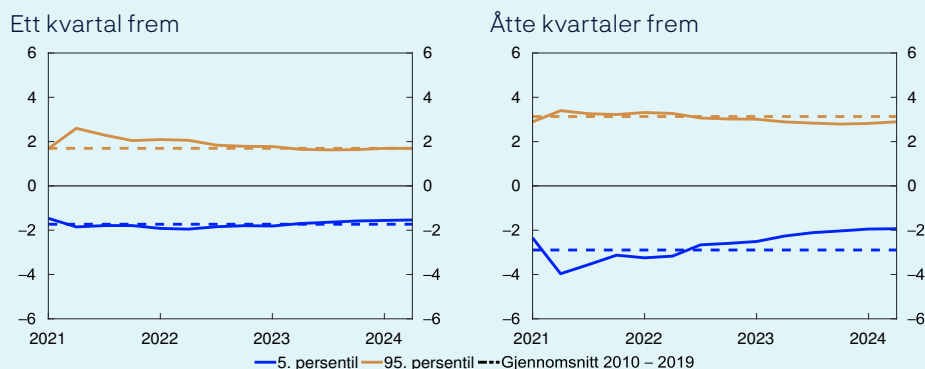


Kilde: Norges Bank

¹ Modellene benytter kvantilregresjoner med ulike indikatorer til å anslå fordelingen til produksjons- og konsumprisveksten fremover. Se nærmere beskrivelse i F. Bowe, S.J. Kirkeby, I.H. Lindalen, K.A. Matsen, S.S. Meyer og Ø. Robstad (2023): «[Quantifying macroeconomic uncertainty in Norway](#)». Staff Memo 13/2023. Norges Bank.

Figur 3.E Produksjonsusikkerheten nær gjennomsnitt på kort sikt

Differanse mellom ulike persentiler og median fra kvantilregresjoner. Firekvartalersvekst i BNP for Fastlands-Norge. Prosentenheter



Kilde: Norges Bank

De siste årene har usikkerheten rundt inflasjonsutviklingen vært større enn det historiske gjennomsnittet. Usikkerheten på kort sikt har avtatt gradvis det siste året, og er nå nær sitt historiske gjennomsnitt, se venstre panel i figur 3.D. Også usikkerheten på mellomlang sikt har avtatt, men er fremdeles større enn sitt historiske gjennomsnitt. Det er spesielt risikoen for at inflasjonen blir vesentlig høyere enn anslått som bidrar til stor usikkerhet, se høyre panel i figur 3.D.

Modellene indikerer at usikkerheten rundt veksten i BNP for Fastlands-Norge på kort sikt er balansert og nær normale nivåer, se figur 3.E. Usikkerheten på mellomlang sikt er nær det historiske gjennomsnittet, men er fremdeles litt skjev mot oppsiden. Siden forrige rapport er det små endringer i usikkerheten på både kort og mellomlang sikt.

Lønnsensitive priser i KPI

I mange næringer utgjør lønn en stor andel av bedriftenes kostnader. Vi har utarbeidet en indeks som oppsummerer utviklingen i konsumprisene med størst lønnsinnhold. Den viser at prisveksten på varer og tjenester der lønn utgjør en stor del av kostnaden, har avtatt noe mindre enn den samlede prisveksten det siste året. Det må ses i sammenheng med at lønnsveksten har holdt seg oppe.

Lønnsutviklingen er normalt viktig for å forstå veksten i konsumprisene. Dette skyldes at lønn utgjør en stor andel av bedriftenes kostnader i mange konsumrettede næringer. Samtidig er det mange andre forhold som også påvirker inflasjonsutviklingen. Når både lønnsveksten og flere andre forhold beveger seg mye samtidig, er det mer krevende å identifisere hvordan lønnsveksten bidrar til inflasjonsutviklingen. Indeksen som vi presenterer i denne utdypingen, kan da være et nyttig hjelpemiddel. Utviklingen i indeksen kan gi oss innsikt i både hvor raskt og hvor sterkt endringer i lønnsveksten slår inn i prisveksten.

Sammenhengen mellom lønnskostnader og priser vil variere på tvers av konsumgruppene som inngår i konsumprisindeksen (KPI). Vi benytter kryssløpstabeller for å identifisere de konsumgruppene som blir mest påvirket av lønnskostnader, og som derfor i mindre grad drives av andre kostnader. Prisindeksene tilhørende disse konsumgruppene sammenstilles til en aggregert indeks som dermed reflekterer prisutviklingen på konsumgoder der lønn utgjør en stor andel av kostnadene.

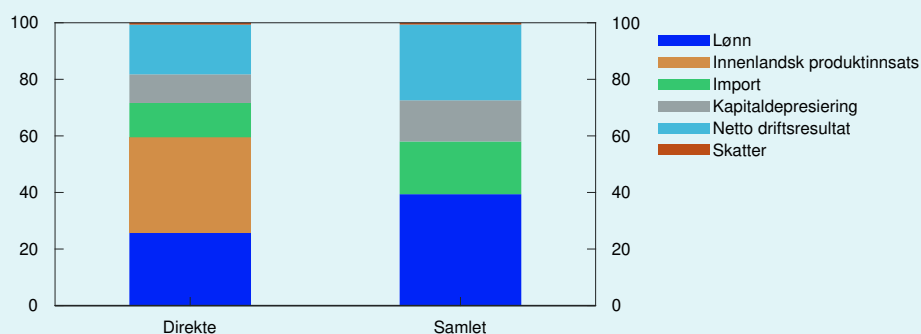
For å identifisere de mest lønnsensitive konsumgruppene følger vi metoden fra en lignende analyse i *ECB Economic Bulletin, Issue 3/2024*.¹ Vi beregner indirekte og direkte lønnskostnader i ulike næringer, og kobler deretter næringene til ulike konsumgrupper i KPI. I det første steget benytter vi Nasjonalregnskapet til å beregne bedriftenes lønnskostnader som andel av produksjonsverdien i ulike næringer. I tillegg til de direkte lønnskostnadene i hver næring tar vi også hensyn til lønnskostnadene som indirekte påløper gjennom produktinnsatsen fra innenlandske underleverandører. For eksempel øker lønnskostnadsinnholdet i bygge- og anleggsvirksomhet fra 12 til 48 prosent av produksjonen når også indirekte lønnskostnader tas med.

