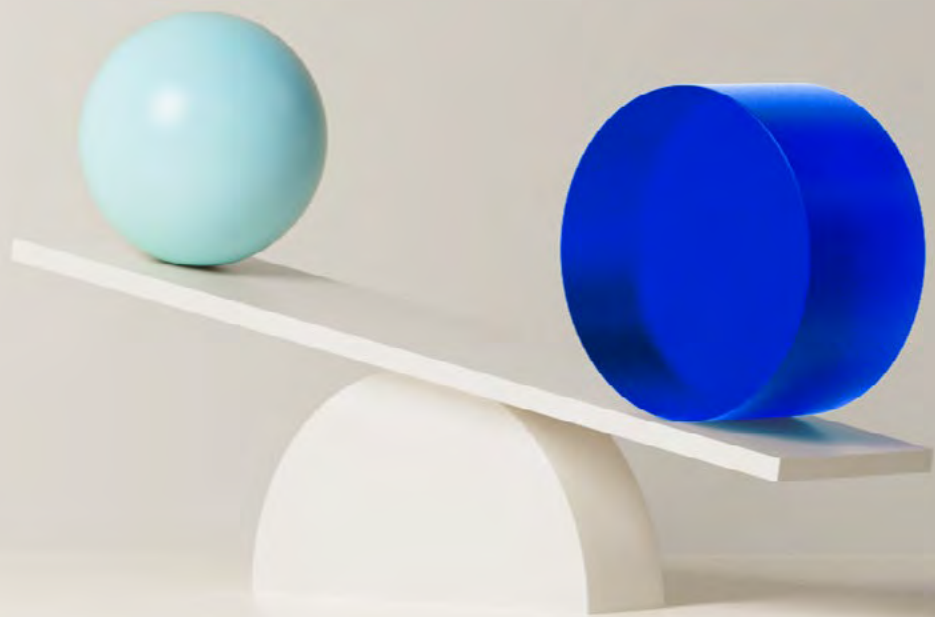


# Pengepolitisk rapport

2 | 2024

Juni



# Innhold

	<b>Pengepolitiske vurderinger</b>	<b>5</b>
<b>1.</b>	<b>Internasjonal økonomi</b>	<b>10</b>
<b>2.</b>	<b>Finansielle forhold</b>	<b>17</b>
<b>3.</b>	<b>Norsk økonomi</b>	<b>22</b>
3.1	Produksjon og etterspørsel	22
3.2	Arbeidsmarkedet	29
3.3	Priser og lønninger	34
	- <i>Hva har drevet prisveksten – tilbud eller etterspørsel?</i>	41
<b>4.</b>	<b>Pengepolitisk analyse</b>	<b>47</b>
4.1	Rentebanen og mål for pengepolitikken	47
4.2	Ny informasjon og nye vurderinger	47
4.3	Pengepolitisk innretning og drivkrefter bak endringene i rentebanen	50
	- <i>Anslag på den nøytrale realrenten</i>	53
	<b>Vedlegg</b>	<b>56</b>

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 14. juni 2024. Pengepolitiske vurderinger er basert på informasjon frem til komitémøtet 19. juni 2024. Rapporten ble publisert 20. juni og er tilgjengelig på [www.norges-bank.no](http://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 2/2024*

På møtene 4. og 12. juni 2024 drøftet komiteen de økonomiske utsiktene og innretningen av pengepolitikken. På grunnlag av drøftingene og en anbefaling fra bankens administrasjon fattet komiteen på møtet 19. juni 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 19. juni å holde styringsrenten uendret på 4,5 prosent. Slik komiteen nå vurderer utsiktene og risikobildet, vil styringsrenten trolig holdes på dette nivået en god stund fremover.

## Lavere prisvekst internasjonalt

Konsumprisveksten hos våre viktigste handelspartnere har avtatt mye fra toppen i 2022, og i flere av landene er den nå under 3 prosent. Prisveksten på varer er lav, mens prisveksten på tjenester holder seg oppe. Den økonomiske veksten tok seg opp i første kvartal og var noe høyere enn anslått. Arbeidsledigheten er fortsatt lav i euroområdet, Storbritannia og USA. I Sverige har ledigheten økt. Lønnsveksten hos handelspartnerne har avtatt, men med lavere prisvekst vil kjøpekraften til husholdningene likevel øke i mange land i år.

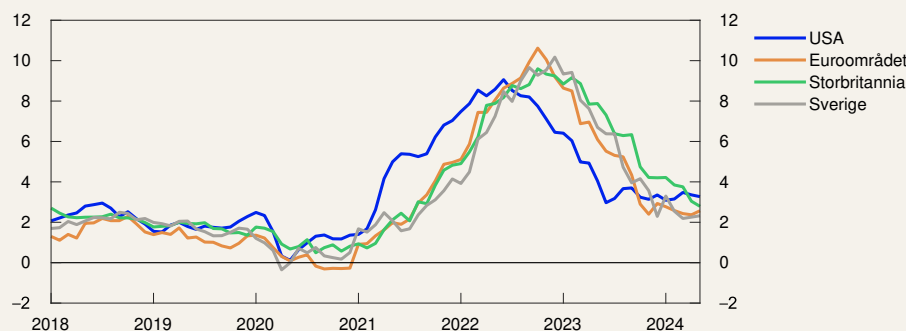
## Forventninger om færre rentekutt i år

Siden forrige rapport har sentralbankene i Sverige og euroområdet kuttet styringsrenten. Sentralbankene i USA og Storbritannia har holdt renten i ro. Sammenlignet med i mars, venter markedsaktørene færre rentekutt fra sentralbankene i år. Rentene på langsiktige statsobligasjoner hos våre viktigste handelspartnere er lite endret.

Styringsrenteforventningene her hjemme har steget litt. Markedsprisingen indikerer forventninger om at renten vil settes ned mot slutten

## Figur A Prisveksten ute har avtatt mye

Konsumpriser. Tolvmånedersvekst. Prosent



Kilde: LSEG Datastream

**Figur B Kronekursen om lag som anslått**

Importveid valutakursindeks. I-44



Kilde: Norges Bank

av året. Kronen er litt sterkere enn i mars og har den siste tiden vært om lag som anslått.

**Veksten i norsk økonomi holder seg lav**

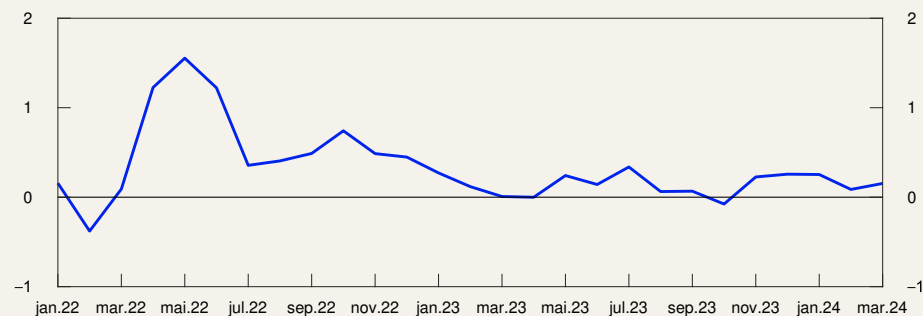
Veksten i norsk økonomi avtok i fjor og var lav også i første kvartal i år. En nedgang i varekonsumet bidro til et fall i husholdningenes konsum, og boliginvesteringene avtok videre fra et lavt nivå. Den økonomiske aktiviteten i første kvartal var litt høyere enn anslått. Varekonsumindeksen og tall for korttransaksjoner kan tyde på at husholdningenes konsum har tatt seg opp den siste tiden.