I gjennomsnitt øker andelen lønnskostnader fra 26 til 39 prosent for norske bedrifter samlet, se figur 3.F. Dersom bedriftenes marginer vokser i takt med produksjonsverdien, kan økte lønninger og importpriser ha en større effekt på konsumprisene enn kostnadsandelene isolert sett skulle tilsi.

Lønnskostnadsandelene oppsummerer betydningen av lønnskostnadene i ulike næringer. For å si noe om betydningen av lønn for ulike underindekser av KPI, må vi i tillegg gjøre en kobling mellom konsumgrupper og næringer.² Vi definerer vare- og tjenestegrupper der andelen lønnskostnader er over gjennomsnittet, som lønnsensitive. Det er særlig tjenester

Figur 3.F Lønnskostnader er viktig for bedriftene

Innsatsfaktorer som andel av samlet produksjonsverdi i basisverdi. Gjennomsnitt av næringer. Prosent

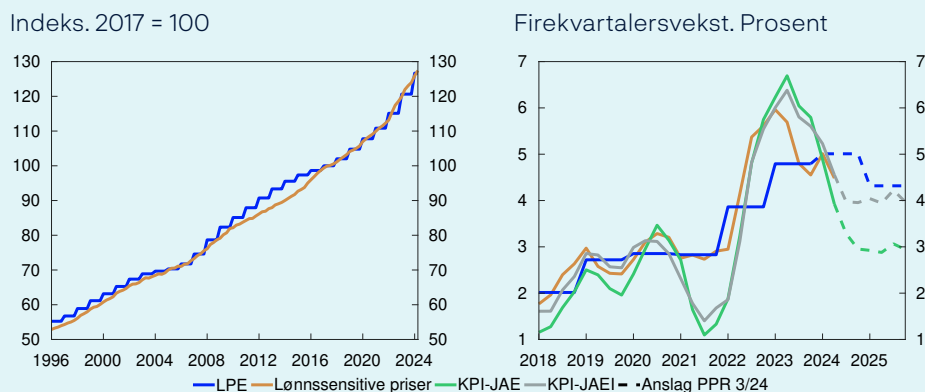


Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

1 Bodnar, K., Fagandini, B., Goncalves, E., Koester, G., Kouvavas, O. og Rubene, I. (2024) «[Decomposing HICPX inflation into energy-sensitive and wage-sensitive items](#)». Economic Bulletin 3/2024. ECB. ECB benytter prisindekser på ECOICOP 5-sifternivå. På grunn av manglende datatilgang er vi begrenset til den mer aggregerte klassifiseringen på 3-sifternivå. Vi ser for oss å øke datatilfanget for å gi et bedre analysegrunnlag i fremtiden, og dokumentere analysen nærmere.

2 Vi benytter en oversettelsesmatrise med bakgrunn i kryssløpstabeller, ulike kryssjekker og noe skjønn.

Figur 3.G LPE og lønnsensitive priser har fulgt hverandre over tid



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

som defineres som lønnsensitive, for eksempel utdanning, fritids- og kulturtilbud, helse og omsorg og restaurantbesøk, men også enkelte varegrupper, slik som aviser og bøker. Flere store konsumgrupper, som matvarer og husleie, defineres ikke som lønnsensitive. Til sammen utgjør de lønnsensitive prisene om lag 25 prosent av den representative handlekurven i konsumprisindeksen. Prisindekser for disse vare- og tjenestegruppene vektet til slutt sammen til en aggregert indeks for særlig lønnsensitive priser (figur 3.G).

Indeksen fanger opp et litt bredere utvalg priser enn indeksen for *Tjenester hvor arbeidskraft dominerer*, som publiseres av SSB. Mens indeksen for *Tjenester hvor arbeidskraft dominerer* er forbeholdt tjenester der det arbeidsrelaterte bidraget er mest sentralt i konsumleddet (for eksempel at frisøren klipper håret til kunden), inkluderer vi også varer og tjenester der arbeidskraft inngår som en viktig faktor i tillegg til annen vareinnsats (for eksempel er lønnen til servitøren, kokken og bonden viktige kostnader for å produsere et restaurantmåltid).

Selv om lønnskostnadene er viktige for utviklingen i de lønnsensitive prisene, påvirkes indeksen også av andre kostnadsfaktorer, som importpriser og kapitalkostnader. I tillegg inneholder indeksen en del administrativt fastsatte priser som kan påvirkes av lønnskostnader, men også av politiske prioriteringer.

Sammenligner vi veksten i indeksen med utviklingen i lønn per produsert enhet (LPE) for hele økonomien, ser vi at de har fulgt hverandre over tid (se venstre panel i figur 3.G). Dette bekrefter at indeksen i stor grad speiler utviklingen i lønnskostnadene. Sammenlignet med KPI-JAE og prisene på norskproduserte varer og tjenester (KPI-JAEI) har utviklingen i indeksen vært mer stabil og fulgt utviklingen i lønnsveksten tettere de siste årene, se høyre panel. For eksempel holdt veksten i de lønnsensitive prisene seg oppe da både veksten i KPI-JAE og KPI-JAEI falt brått i 2021.

Gjennom 2022 steg prisveksten i Norge raskt. Veksten i lønnsensitive priser steg også mye i samme periode, særlig drevet av priser på både restaurant- og -kulturtjenester. Prisveksten i de lønnsensitive konsumgruppene tok seg raskere opp enn lønnsveksten, noe som tyder på at oppgangen også skyldtes andre forhold enn lønn. Det kan ha skyldtes endringer i etterspørselsbildet i etterkant av pandemien og store endringer i prisene på import og annen innsats.

Siden sommeren 2023 har veksten i KPI-JAE avtatt. Det tok lengre tid før veksten i de lønnsensitive prisene begynte å falle, og i 2. kvartal var firekvartalersveksten i de lønnsensitive prisene 0,6 prosentenheter høyere enn i KPI-JAE. Det kan skyldes at lønnsveksten har holdt seg høy de siste årene. Vi venter at veksten i de lønnsensitive prisene skal komme ned fremover, men tregere enn KPI-JAE samlet sett. Skulle lønnsveksten avta mer gradvis enn vi legger til grunn, kan de lønnsensitive prisene bidra til at inflasjonen blir høyere enn vi nå anslår.

Fremover kommer vi til å følge med på utviklingen i de lønnsensitive prisene for å overvåke gjennomslaget fra lønnsveksten til konsumprisene, og ta indeksen i bruk i vårt empiriske modellrammeverk. Indeksen kan også være en kryssjekk på lønns- og produktivitetsveksten i konsumrettede næringer, som er vanskelig å vurdere i realtid.

En svakere kronkurs løfter prisveksten – men hvor mye?

Det er stor usikkerhet knyttet til hvor raskt og hvor mye en gitt endring i kronkursen slår inn i konsumprisene. I denne rammen viser vi ulike estimater på valutakursgjennomslaget basert på tre empiriske modeller, i tillegg til vår hovedmodell NEMO. Etter ti kvartaler gir modellene en prisoppgang på mellom 0,1 og 0,35 prosent som følge av en initial kronesvekkelse på 1 prosent.

Kronkursen har svekket seg markert de siste årene, noe som har bidratt til å løfte prisveksten. Norges Bank styrer ikke etter et mål for kronkursen, men kronkursen har betydning for både inflasjonsutsiktene og realøkonomien – og dermed rentesettingen. Selv om det er en klar sammenheng mellom inflasjon og valutakursendringer i teoretiske og empiriske modeller, er det usikkerhet knyttet til hvor raskt kurseffektene kommer, hvor lang tid det tar før de er uttømt og hvor stort gjennomslaget til slutt blir. Både størrelsen og forløpet har betydning for våre inflasjonsprognoser. Vi benytter derfor et bredt sett med modeller for å analysere valutakursens effekt på prisveksten. Denne rammen presenterer noen av disse modellene og hva de forteller oss om valutakursgjennomslaget.

Kronekursen påvirker konsumprisene gjennom flere kanaler. En svakere krone bidrar til høyere priser på importerte varer, både konsum- og innsatsvarer. En kronesvekkelse vil i tillegg øke prisen på norske eksportprodukter, målt i norske kroner. Det gir økt lønnsomhet og lønnsevne, noe som i sin tur kan lede til høyere lønns- og prisvekst i økonomien.

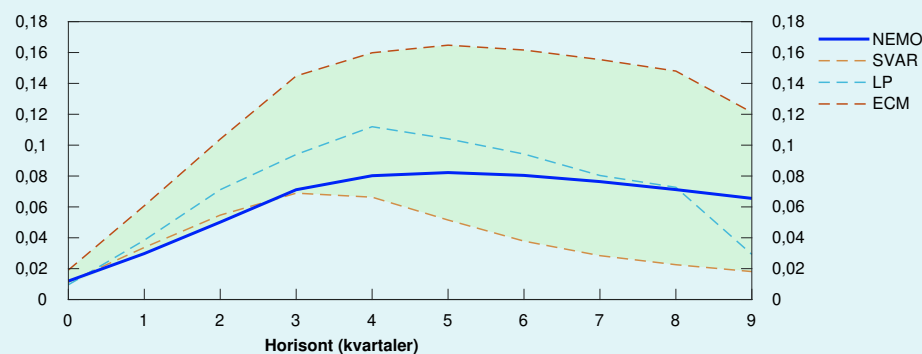
Hvor raskt og hvor mye en kronesvekkelse slår ut i konsumprisene avhenger av flere faktorer. Enkelte importører velger å valutasikre sine innkjøp, enten gjennom bruk av finansielle instrumenter eller langvarige innkjøpskontrakter i norske kroner. Det kan bidra til å begrense prisoppgangen på kort sikt. Det kortsiktige kursgjennomslaget vil også kunne påvirkes av størrelsen på kurssvekkelsen og hvor varig den ventes å bli. Bedriftene kan ha kostnader knyttet til å endre produktprisene. Disse kostnadene må veies mot økte kostnader som følger av kurssvekkelsen. Ved mindre og forbigående svingninger i kursen vil bedriftene derfor kunne velge å holde prisene i ro. Store utslag i kronekursen, som ventes å vare ved, vil derimot kunne gi relativt raske utslag i konsumprisene. Bedriftene vil også være mer tilbøyelige til å endre prisene hyppig når inflasjonen allerede er høy, noe som i så fall kan forsterke kursgjennomslaget. På kort sikt vil trolig den største effekten av en kronesvekkelse være høyere priser på importerte konsumvarer, mens de indirekte effektene via økte innsatsvarepriser og lønninger i større grad kommer til syne først etter en stund.

I denne analysen ser vi på valutakursgjennomslaget til konsumprisene justert for avgifter og energivarer (KPI-JAE) i tre ulike empiriske modeller. Modellene skiller seg fra hverandre både når det gjelder estimeringsmetode, valg av forklaringsvariabler og i hvilken utstrekning de støtter seg på økonomisk teori, se boks på [side 43](#). Bruk av teorirestriksjoner gjør det mulig å identifisere bakenforliggende, eksogene drivkrefter som påvirker valutakursen. Det hjelper oss å rendyrke sammenhengen mellom kronekurs og prisvekst. Tolkningen av hva som ligger bak en gitt initial endring i valutakursen, vil imidlertid variere på tvers av modellene.

Figur 3.H viser gjennomslaget fra valutakurs til inflasjon i de ulike modellene. Vi ser på gjennomslaget over 10 kvartaler som følge av en

Figur 3.H Stor usikkerhet om valutakursgjennomslaget

Virkning av 1 prosent svakere valutakurs. Firekvartalersvekst i KPI-JAE. Prosentenheter



Kilde: Norges Bank

En kortfattet beskrivelse av modellene¹

ECM-modellen

Dette er en feiljusteringsmodell («Error Correction Model») der KPI-JAE avhenger av kronekursen (I44), vårt anslag på produksjonsgapet, lønnskostnader per produsert enhet i Fastlands-Norge, kostnader ved frakt med skip og utenlandske produsentpriser på konsum- og innsatsvarer regnet i utenlandsk valuta (IPK og IPI). Utviklingen i KPI-JAE drives av kortsiktige svingninger i disse variablene og avvik fra en estimert langtidssammenheng mellom KPI-JAE og nivåene på forklaringsfaktorene. Den estimerte responsen i figur 3.H fremkommer ved å legge inn en varig depresiering i kronekursen på 1 prosent, mens de andre forklaringsfaktorene i modellen holdes konstant. Alle variablene unntatt produksjonsgapet inngår på log-form.