Bedriftene i vårt regionale nettverk rapporterer samlet sett om noe økt aktivitet i andre kvartal. I de fleste næringene er bedriftene mer optimistiske enn de var tidligere i år, og de venter videre oppgang i tredje kvartal. Bygge- og anleggsnæringen venter fortsatt nedgang i aktiviteten. Salget av nye boliger har tatt seg litt opp fra et lavt nivå, men vi tror det vil ta tid før boliginvesteringene vil begynne å øke igjen. I bruktboligmarkedet har prisene steget videre, og de har vært høyere enn ventet.

Presset i norsk økonomi har avtatt gradvis siden begynnelsen av 2023. I starten av 2024 var kapasitetsutnyttningen samlet sett trolig nær et normalt nivå, og den ser ut til å ha holdt seg om lag uendret den siste

**Figur C Lav vekst i norsk økonomi**

BNP for Fastlands-Norge. Glidende tremånedersvekst. Prosent

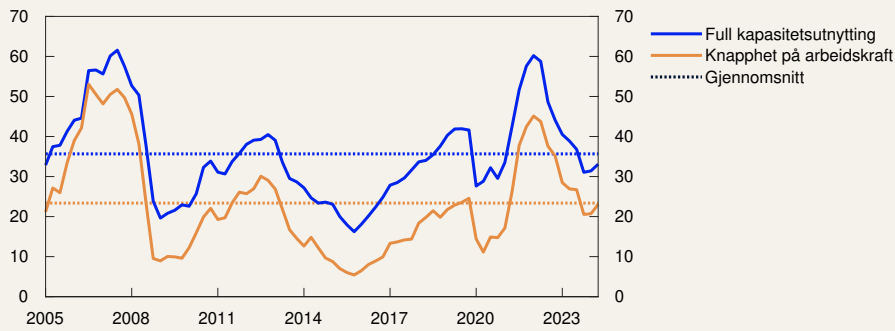


Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

**Figur D Kapasitetsutnyttningen i bedriftene litt lavere enn normalt**

Kapasitetsutnyttning og knapphet på arbeidskraft ifølge Regionalt nettverk.

Andeler i prosent



Kilde: Norges Bank

tiden. Den registrerte arbeidsledigheten har økt litt de siste par årene, men er fortsatt lav. Oppgangen i ledigheten har blant annet sammenheng med at mange ukrainske flyktninger har meldt seg som ledige hos NAV. I mai var den registrerte ledigheten 2 prosent, som anslått. Sysselsettingen steg videre i første kvartal og var litt høyere enn ventet. Bedriftene i vårt regionale nettverk melder at kapasitetsutnyttningen har økt litt i andre kvartal, men at den fortsatt er lavere enn normalt. Bedriftene venter at sysselsettingen vil øke videre, og ifølge NAV har antallet nye ledige stillinger fortsatt å øke. Samlet sett ser det ut til at kapasitetsutnyttningen i økonomien er noe høyere enn anslått.

Vi venter lav vekst i norsk økonomi i år, men aktiviteten ser ut til å bli litt høyere enn anslått i forrige rapport. Kombinasjonen av høy lønnsvekst og lavere prisvekst vil løfte husholdningenes kjøpekraft. Det vil trolig bidra til at husholdningenes konsum øker fremover. Høye petroleumsinvesteringer, videre oppgang i eksporten og høy offentlig etterspørsel ventes å holde aktiviteten i norsk økonomi oppe i år, mens nedgang i bolig- og foretaksinvesteringer vil dempe aktiviteten. Kapasitetsutnyttningen ventes å avta litt videre det neste året til noe under et normalt nivå.

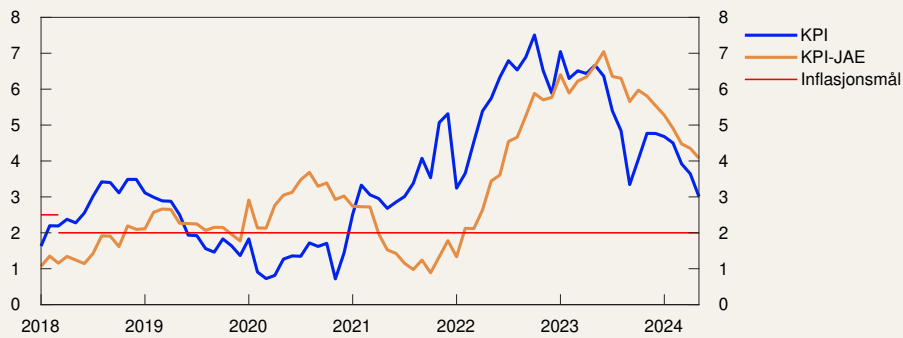
**Prisvekst over målet**

Prisveksten har avtatt videre siden forrige rapport. I mai var den samlede konsumprisveksten (KPI) 3,0 prosent, som var noe lavere enn anslått. Tolvmånedersveksten i konsumprisindeksen justert for avgiftsendringer og uten energivarer (KPI-JAE) var 4,1 prosent i mai. Det var om lag som ventet.

Lønnsveksten i år og neste år ser ut til å bli høyere enn anslått i mars. Vi anslår nå årslønnsveksten i 2024 til 5,2 prosent, som er i tråd med rammen i lønnsoppgjøret i frontfaget. Bedriftene i vårt regionale nettverk har oppjustert sine forventninger til lønnsveksten i 2025. Høy lønnsvekst, svak vekst i produktiviteten og kronesvekkelsen gjennom fjoråret vil trolig bidra til å holde prisveksten oppe fremover.

**Figur E Prisveksten er fortsatt over målet**

KPI og KPI-JAE. Tolvmånedersvekst. Prosent



Kilde: Statistisk sentralbyrå

Ifølge forventningsundersøkelsen ligger de langsiktige forventningene til prisveksten fortsatt noe høyere enn inflasjonsmålet på 2 prosent. Forventningene endret seg lite i andre kvartal.

**Uendret rente 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.

Renten er satt opp mye de siste årene og har bidratt til å kjøle ned norsk økonomi. Veksten i økonomien har avtatt, og prisveksten har falt. Samtidig er en høy andel av befolkningen i jobb. Prisveksten er fortsatt over målet, og høy vekst i bedriftenes kostnader vil bidra til å holde prisveksten oppe fremover. Komiteen var opptatt av at dersom renten settes ned for tidlig, kan prisveksten bli liggende over målet for lenge.

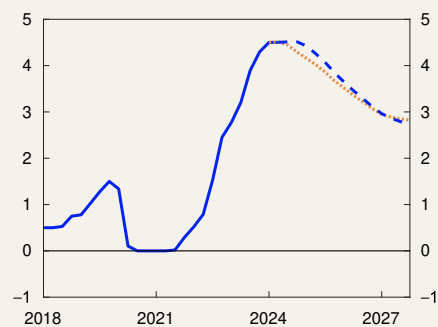
Siden forrige rapport har prisveksten vært litt lavere enn anslått, mens arbeidsledigheten har økt som ventet. På den annen side melder bedriftene i vårt regionale nettverk om bedre utsikter, og lønnsveksten ser ut til å bli høyere enn vi tidligere har sett for oss. Det kan tilsa at prisveksten blir høyere fremover enn anslått i forrige rapport. Komiteens vurdering er at renten er høy nok til å få prisveksten ned til målet innen rimelig tid, men at det vil bli behov for å holde renten oppe noe lenger enn tidligere anslått.

Prognosen i denne rapporten indikerer en styringsrente som blir liggende på 4,5 prosent ut året, før den gradvis settes ned. Den økonomiske veksten ventes å ta seg litt opp i årene fremover, men arbeidsledigheten vil trolig øke noe. Inflasjonen anslås å avta videre og nærme seg 2 prosent mot slutten av 2027.