Den lokale projeksjonsmodellen (LP)²

LP-modellen er i utgangspunktet estimert på månedsdata og består av et sett ligninger som beskriver endringen i KPI-JAE fra måned t til måned $t+h$ som en lineær funksjon av kronekursen og et sett kontrollvariabler (rentenivå, ledighet og oljepris), én for hver måned h . Den tallfestede valutakurseffekten i ligning h , β_h , gir dermed et direkte estimat på valutakursgjennomslaget (på nivå) h måneder frem i tid. I figur 3.H vises den impliserte 4-kvartalsveksten for ulike kvartalshorisonter.

SVAR-modellen

Dette er en strukturell vektor-autoregressiv modell (SVAR) som fanger opp dynamiske (lineære) sammenhenger mellom et utvalg variabler. I SVAR har vi inkludert log av KPI-JAE, log av I44, den registrerte arbeidsledighetsrate (NAV), log av BNP for Fastlands-Norge, styringsrenten og log av lønnskostnader per produsert enhet i Fastlands-Norge. Dette gir et system av 6 ligninger. Vi antar at den uforklarte variasjonen i ligningene spiller ulike eksogene forstyrrelser som kan gis en økonomisk tolkning. Ved å pålegge noen ytterligere restriksjoner kan vi identifisere en faktor, eller et «kronekurssjokk», som er nært knyttet til kronekursen og som er uavhengig av andre underliggende faktorer. Figur 3.H gjengir virkningen på konsumprisveksten av en endring i denne faktoren som per konstruksjon gir en initial svekkelse i kronekursen på 1 prosent.

¹ En mer detaljert beskrivelse av modellene kan fås på forespørsel og vil etter hvert bli lagt ut på nett som et teknisk vedlegg til rapporten.

² Se Jordà, Ò (2005): «Estimation and Inference of Impulse Responses by Local Projections.» American Economic Review, vol. 95(1), pages 161–182, March, for en beskrivelse av metoden. Et eksempel på bruk av metoden til estimering av valutakursgjennomslag er: Carrière-Swallow, Y., M. Firat, D. Furceri og D. Jiménez (2023): «State-Dependent Exchange Rate Pass-Through.» Working papers 106.

eksogen svekkelse i kronekursen på 1 prosent. Figuren viser også gjennomslaget i vår hovedmodell NEMO. De estimerte responsene varierer både når det gjelder maksutslag og tidsprofil. ECM-modellen gir en relativt sett langvarig oppgang i inflasjonen. I ECM-modellen løftes prisveksten med 0,16 prosentpoeng etter 6 kvartaler, mens SVAR-modellen når et maksutslag på i underkant av 0,07 prosentenheter allerede etter 4 kvartaler. Akkumulert over 10 kvartaler, innebærer estimatene et kursgjennomslag til konsumprisnivået som spenner fra 0,11 prosent (SVAR) til 0,34 prosent (ECM), se tabell 3.B.

Tabell 3B. Gjennomslag til konsumprisene (nivå) over 10 kvartaler av 1 prosent kronesvekkelse

SVAR	LP	NEMO	ECM
0,11	0,17	0,18	0,34

Det skraverte intervallet gir et utgangspunkt for å anslå usikkerheten knyttet til vurderinger av valutakursgjennomslaget til inflasjonen over ulike horisonter. I tillegg er det også usikkerhet knyttet til de estimerte kursgjennomslagene fra hver enkelt modell. Spriket i de estimerte responsene kan dermed bli betydelige ved store svingninger i kronekursen. I vår hovedmodell NEMO er gjennomslaget til prisveksten relativt moderat på kort sikt, men på litt lengre sikt ligger responsen i NEMO nær et gjennomsnitt av de ulike modellestimatene. For å anslå det kortsiktige inflasjonsforløpet, anvender vi et bredt sett med empiriske modeller. I praksis gir det normalt et kursgjennomslag på kort sikt som ligger nær midten av intervallet. Utover i prognoseperioden vil anslagene i hovedsak være basert på NEMO. Anslagene i NEMO kryssjekkes mot alternative empiriske modeller.

Som omtalt over, vil store og antatt vedvarende endringer i kronekursen kunne ha en sterkere *relativ* effekt på prisveksten enn små endringer, ikke minst i en situasjon der prisveksten allerede er høy. Slike ikke-lineariteter fanges i liten grad opp i modellene vi ser på her.¹ Vi kan derfor ikke utelukke at kronesvekkelsen vi har bak oss både har gitt et raskere og mer markert gjennomslag til prisveksten enn det estimatene i figur 3.H skulle tilsi. Det ville i så fall bety at vi i noen grad kan ha undervurdert det anslåtte bidraget fra kronesvekkelsen til prisveksten gjennom høy-inflasjonsperioden, se figur 3.15. Prisveksten har etter hvert kommet godt ned og valutakursen har vært relativt stabil over en periode, riktignok på et historisk svakt nivå. Fremover legger vi derfor til grunn at valutakursgjennomslaget vil være godt i tråd med de estimerte modellene.

¹ Holm, M. (2014): «[Valutakursgjennomslaget på konsumprisene i Norge](#)», Staff Memo 4/2014, Norges Bank finner en viss støtte for slike ikke-lineære effekter av kronekursen på prisene for importerte konsumvarer.

4. Pengepolitisk analyse

Samlet sett tilsier våre analyser en rentebane som er om lag uendret fra forrige rapport. I modellanalysen trekkes banen ned av utsikter til lavere lønns- og prisvekst fremover enn tidligere lagt til grunn, samt lavere styringsrenter hos våre handelspartnere. En svakere valutakurs og noe høyere petroleumsinvesteringer trekker isolert sett i retning av en høyere rentebane.

4.1 Rentebanen og mål for pengepolitikken

Målet for pengepolitikken er en årsvekst i konsumprisene som over tid er nær 2 prosent. Inflasjonsstyringen skal være fremoverskuende og fleksibel, slik at den kan bidra til høy og stabil produksjon og sysselsetting samt til å motvirke oppbygging av finansielle ubalanser. Komiteens pengepolitiske strategi er nærmere beskrevet på [side 4](#).

Prognosen for styringsrenten er om lag uendret siden forrige rapport. Renten ble holdt uendret på 4,5 prosent på møtet 18. september. Prognosen er lite endret fra forrige rapport, men indikerer en litt raskere nedgang i renten gjennom 2025. Prognosen for styringsrenten er 2,7 prosent ved utgangen av 2027.

Anslagene er usikre. Dersom de økonomiske utsiktene, risikobildet eller vurderingen av økonomiens virkemåte endrer seg, kan også renten bli en annen enn renteprognosen nå indikerer.

4.2 Ny informasjon og nye vurderinger

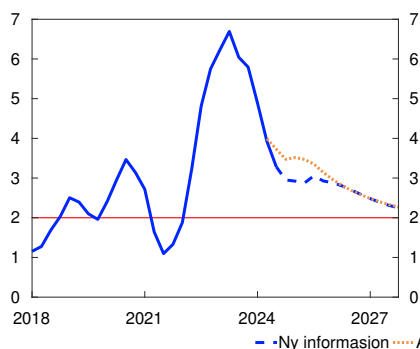
Små endringer i de økonomiske utsiktene

For å belyse hvordan utviklingen siden forrige rapport påvirker de økonomiske utsiktene, legger vi ny informasjon og nye vurderinger av den økonomiske situasjonen inn i vårt modellapparat, men beholder rentebanen fra juni. Denne øvelsen viser hvilke prognoser modellapparatet ville gitt med rentebanen fra juni. Her ser vi på utsiktene for kapasitetsutnyttningen og prisveksten.

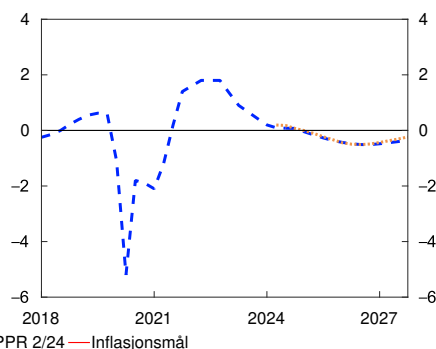
Figur 4.1 Små endringer i de økonomiske utsiktene

Anslag betinget på ny informasjon om den økonomiske utviklingen og prognosen for styringsrenten fra *Pengepolitisk rapport 2/2024*

KPI-JAE. Firekvartalersvekst. Prosent



Anslag på produksjonsgapet. Prosent



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

I øvelsen med rentebanen fra juni er anslaget for kapasitetsutnyttningen lite endret sammenlignet med forrige rapport, se figur 4.1. Prisveksten målt ved KPI-JAE har vært noe lavere enn ventet, og øvelsen gir lavere prisvekst ut neste år enn i forrige rapport. Lengre ute er de sentrale kostnadsdriverne bak prisveksten om lag uendret siden forrige rapport.

Markedets forventninger til styringsrenten har falt mye

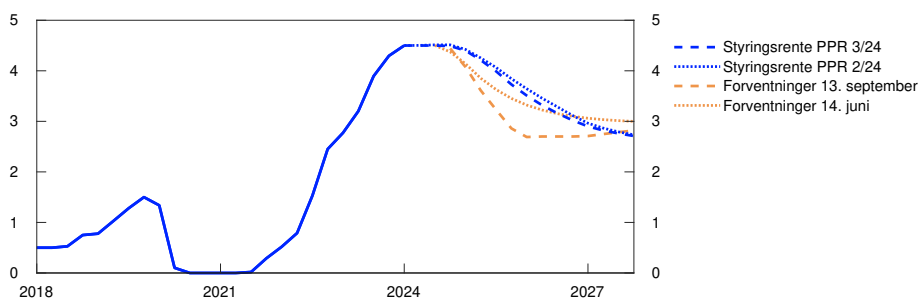
Markedets forventninger til styringsrenten frem i tid kan si oss noe om hvordan markedsaktører har tolket ny informasjon og hvordan de tror Norges Bank vil reagere.

Styringsrenteforventningene har falt mye siden rentemøtet i juni, og ligger nå under rentebanen fra forrige rapport de nærmeste årene, se figur 4.2. Mot slutten av prognoseperioden ligger markedsforsventningene nær rentebanen fra forrige rapport.

En del av fallet i norske markedsrenter kan ha sammenheng med at markedets forventninger til styringsrenten hos våre viktigste handelspartnere har falt markert siden forrige rapport, se figur 4.3.

Figur 4.2 Markedets forventninger til styringsrenten har falt mye

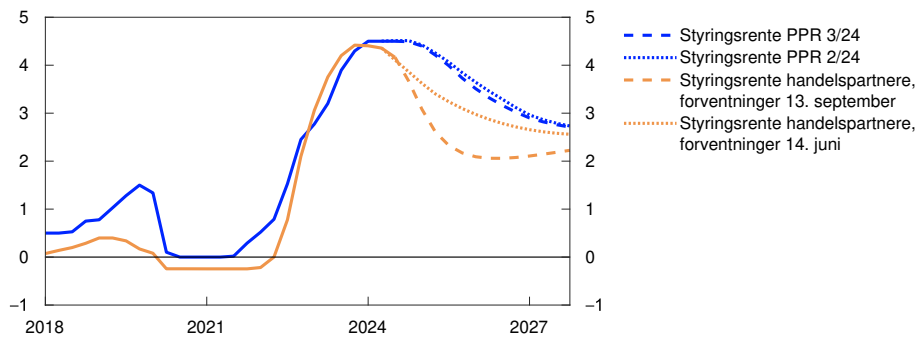
Styringsrente. Prosent



Kilder: Bloomberg og Norges Bank

Figur 4.3 Økt rentedifferanse mot utlandet

Styringsrenten i Norge og hos våre viktigste handelspartnere. Prosent



Kilder: Bloomberg og Norges Bank

Forventningene indikerer en raskere rentenedgang hos våre handelspartnere enn her hjemme. Markedsforventningene indikerer at styringsrentedifferansen vil øke det nærmeste året og deretter avta litt, men holde seg positiv gjennom hele prognoseperioden.