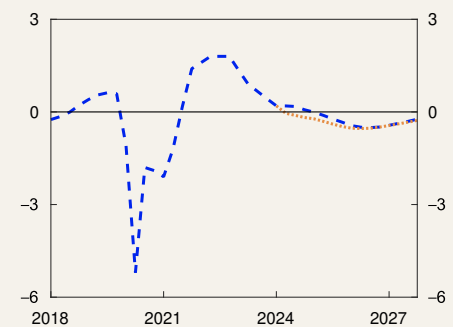
Det er usikkerhet om den videre utviklingen i norsk økonomi. Dersom kapasitetsutnyttningen øker eller kronen svekker seg, kan lønns- og prisveksten holde seg oppe lenger. Da kan det bli behov for å sette renten



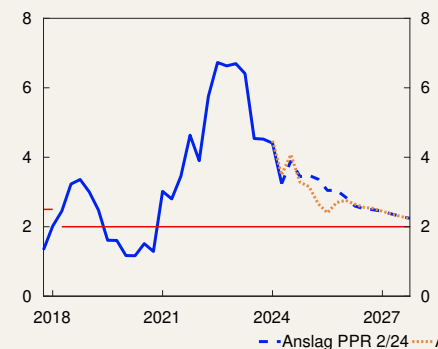
Styringsrente. Prosent



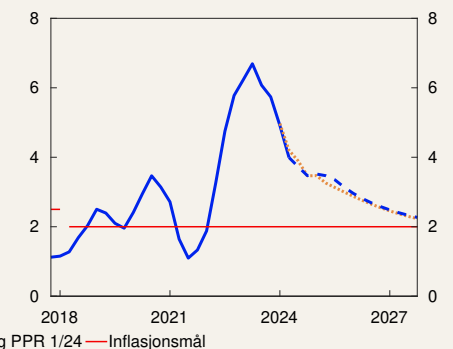
Produksjonsgap. Prosent



KPI. Firekvartalersvekst. Prosent



KPI-JAE. Firekvartalersvekst. Prosent



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

opp. Dersom arbeidsledigheten øker mer enn ventet, eller prisveksten avtar raskere, kan renten bli satt ned tidligere enn vi nå ser for oss.

Komiteen besluttet enstemmig å holde styringsrenten uendret på 4,5 prosent. Slik komiteen nå vurderer utsiktene og risikobildet, vil styringsrenten trolig holdes på dette nivået en god stund fremover.

**Ida Wolden Bache**  
**Pål Longva**  
**Øystein Børsum**  
**Ingvild Almås**  
**Steinar Holden**

19. juni 2024

# 1. Internasjonal økonomi

Høy inflasjon og en rask økning i styringsrentene dempet den økonomiske aktiviteten gjennom fjoråret. Bedring av husholdningenes kjøpekraft bidrar til at BNP-veksten hos handelspartnerne samlet anslås å ta seg opp i år.

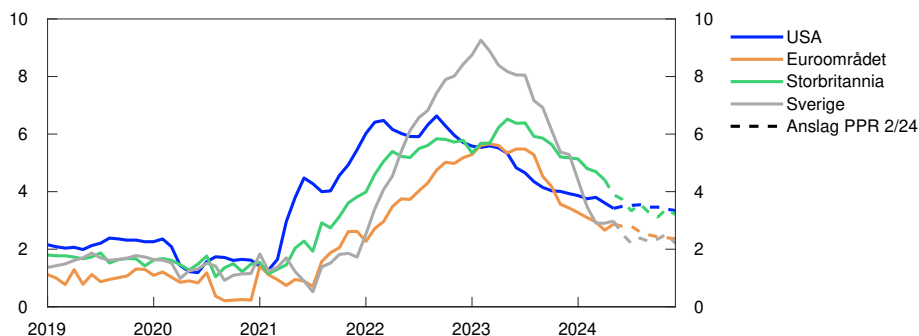
Konsumprisveksten hos våre handelspartnere har avtatt markert siden toppen, men tjenestepriisveksten er fremdeles høy i flere land. Vi anslår at den underliggende prisveksten vil avta videre, men ikke like raskt som gjennom fjoråret. Markedsaktørene forventer at sentralbankene ute setter ned renten senere enn de ventet i mars.

## Underliggende konsumprisvekst ventes å avta videre

Siden toppen i slutten av 2022 har samlet konsumprisvekst falt betydelig hos alle våre viktigste handelspartnere. Siden slutten av 2023 har den vært lite endret og var i mai rundt 2,5 prosent i euroområdet og Sverige og litt over 3 prosent i USA.

**Figur 1.1 Underliggende konsumprisvekst ventes å avta fremover**

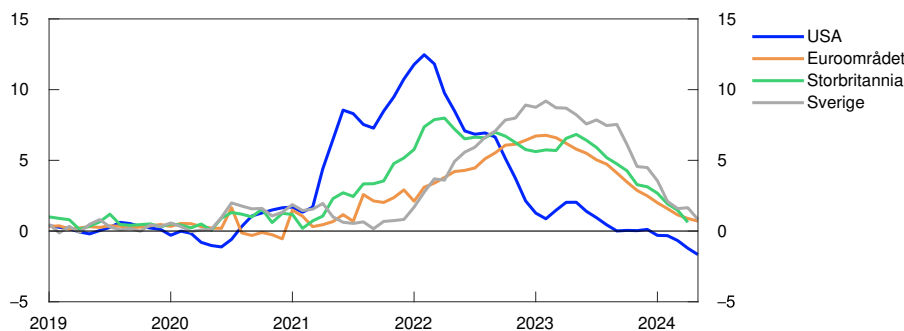
Underliggende konsumpriser. Tolv månedersvekst. Prosent



Kilder: LSEG Datastream og Norges Bank

**Figur 1.2 Vareprisveksten er lav**

Konsumpriser. Varer utenom mat og energi. Tolvmånedersvekst. Prosent



Kilde: LSEG Datasream

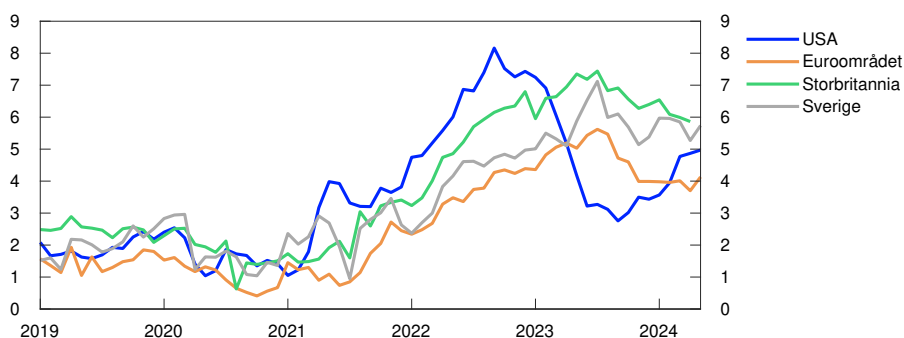
Den underliggende konsumprisveksten har avtatt til rundt 3 prosent i euroområdet og Sverige og rundt 3,5 prosent i USA, se figur 1.1. Samlet sett har den underliggende prisveksten hos våre viktigste handelspartnere vært om lag som anslått i marsrapporten.

Vareprisveksten har de siste månedene kommet ned til et lavt nivå, se figur 1.2. Høy lønnsvekst bidrar til at tjenestepreisveksten holder seg oppe i flere land, se figur 1.3. I USA bidrar både husleie og andre tjenester til oppgang i tjenestepreisveksten siden i fjor høst. Vi venter at den underliggende prisveksten faller i Europa de nærmeste månedene, mens den ventes å være nær uendret i USA.

Lav kapasitetsutnyttning vil trolig bidra til at lønns- og prisveksten for handelspartnerne samlet gradvis faller i årene fremover. Lønnsveksten hos våre viktigste handelspartnere anslås å avta fra 4,9 prosent i fjor til 4,3 prosent i år. Langsiktige markedsbaserte inflasjonsforventninger har endret seg lite siden forrige rapport og er nær inflasjonsmålene i både USA og euroområdet. Vi anslår at den underliggende prisveksten for våre viktigste handelspartnere samlet avtar fra 5,3 prosent i fjor til 3 prosent i år og til litt over 2 prosent i 2026. Anslagene for lønns- og prisveksten er lite endret fra marsrapporten, se tabell 1 i vedlegget.