Den enkle regelen indikerer en lavere rente sammenlignet med forrige rapport

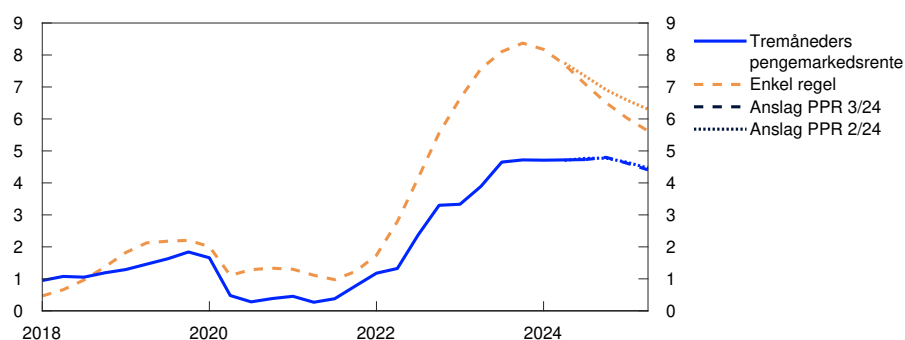
En enkel regel for renten viser hvordan styringsrenten historisk har samvariert med produksjonsgapet og inflasjonen, se [Pengepolitisk rapport 2/2022](#). Den enkle regelen indikerer en lavere rente de nærmeste kvartalene enn regelen indikerte ved forrige rapport. Det reflekterer at prisveksten er nedjustert på kort sikt og at produksjonsgapet er lite endret. Nivået er fortsatt høyere enn anslaget for styringsrenten, men avstanden er mindre enn i forrige rapport, se figur 4.4.

4.3 Pengepolitisk innretning og drivkrefter bak endringene i rentebanen

Sammenlignet med forrige rapport er prognosen for styringsrenten om lag uendret, og anslagene for prisveksten er nedjustert den nærmeste

Figur 4.4 Den enkle regelen indikerer en lavere rente enn i forrige rapport

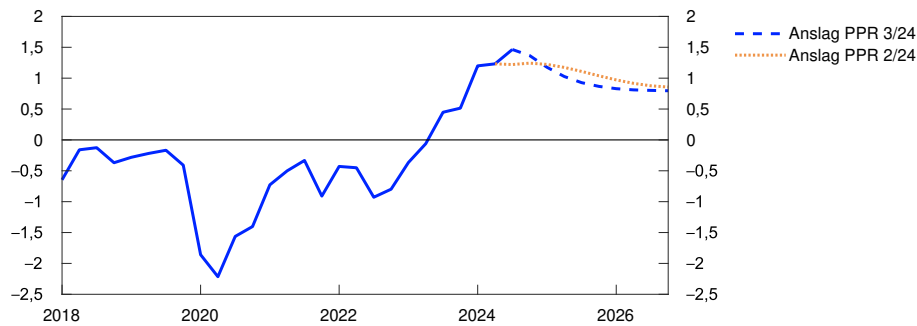
Tremåneders pengemarkedsrente. Prosent



Kilder: LSEG Datastream og Norges Bank

Figur 4.5 Lavere realrente fremover

Anslag på forventet realrente i pengemarkedet. Prosent



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

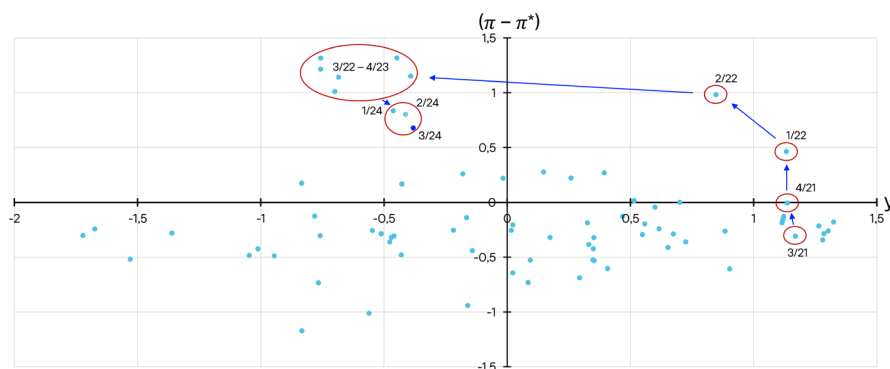
tiden. Det gir et anslag på forventet realrente som er noe høyere ut året sammenlignet med junirapporten, se figur 4.5. Den nærmeste tiden indikerer prognosen at realrenten vil være høyere enn estimatet på den nøytrale realrenten som ligger i intervallet mellom 0 og 1 prosent, se [Pengepolitisk rapport 2/2024](#). Fremover venter vi at renten vil avta noe raskere enn prisveksten, slik at forventet realrente vil falle. Ved utgangen av 2026 anslår vi at realrenten er om lag 0,8 prosent.

Prognosene indikerer om lag uendrede avveiiinger

Avveiiingene mellom hensynet til å bringe inflasjonen raskt tilbake til målet og hensynet til å bidra til høy og stabil produksjon og sysselsetting kommer til uttrykk i prognosene for inflasjonen og produksjonsgapet. Figur 4.6 er en illustrasjon av avveiiingene i denne og tidligere rapporter. Punktene viser prognosene ett til tre år frem for produksjonsgapet og inflasjonen (målt som avvik fra inflasjonsmålet) ved ulike rapporter. Hvor i diagrammet punktene ligger, avhenger av sjokkene økonomien er blitt utsatt for og hvordan pengepolitikken innrettes som respons på sjokkene. I den teoretiske litteraturen er en vanlig betingelse for gode avveiiinger at prognosene for inflasjonsgapet og produksjonsgapet har

Figur 4.6 Noe bedre måloppnåelse i prognosene

Inflasjonsgap og produksjonsgap. Gjennomsnitt 1–3 år frem



Kilde: Norges Bank

motsatt fortegn. Hvis begge gapene for eksempel er negative, vil både inflasjonen kunne komme nærmere målet og produksjonen nærmere potensialet med en lavere rente. I situasjoner der andre forhold tillegges stor vekt, som risikoen for finansiell ustabilitet eller usikkerhet om virkningen av renten, kan det likevel være riktig at begge gapene har samme fortegn i prognosene. I de siste to årene har prognosene for de to gapene ligget i den nordvestlige kvadranten, noe som innebærer at det ikke er mulig å bringe produksjonen lenger opp mot sitt potensiale uten at inflasjonen kommer lenger unna målet. Punktene har imidlertid etter hvert kommet nærmere origo, noe som innebærer utsikter til en noe bedre samlet måloppnåelse.