**Figur 1.3 Tjenestepreisveksten holder seg oppe**

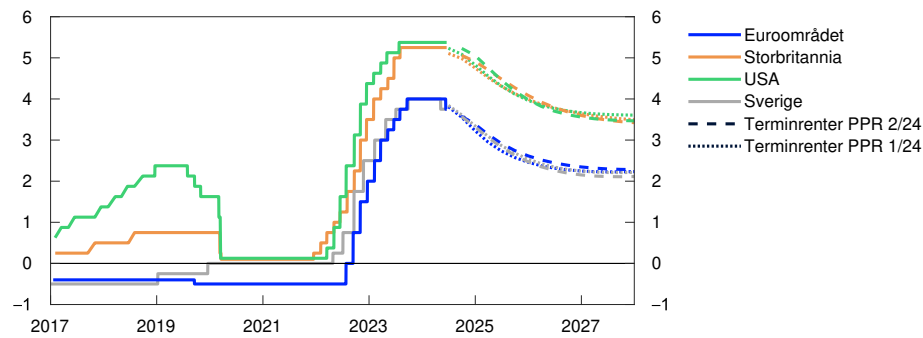
Konsumpriser. Tjenester. Tolvmånedersvekst. Prosent



Kilde: LSEG Datastream

### Figur 1.4 Styringsrenteforventningene ute har økt litt

Styringsrenter og beregnede terminrenter. Prosent



Kilder: Bloomberg, LSEG Datastream og Norges Bank

### Forventninger om færre rentekutt i år

Både den europeiske og den svenske sentralbanken har redusert styringsrenten med 0,25 prosentenheter siden forrige rapport. Begge sentralbanker begrunnet rentenedsettelsen med at inflasjonen har falt og nærmer seg målet. I tillegg vektla den svenske sentralbanken svak BNP-vekst i flere kvartaler og oppgang i arbeidsledigheten. Sentralbankene i USA og Storbritannia har holdt renten i ro.

Styringsrenteforventningene i markedet indikerer at første rentekutt i USA og Storbritannia kommer til høsten. Sammenlignet med forrige rapport er forventningene i markedet at rentekuttene fra sentralbankene kommer senere, se figur 1.4. Det må sees i lys av at markedsaktørene trolig legger til grunn at det vil ta noe lenger tid å få inflasjonen ned til målet. Langsiktige statsrenter hos handelspartnerne er lite endret siden mars.

Aksjeindeksene hos våre viktigste handelspartnere har steget litt siden forrige rapport, mens kredittpåslagene for foretaksobligasjoner er lite endret.

### Veksten ute har tatt seg opp

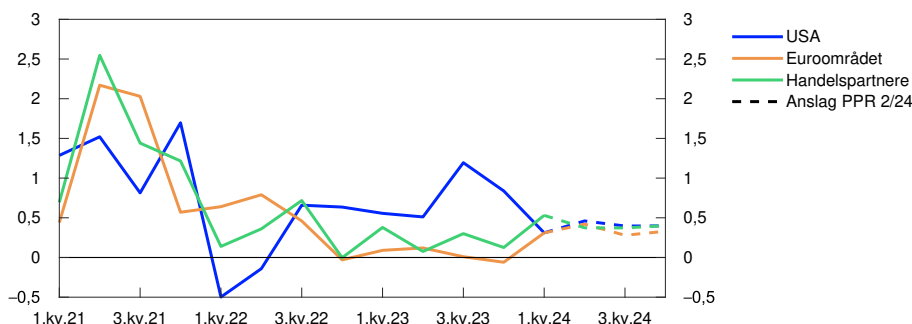
Samlet sett er kapasitetsutnyttningen hos våre viktigste handelspartnere trolig under et normalt nivå. Arbeidsledigheten har steget i Sverige det siste året, men holder seg lav i euroområdet. I første kvartal tok BNP-veksten for handelspartnerne samlet seg opp og var høyere enn anslått i marsrapporten. Oppsvinget var markert i både euroområdet, Sverige og Storbritannia, mens det var nedgang i veksten i USA, se figur 1.5.

Fall i reallønnen og økte renter dempet den økonomiske aktiviteten i Europa i fjor. Lavere konsumprisvekst bidrar til at reallønnen øker fremover, noe som bedrer husholdningenes kjøpekraft. Økte forsvars- og energiinvesteringer vil trolig også løfte aktiviteten. Aktivitetsindikatorer har steget og tyder på at veksten vil holde seg oppe fremover.

I USA bidro lav sparing hos husholdningene, nedgang i prisveksten, finanspolitisk stimulans og god vekst i produktivitet og befolkning til at

**Figur 1.5 Veksten i Europa har tatt seg opp**

BNP. Kvartalsvekst. Prosent



Kilder: LSEG Datastream og Norges Bank

BNP-veksten gjennom fjoråret var mye høyere enn i Europa. I tillegg bidrar stor utbredelse av fastrenteavtaler med lang løpetid til at mange amerikanske husholdninger i stor grad har vært skjermet fra renteøkninger på sine boliglån. Veksten i starten av inneværende år avtok som anslått. Vi venter at husholdningenes sparing etter hvert vil tilta. Dette vil trolig dempe BNP-veksten fremover.

Til tross for et fortsatt svakt eiendomsmarked har sterkere vekst i industriproduksjon og eksport løftet veksten i Kina de siste kvartalene. En synkende arbeidsstyrke, høy gjeld blant lokale myndigheter og statseide selskaper og økt toll på kinesiske eksportvarer bidrar til at veksten trolig avtar fremover.

Vi legger til grunn at råvareprisene utvikler seg i tråd med fremtidsprisene. Energi- og råvarepriser er nærmere omtalt på [side 14](#). Vårt anslag på styringsrentene ute tar utgangspunkt i markedets renteforventninger. Vi anslår at BNP-veksten hos handelspartnerne øker fra 1 prosent i 2023 til 1,4 prosent i 2024 og 1,8 prosent i 2025 og 2026. Anslaget for inneværende år er oppjustert fra forrige rapport. Kapasitetsutnyttningen vil trolig holde seg litt under et normalt nivå de neste årene.

**Usikkerhet om utviklingen i prisveksten**

Det er fremdeles usikkerhet knyttet til hvor raskt konsumprisveksten hos våre handelspartnere kommer ned til målet. Med stramme arbeidsmarked i flere land kan lønsmottakerne få gjennomslag for en større kompensasjon for den høye prisveksten enn vi ser for oss. Dersom det skulle inntreffe, eller inflasjonsforventningene skulle øke, kan pris- og lønnsveksten bli høyere enn vi nå venter. Tilspissing av handelskonflikter og klima- og energiomstillingen bidrar også til usikkerhet om inflasjonsnedgangen. For eksempel kan hyppigere ekstremværhendelser føre til høyere prisvekst på matvarer. For å få inflasjonen helt ned til målet, kan sentralbankene måtte holde sine styringsrenter oppe i en lengre periode enn lagt til grunn nå. Da kan vekstutsiktene svekkes. Pågående kriger i flere land bidrar også til usikkerhet om den internasjonale utviklingen fremover.

## Høyere energi- og råvarepriser

Prisene på gass, utslippskvoter og kraft på kontinentet har økt siden mars, mens oljeprisen er lite endret. Siden toppen i 2022 har disse energiprisene falt mye, men de ser ut til å holde seg høye sammenliknet med tiårsperioden før pandemien. Veksten i våre indekser for priser på importerte innsats- og konsumvarer til Norge er lav. Anslagene for den videre veksten er oppjustert siden forrige rapport, og gjenspeiler blant annet økte fremtidspriser på enkelte råvarer.