Modellanalysen tilsier om lag uendret rentebane

I renteregnskapet i figur 4.7 bruker vi vår hovedmodell NEMO til å dekomponere de viktigste drivkreftene bak endringene i rentebanen siden forrige rapport. Søylene viser bidrag til endring i modellbanen, og den stiplede linjen viser summen av søylene. Den heltrukne linjen viser den faktiske endringen i rentebanen.

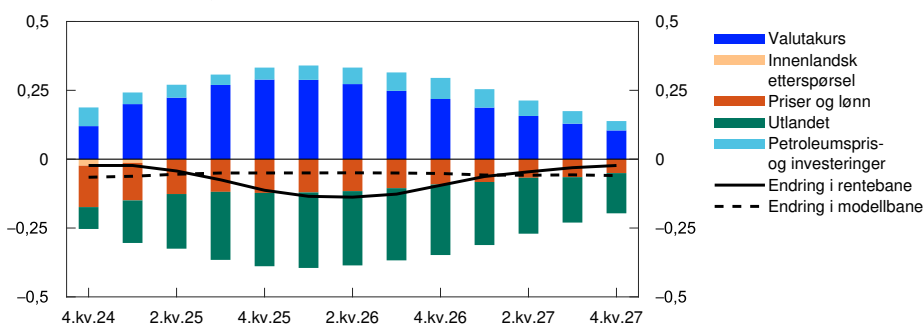
Markedsprisingen indikerer nå lavere styringsrenter i utlandet enn tidligere lagt til grunn. Det trekker isolert sett i retning av en sterkere kronekurs. Anslagene for prisveksten og den økonomiske veksten hos våre handelspartnere er om lag uendret siden forrige rapport. Faktorer knyttet til utlandet trekker samlet sett i retning av en lavere modellbane, se grønne søyler.

Anslaget for petroleumsinvesteringene er oppjustert siden forrige rapport og bidrar til å trekke modellbanen opp. Petroleumsprisene har falt siden forrige rapport og bidrar isolert sett til en litt lavere rentebane gjennom å bidra til lavere aktivitet i oljerelaterte næringer og til å dempe lønnsveksten. Samlet bidrar faktorer knyttet til petroleumspris og -investeringer til en litt høyere modellbane, se lyseblå søyler.

Kronekursen har vært svakere enn ventet og svakere enn det endringen i rentedifferansen mot utlandet og petroleumsprisene skulle tilsi i modellrammeverket. Dette trekker i retning av en høyere modellbane, se mørkeblå søyler.

Figur 4.7 Modellen tilsier om lag uendret rentebane

Akkumulerte bidrag. Prosentenheter



Kilde: Norges Bank

Kapasitetsutnyttningen er lite endret siden forrige rapport. Innenlandsk etterspørsel trekker modellbanen litt ned de nærmeste kvartalene, se oransje søyler.

Den underliggende prisveksten har vært lavere enn anslått i forrige rapport. Anslaget for lønnsveksten i 2025 er justert ned siden forrige rapport. Samlet sett bidrar faktorer knyttet til priser og lønn til en litt lavere modellbane, se røde søyler.

Modellanalysen tilsier en om lag uendret styringsrente sammenlignet med forrige rapport.

Vedlegg

Tabeller med detaljerte anslag



TABELL 1 Internasjonale anslag

Endring i anslag fra <i>Pengepolitisk rapport 2/2024</i> i parentes	Vekter ¹ Prosent	Prosentvis endring fra foregående år				
		2023	2024	2025	2026	2027
BNP						
USA	12	2,5	2,6 (0,3)	1,8 (0)	1,8 (0)	1,7 (0)
Euroområdet	47	0,5	0,7 (-0,1)	1,3 (-0,1)	1,6 (0,1)	1,5 (0)
Storbritannia	15	0,1	1,1 (0,2)	1,3 (-0,1)	1,5 (0)	1,4 (-0,1)
Sverige	18	-0,1	0,6 (-0,2)	1,8 (-0,2)	2,2 (0,2)	2,1 (0,2)
Kina	8	5,3	4,8 (-0,3)	4,1 (-0,1)	3,8 (0,1)	3,6 (0)
5 handelspartnere ¹	100	1	1,3 (-0,1)	1,7 (-0,1)	1,9 (0,1)	1,8 (0)
Priser						
Underliggende prisvekst ²		5,3	3 (0)	2,3 (0)	2,1 (-0,1)	2,1 (0)
Lønnsvekst ²		5	4,3 (0)	3,5 (0)	3,2 (0)	3 (0)
Priser på konsumvarer Norge importerer, inkludert frakt ³		-0,1	2,8 (1,5)	0,5 (0,4)	-0,2 (-0,7)	0,6 (-0,2)

¹ I aggregatet inngår: Euroområdet, Kina, Storbritannia, Sverige og USA. Eksportvekter.

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

³ Målt i utenlandsk valuta. Inkludert vridningseffekter og fraktrater.