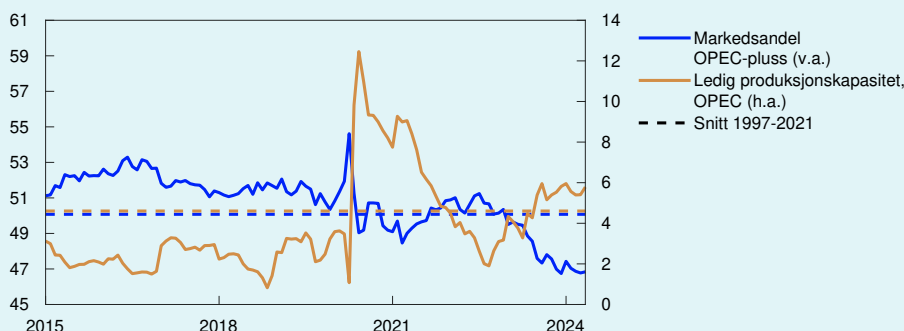
Oljeprisen og fremtidsprisene er lite endret siden rapporten i mars. Oljeprisen påvirkes fortsatt av faren for en større regional konflikt i Midtøsten. I begynnelsen av juni videreførte OPEC-pluss produksjonsbegrensningene som har understøttet oljeprisen de senere årene.<sup>1</sup> Det ble likevel signalisert at deler av kuttene gradvis vil reverseres fra høsten av. Produksjonsbegrensningene har ført til mye ledig kapasitet i OPEC-pluss og markedsandelen deres har blitt lav, se figur 1.A. Dette kan gjøre det utfordrende å videreføre kuttene fremover. Fremtidsprisene indikerer noe videre nedgang i oljeprisen de neste årene, se tabell 1.A.

Den europeiske gassprisen har økt siden forrige rapport. Fremtidsprisene har også økt, særlig for 2025 og 2026. Gasslagrene er høye for årstiden. På den annen side er det utsikter til at gassimporten til Asia vil øke som følge av høyere økonomisk aktivitet, slik at det blir knappere tilgang på flytende gass (LNG) til Europa fremover. Det er også tegn til at nedgangen i energiintensiv industri i Europa er i ferd med å snu. I tillegg er det usikkerhet om den gjenværende gassimporten fra Russland via Ukraina til Europa vil videreføres ved utgangen av året. Høyere gasspris har gått sammen med oppgang i prisen på utslippskvoter og dermed også oppgang i kraftprisene på kontinentet. Etterspørselen etter utslippskvoter og kraft kan dessuten øke når aktiviteten i energiintensiv industri tar seg opp.

Kraftprisene i Norge har falt siden mars, mer i nord enn sør. Kraftprisene sør i Norge er tettere knyttet til kraftprisene på kontinentet og i Storbritannia. Nedgangen i norske kraftpriser skyldes blant annet snøsmelting og økt fyllingsgrad i vannmagasinene. Fremtidsprisene har steget sammen med fremtidsprisene for kraft på kontinentet.

**Figur 1.A Lav markedsandel for OPEC-pluss og høy ledig produksjonskapasitet i OPEC**

Andel av global råoljeproduksjon. Prosent



Kilde: U.S. Energy Information Administration

<sup>1</sup> 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?»](#).

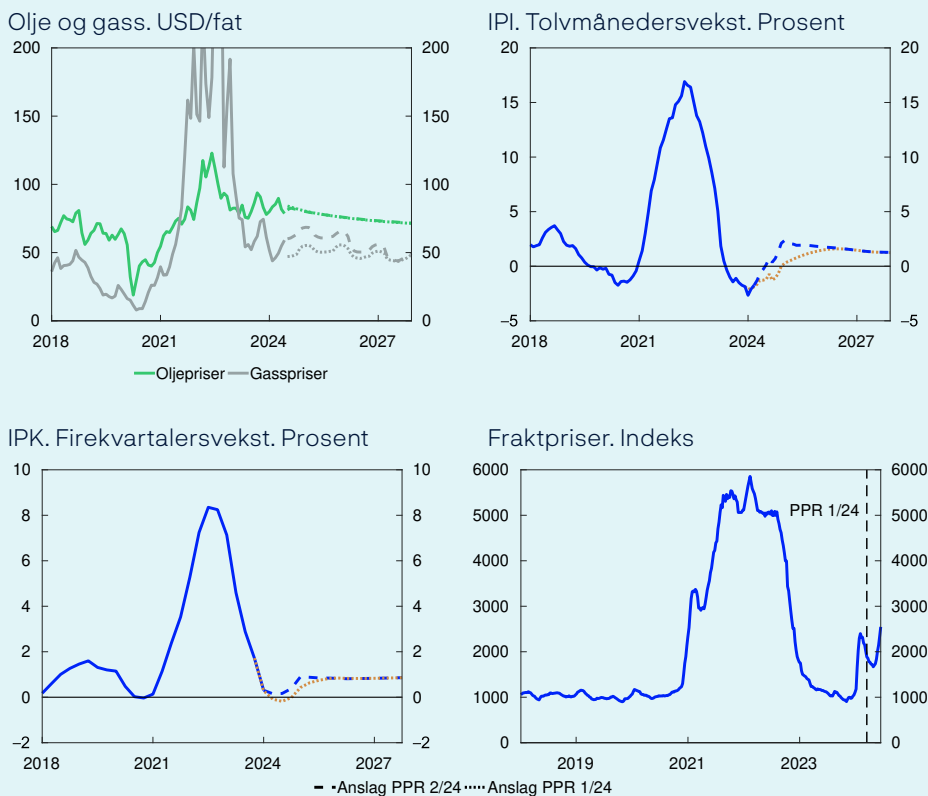
Energiprisene i Europa har kommet mye ned siden toppen i 2022. Bortsett fra for olje indikerer fremtidsprisene likevel nivåer fremover som er høyere enn for perioden 2010–2019. I overgangen fra et fossilt til et fornybart energisystem må store deler av energiforbruket elektrifiseres, og kraftproduksjonen må bli utslippsfri. Priser på energi (inkludert priser på utslipp) kan forbli høye, i alle fall i en overgangsperiode, for å fremme nødvendige investeringer i ny energiproduksjon og kutt i klimautslipp. Samtidig vil energiprisene trolig variere mer, dels som følge av mer væravhengig energiproduksjon, og dels som følge av internasjonale konflikter som kan ramme energiproduksjonen.

Prisene på metaller har steget siden mars og fremtidsprisene indikerer en videre oppgang de nærmeste årene. Det gjenspeiler at den økonomiske aktiviteten er i ferd med å ta seg opp, også i flere fremvoksende økonomier. Økt behov for metaller i klima- og energiomstillingen bidrar også til høyere metallpriser.

Siden forrige rapport har vår indikator for internasjonale prisimpulser til importerte innsatsvarer (IPI) utviklet seg om lag som ventet, se figur 1.B. Fremover er anslagene for IPI høyere enn i forrige rapport. Dette skyldes blant annet at prisene på aluminium har økt, se tabell 1.A. Tolvmånedersveksten i indeksen er fremdeles negativ, men vi forventer at den vil stige raskere, og mer enn anslått i forrige rapport. Utover i prognoseperioden anslår vi at veksten vil ligge nær sitt historiske gjennomsnitt.

Indeksen for internasjonale prisimpulser til importerte konsumvarer (IPK) har også utviklet seg om lag som anslått ved forrige rapport, se figur 1.B. Selv om IPK fanger opp priser lenger ut i verdikjeden enn IPI, påvirkes også denne av utviklingen i råvarepriser. Blant annet vil høyere matvarepriser, se tabell 1.A, etter hvert bidra til høyere vekst i IPK. Vi forventer at prisimpulsene fra importerte konsumvarer vil være litt høyere den nærmeste tiden enn vi anslo i forrige rapport.

**Figur 1.B Høyere prisimpulser fra utlandet**



Kilder: LSEG Datastream og Norges Bank

**TABELL 1.A Råvarepriser**

Prosentvis endring i anslag fra Pengepolitisk rapport 1/2024 i parentes	Snittpris (2010–2019)	Faktiske priser og fremtidspriser <sup>1</sup>					
		2022	2023	2024	2025	2026	2027
Olje, USD/fat	80	101	83	82 (-1)	78 (0)	75 (0)	72 (0)
Nederlandsk gass, USD/fat	40	205	70	57 (18)	64 (21)	55 (12)	48 (4)
Petroleum <sup>2</sup> , USD/fat	63	163	77	70 (3)	71 (7)	65 (4)	61 (2)
Kull, Euro/tonn	66	290	118	105 (7)	113 (12)	114 (12)	114 (13)
Utslippskvoter, Euro/tonn	10	81	84	65 (12)	70 (15)	73 (16)	75 (14)
Tysk kraft, Øre/kWh	36	258	116	92 (17)	106 (16)	95 (16)	84 (13)
Nordisk kraft, Øre/kWh	32	142	66	51 (1)	52 (16)	50 (14)	50 (7)
Kraft sør i Norge, Øre/kWh	31	206	84	62 (0)	65 (10)	62 (9)	61 (3)
Kraft nord i Norge, Øre/kWh	32	38	43	39 (5)	35 (11)	37 (20)	37 (9)
Aluminium, i USD/tonn	1945	2706	2255	2447 (7)	2617 (8)	2676 (6)	2705 (3)
Kobber, i USD/tonn	6761	8829	8486	9437 (6)	9875 (8)	9862 (8)	9802 (8)
Stål, i USD/tonn	463	722	622	590 (1)	600 (2)	-	-
Hvete, USD/tonn	210	202	331	224 (8)	248 (9)	249 (6)	-
Mais, USD/tonn	183	143	271	176 (0)	190 (-1)	191 (0)	187 (0)

<sup>1</sup> Terminpriser per 14. juni 2024.

<sup>2</sup> En beregnet pris på norsk petroleumseksport. Prisen er beregnet på grunnlag av oljens og gassens andel i historiske tall for norsk eksport. For fremtidsprisene er olje- og gassandeler beregnet på grunnlag av markedets forventede priser.

Kilder: LSEG Datastream og Norges Bank

Kostnaden for å frakte varer har kommet ned fra de høye nivåene under pandemien. Det siste halvåret har fraktprisene steget igjen, blant annet på grunn av urolighetene i Rødehavet og tørke i Panamakanalen. Vi legger til grunn at tilbudsforstyrrelsene i shipping-markedet vil være midlertidige, men at det vil ta lengre tid enn vi la til grunn i forrige rapport før forstyrrelsene avtar og prisene kommer ned igjen.



# 2. Finansielle forhold

Markedsaktørenes forventninger til styringsrenten i Norge har steget noe siden forrige rapport, og det prises nå inn at renten kuttes mot slutten av året. Boliglånsrenten har økt litt videre, og anslås å avta gradvis neste år. Kronekursen ventes å holde seg litt sterkere fremover enn vi la til grunn i forrige rapport.

## **Markedet venter at styringsrenten holdes oppe noe lenger**

Markedsaktørenes renteforventninger økte noe etter at forrige rapport ble lagt frem i mars. Styringsrenten ble holdt uendret på 4,5 prosent, men renteprognozen var noe høyere enn ventet og bidro til at markedsrentene steg. Siden har det forventede tidspunktet for første kutt i styringsrenten blitt skjøvet litt videre ut i tid. Det må trolig ses i lys av den økonomiske utviklingen her hjemme og at markedet nå priser inn at rentene hos flere av våre handelspartnere vil holdes oppe litt lenger enn tidligere lagt til grunn. Markedets forventede styringsrente i Norge ligger nå lavere enn prognosen i denne rapporten de nærmeste par årene, og noe høyere lenger frem i tid, se figur 4.2 på [side 48](#).

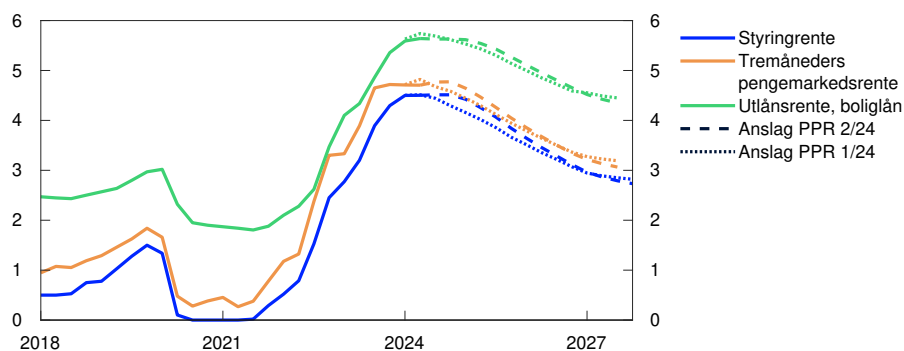
## **Boliglånsrenten har økt noe mindre enn anslått**

Gjennomsnittlig rente på utestående boliglån med flytende og fast rente var 5,6 prosent ved utgangen av april. Boliglånsrenten har økt noe mindre enn vi anslo i forrige rapport. Lavere gjennomsnitt fra styringsrenten til boliglånsrenten må trolig ses i lys av at etterspørselen etter kreditt har avtatt videre og at flere banker rapporterer om sterk konkurranse på boliglån. Høy lønnsomhet gir bankene rom til å konkurrere på pris for å beholde markedsandeler. Enkelte banker har redusert sine boliglånsrenter litt siden mars. I tillegg priser markedsaktørene inn at påslaget i Nibor vil holde seg noe lavere fremover enn de tidligere la til grunn. Det vil i så fall bidra til litt lavere forventede finansieringskostnader for bankene. Vi anslår at boliglånsrenten vil holde seg nær dagens nivå de nærmeste kvartalene før den gradvis avtar når styringsrenten settes ned fra neste år, se figur 2.1.

I Norges Banks utlånsundersøkelse rapporterte bankene om uendret kredittpraksis overfor husholdninger i første kvartal, og de ventet heller ingen endring i andre kvartal.

**Figur 2.1 Husholdningenes boliglånsrente avtar noe fra neste år**

Renter. Prosent



Kilder: LSEG Datastream, Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Gjennomsnittlig rente på husholdningenes bankinnskudd var 3,1 prosent ved utgangen av april. I den første perioden av renteoppgangen økte innskuddsrenten vesentlig mindre enn styringsrenten, men siden i fjor høst har de økt mer i takt. Fremover venter vi at innskuddsrenten vil øke litt videre som følge av økende konkurranse om innskudd mellom bankene.

### Utlånsrentene til foretak har falt litt

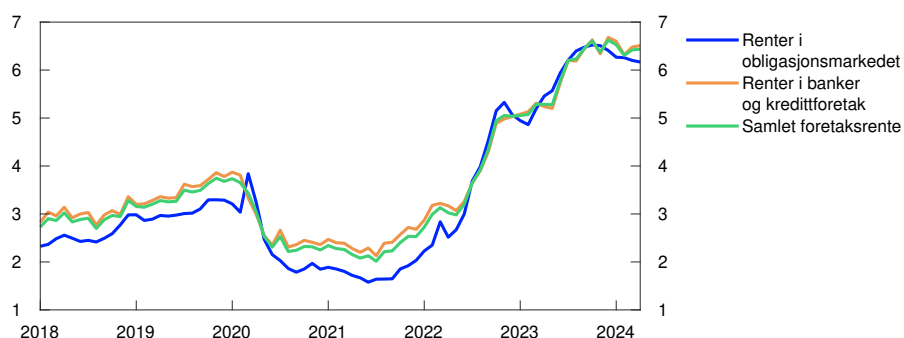
Renten på nye lån til foretak med flytende rente var 6,4 prosent i april, målt som et veid gjennomsnitt av bank- og obligasjonsgjeld. Det var litt lavere enn ved forrige rapport, se figur 2.2.