Kilder: LSEG Datastream og Norges Bank

TABELL 2a Konsumpriser. Tolvmånedersvekst. Prosent

	2024						
	jun	jul	aug	sep	okt	nov	des
KPI							
Faktisk	2,6	2,8	2,6				
Anslag PPR 2/24	3,1	3,4	3,7	4,6			
Anslag PPR 3/24				3,1	2,6	2,6	3,1
KPI-JAE							
Faktisk	3,4	3,3	3,2				
Anslag PPR 2/24	3,6	3,7	3,6	3,8			
Anslag PPR 3/24				3,3	2,9	3,0	3,0
Importerte varer i KPI-JAE							
Faktisk	2,0	1,4	2,0				
Anslag PPR 2/24	2,3	2,2	2,2	2,3			
Anslag PPR 3/24				1,8	1,2	1,0	0,8
Norskproduserte varer og tjenester i KPI-JAE							
Faktisk	4,2	4,3	3,8				
Anslag PPR 2/24	4,4	4,6	4,4	4,5			
Anslag PPR 3/24				4,0	3,8	3,9	4,2

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

TABELL 2b Boligpriser. Månedsvkst. Sesongjustert. Prosent

	2024						
	jun	jul	aug	sep	okt	nov	des
Faktisk	0,4	-0,1	0,5				
Anslag PPR 2/24	0,6	0,4	0,4	0,4			
Anslag PPR 3/24				0,3	0,3	0,2	0,2

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

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

	2024						
	jun	jul	aug	sep	okt	nov	des
Faktisk	2,0	2,1	2,0				
Anslag PPR 2/24	2,0	2,0	2,0	2,1			
Anslag PPR 3/24				2,0	2,1	2,1	2,1

Kilder: NAV og Norges Bank

TABELL 2d BNP for Fastlands-Norge. Kvartalsvekst.¹ Sesongjustert. Prosent

	2024			
	1.kv	2. kv.	3. kv.	4. kv.
Faktisk	0,1	0,1		
Anslag PPR 2/24		0,2	0,3	
Anslag PPR 3/24			0,3	0,2

¹ Kvartalstall er beregnet fra månedlig nasjonalregnskap.

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

TABELL 3 Anslag på makroøkonomiske hovedstørrelser

Endring i anslag fra Pengepolitisk rapport 2/2024 i parentes	Prosentvis endring fra foregående år (der annet ikke fremgår)					
	Mrd. kr. 2023	2023	Anslag			
			2024	2025	2026	2027
Priser og lønninger						
KPI		5,5	3,2 (-0,5)	3,2 (0,0)	2,8 (0,2)	2,4 (0,1)
KPI-JAE		6,2	3,7 (-0,3)	3,0 (-0,4)	2,8 (0,0)	2,4 (0,0)
Årslønn		5,2	5,2 (0,0)	4,3 (-0,2)	3,7 (-0,1)	3,3 (-0,1)
Realøkonomi¹						
Bruttonasjonalprodukt (BNP)	5131	0,7	1,6 (0,5)	1,8 (-0,1)	0,5 (0,1)	0,5 (-0,1)
BNP for Fastlands-Norge ²	3858	1,1	0,6 (-0,2)	1,1 (-0,2)	1,3 (0,1)	1,5 (-0,1)
Produksjonsgap for Fastlands-Norge (nivå)		0,8	0,1 (-0,1)	-0,2 (0,0)	-0,4 (0,1)	-0,3 (0,0)
Sysselsetting, personer, KNR		1,3	0,6 (0,0)	0,5 (-0,2)	0,7 (0,1)	0,8 (-0,1)
Registrert ledighet (rate, nivå)		1,8	2,0 (0,0)	2,2 (0,0)	2,3 (0,0)	2,2 (0,0)
Etterspørsel¹						
Etterspørsel fra Fastlands-Norge ²	4014	0,4	-0,4 (0,2)	2,3 (-0,2)	2,4 (-0,1)	2,2 (-0,1)
– Husholdningenes konsum	1924	-0,6	1,1 (-0,1)	2,7 (0,0)	2,2 (0,0)	1,9 (-0,1)
– Foretaksinvesteringer	499	4,0	-6,4 (3,4)	0,5 (-1,3)	2,4 (-0,6)	2,7 (-0,6)
– Boliginvesteringer	208	-15,6	-16,2 (-0,4)	4,0 (-1,1)	9,6 (-0,4)	8,3 (-0,9)
– Offentlig etterspørsel	1383	3,3	2,1 (-0,3)	2,2 (0,1)	1,8 (-0,1)	1,7 (0,1)
Petroleumsinvesteringer ²	216	10,5	10,0 (1,0)	1,0 (5,0)	-5,0 (-2,0)	-5,0 (-2,0)
Eksport fra Fastlands-Norge ²	1043	7,8	1,7 (-3,5)	4,9 (3,7)	2,1 (0,6)	2,7 (0,3)
Import	1667	1,3	0,9 (0,3)	3,2 (0,4)	1,8 (-0,3)	1,8 (-0,2)
Boligpriser og gjeld						
Boligpriser		0,2	2,9 (-0,4)	5,4 (-1,5)	8,1 (0,2)	6,4 (-0,2)
Kreditt til husholdningene (K2)		3,4	2,9 (0,3)	2,8 (0,4)	2,9 (0,6)	3,2 (0,3)
Renter, valutakurs og oljepris						
Styringsrente (nivå)		3,5	4,5 (0,0)	4,1 (0,0)	3,3 (-0,1)	2,8 (0,0)
Importveid valutakurs (I-44) (nivå)		119,5	120,2 (1,9)	120,9 (3,4)	120,7 (3,2)	120,6 (3,1)
Styringsrente hos handelspartnere (nivå)		3,9	4,1 (-0,1)	2,5 (-0,8)	2,1 (-0,7)	2,2 (-0,4)
Oljepris Brent Blend. USD per fat		83	80 (-3)	70 (-10)	69 (-7)	69 (-5)
Husholdningenes inntekt og sparing¹						
Disponibel realinntekt utenom aksjeutbytte		-2,4	3,3 (0,5)	2,2 (-0,2)	3,0 (0,1)	2,5 (-0,6)
Sparing utenom aksjeutbytte (rate, nivå)		-0,3	2,0 (0,6)	1,9 (0,4)	2,3 (0,4)	2,8 (0,0)
Finanspolitikken						
Strukturelt oljekorrigert underskudd som andel av SPU ³		3,0	2,7 (0,0)	2,5 (0,0)	2,5 (-0,1)	2,5 (-0,1)
Strukturelt oljekorrigert underskudd som andel av trend-BNP		9,7	10,4 (0,0)	10,7 (0,0)	10,9 (-0,1)	11,0 (-0,1)

¹ Alle tall er virkedagskorrigert.² Årstall er beregnet fra månedlig nasjonalregnskap.³ Statens pensjonsfond utland ved inngangen til året.

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



Norges Bank
Pengepolitisk rapport 3/2024 september

Design: TRY

Layout: Aksell AS

ISSN 1894-0234 (online)