Renten på banklån til foretak tar utgangspunkt i tremåneders Nibor, som er om lag uendret siden mars. Det gjenspeiler at forventet styringsrente tre måneder frem i tid har endret seg lite, og at risikopåslaget i Nibor har holdt seg stabilt. Påslaget ligger klart lavere enn gjennomsnittet de siste ti årene og lavere enn anslått i forrige rapport. Markedet priser nå inn at påslaget vil holde seg lavere i årene fremover enn de gjorde i mars. Det skyldes trolig forventninger om romsligere likviditet i banksystemet fremover, som følge av foreslåtte endringer i statens likviditetsstyring. Vi

**Figur 2.2 Renten på ny foretaksfinansiering har falt litt**

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

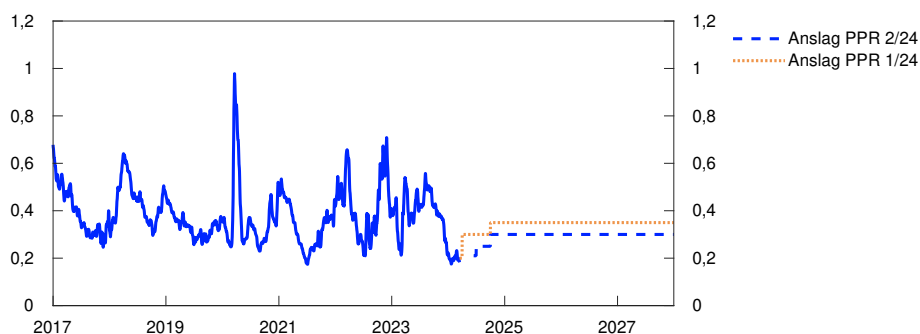
Prosent



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

**Figur 2.3 Noe lavere pengemarkedspåslag enn tidligere anslått**

Pengemarkedspåslag. Prosentenheter



Kilder: Bloomberg og Norges Bank

anslår at påslaget vil øke noe fremover, men til et litt lavere nivå enn tidligere anslått, se figur 2.3.

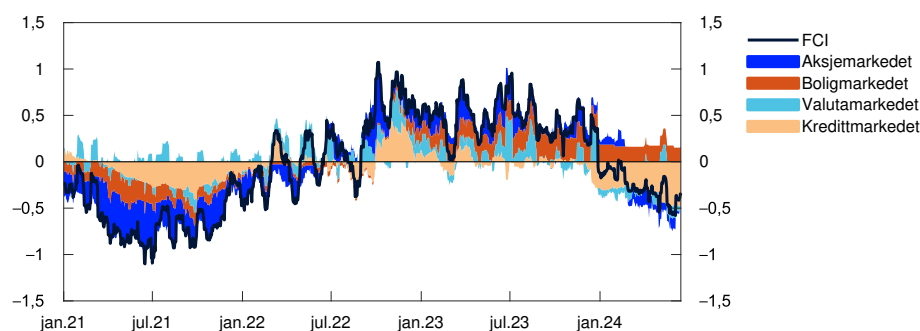
Utlånsmarginen utover Nibor på nye foretakslån fra banker var litt lavere i april enn tre måneder tidligere. Sammen med om lag uendret Nibor gjør det at renten på nye foretakslån har falt noe så langt i år. I Norges Banks utlånsundersøkelse rapporterte bankene om uendret kredittpraksis overfor foretak i første kvartal, og de ventet heller ingen endring i andre kvartal.

Langsiktige swaprenter danner utgangspunkt for renten på foretakenes langsiktige obligasjonslån med fast rente. Swaprentene har falt litt siden forrige rapport. Kredittpåslagene som foretak betaler utover swaprentene, har også falt for alle sektorer siden mars. Samlet sett har renten foretak betaler for nye langsiktige obligasjonslån med fast rente falt. Emisjonsaktiviteten i obligasjonsmarkedet for foretak har økt betydelig siden mars.

Foretak kan også finansiere seg i aksjemarkedet. Hovedindeksen på Oslo Børs har økt med om lag 8 prosent siden forrige rapport. De fleste

**Figur 2.4 FCI indikerer noe mer lempelige forhold**

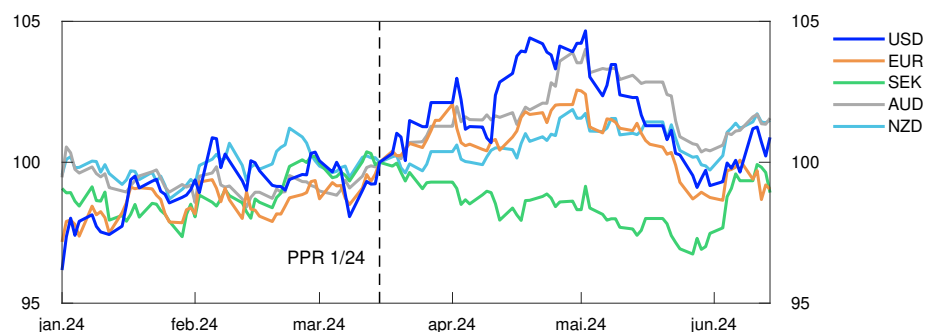
Indeks for finansielle forhold (FCI). Standardavvik fra gjennomsnitt



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 handelspartnernes valutaer**

Indeks. 15. mars 2024 = 100



Kilde: Norges Bank

underindeksene har steget. Utviklingen har vært sterkest innen energi og skipsfart. Det må trolig ses i lys av økte råvarepriser og fraktrater.

Markedets forventninger om at styringsrenten vil holdes oppe lenger bidrar til litt strammere 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. Den indikerer at de øvrige finansielle forholdene samlet sett er noe mer lempelige enn de har vært i gjennomsnitt de siste 20 årene. Det største bidraget til fallet i indeksen kommer fra lave påslag i penge- og kredittmarkedene.

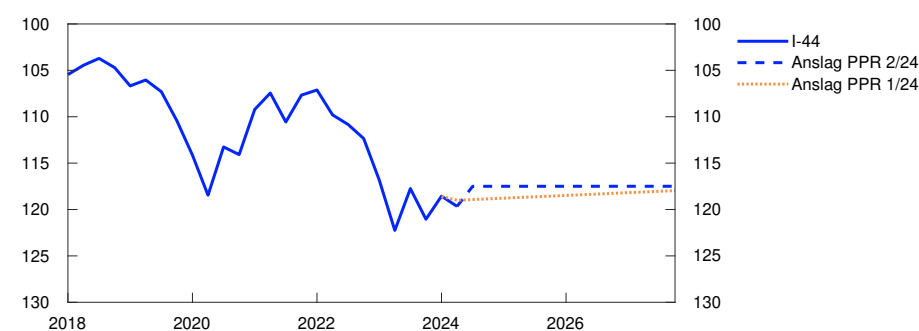
### Litt sterkere kronkurs fremover

Kronkursen har svingt en del siden forrige rapport. Frem til utgangen av april svekket kronen seg mot de fleste av våre viktigste handelspartnernes valutaer, mens den styrket seg igjen i mai. Samlet sett er kronkursen litt sterkere mot euro og svenske kroner og litt svakere mot amerikanske, australske og newzealandske dollar enn ved forrige rapport, se figur 2.5.

Målt ved den importveide indeksen I-44 var kronen lenge svakere enn vårt anslag for andre kvartal, men kursnivået nå er om lag som anslått.

**Figur 2.6 Litt sterkere kronkurs fremover**

Importveid valutakursindeks. I-44



Kilde: Norges Bank

Gjennomsnittlig kronekurs i andre kvartal ser ut til å bli noe svakere enn vi anslo i mars, se figur 2.6.

Siden forrige rapport har ikke renteforskjellen mellom Norge og handelspartnerne endret seg vesentlig. For det nærmeste året har renteforskjellen økt litt, mens den har falt litt på lengre sikt. Utviklingen i rentene hjemme og ute samsvarer med at kronekursen målt ved I-44 er lite endret siden mars.

Vi anslår at kronen vil styrke seg litt på kort sikt som følge av at prognosen for renten i denne rapporten er noe høyere enn markedets renteforventninger. Deretter legger vi til grunn om lag uendret kurs gjennom prognoseperioden. Det innebærer en litt sterkere krone enn i forrige rapport. Konsumprisveksten i Norge anslås å bli noe høyere enn hos handelspartnerne de nærmeste årene. Den reelle kronekursen, som viser relativ konsumprisutvikling i Norge og utlandet målt i felles valuta, anslås dermed å styrke seg noe mer.

# 3. Norsk økonomi

Prisveksten har falt mye siden slutten av 2022, men den er fortsatt over målet på 2 prosent. Den registrerte arbeidsledigheten er lav, men den har steget litt siden i fjor. En høy andel av befolkningen er i jobb.

Renten demper aktiviteten i norsk økonomi. Sammen med lav vekst i prisimpulser fra utlandet vil det bidra til at prisveksten avtar fremover. Vi venter at arbeidsledigheten vil øke noe.

## 3.1 Produksjon og etterspørsel

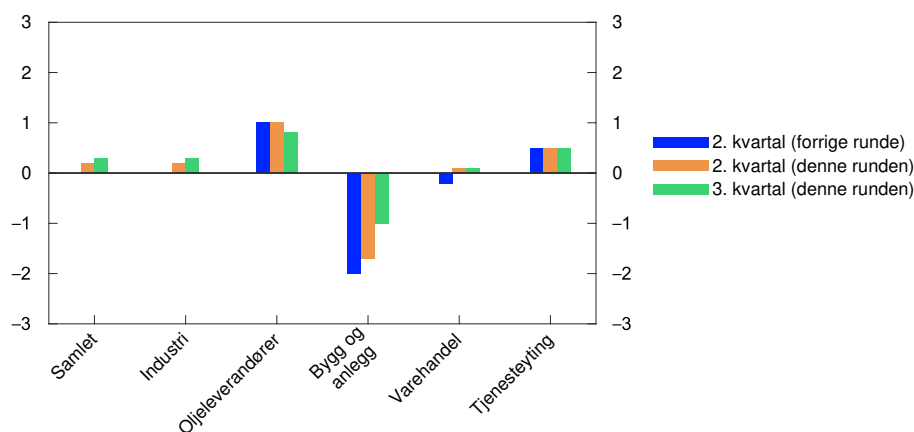
### Lav vekst i fastlandsøkonomien

Etter høy vekst i 2022 avtok veksten i fjor. I første kvartal i år steg BNP for Fastlands-Norge med 0,2 prosent. Utviklingen har vært litt sterkere enn vi anslo i marsrapporten.

Samlet venter bedriftene i vårt regionale nettverk økt aktivitet fremover, se figur 3.1. Det er store forskjeller mellom næringene, men mange næringer har oppjustert sine produksjonsforventninger. Et unntak er oljeleverandørene hvor kapasitetsproblemer blant mange bedrifter gir

**Figur 3.1 Store forskjeller mellom næringene**

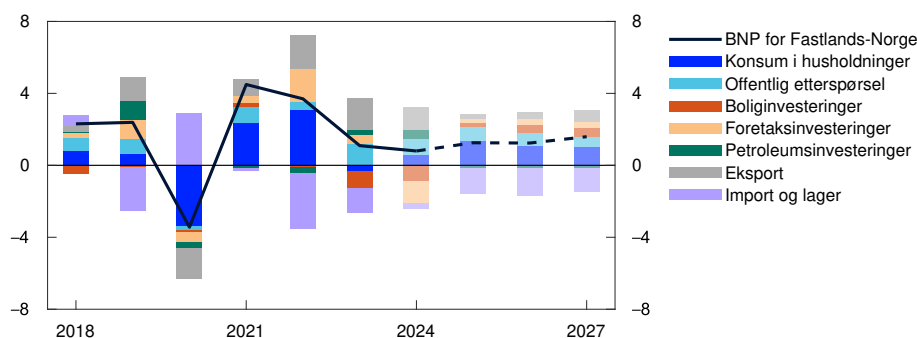
Forventet produksjonsvekst ifølge Regionalt nettverk. Sesongjustert. Prosent



Kilde: Norges Bank

**Figur 3.2 Svak vekst i norsk økonomi**

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



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

lite rom for videre vekst. Bedriftene innen tjenesteyting melder om økt etterspørsel fra både husholdninger og næringsliv, og de venter om lag samme vekst fremover som sist. Bygge- og anleggsnæringen er den eneste næringen som fortsatt venter en reduksjon i aktiviteten fremover, men fallet ventes å bli noe mindre enn bedriftene så for seg i vinter. Nedgangen i bygg og anlegg har også dempet aktiviteten i deler av industrien og varehandelen. Fremover venter mange bedrifter at aktivitet knyttet til energiomstillingen vil øke produksjonen. Etter å ha meldt om fall i aktiviteten de siste to årene, venter bedriftene i varehandelen en svak, men positiv vekst i andre og tredje kvartal.

I tråd med informasjonen fra Regionalt nettverk og vårt prognosesystem SMART, venter vi en moderat vekst i aktiviteten de neste kvartalene. Vi anslår at BNP for Fastlands-Norge øker med 0,8 prosent i år. Det er særlig økt eksport, privat konsum og offentlig etterspørsel som vil løfte veksten i fastlandsøkonomien i år, mens en nedgang i både foretaksinvesteringene og boliginvesteringene demper aktiviteten, se figur 3.2. Anslagene for BNP for Fastlands-Norge er oppjustert for inneværende år og lite endret i årene fremover fra forrige rapport.

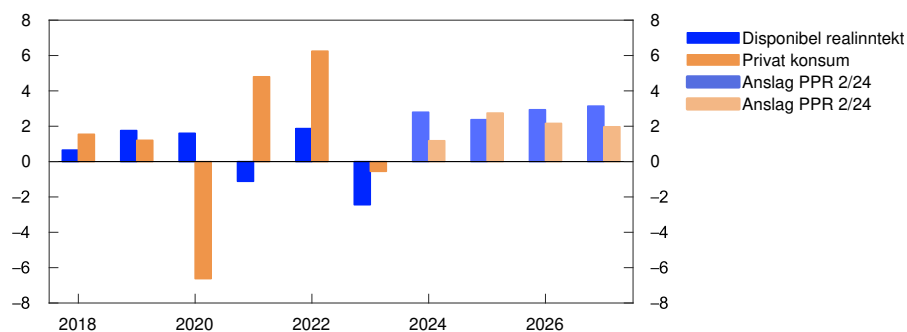
### Økt reallønnsvekst kan gi økt konsum

Husholdningenes konsum falt i første kvartal i år, og utviklingen har vært svakere enn ventet i forrige rapport. Det var særlig lavt bilsalg og forbruk av elektrisitet som trakk konsumet ned. Varekonsumet steg i april, blant annet som følge av en kraftig oppgang i bilkjøpene. Konsumet innen de andre varegruppene økte også noe i april. Korttransaksjonsdata indikerer at varekonsumet økte videre i mai. Tjenestekonsumet viste en svak oppgang i første kvartal. Det var særlig konsum av kultur- og fritidstjenester som økte. Også for tjenestekonsumet indikerer korttransaksjonsdata en oppgang i april og mai. Bedriftene innen husholdningsrettet tjenesteyting og varehandel i Regionalt nettverk venter en oppgang i andre kvartal og tror at veksten fortsetter utover høsten.

Husholdningenes disponible realinntekt økte mye i første kvartal. Utsikter til oppgang i reallønnen og høyere sysselsetting fører til at vi anslår at husholdningenes disponible realinntekt øker videre i år. Høyere kjøpe-

**Figur 3.3 Utsikter til økt disponibel realinntekt**

Disponibel realinntekt og privat konsum. Årsvekst. Prosent



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

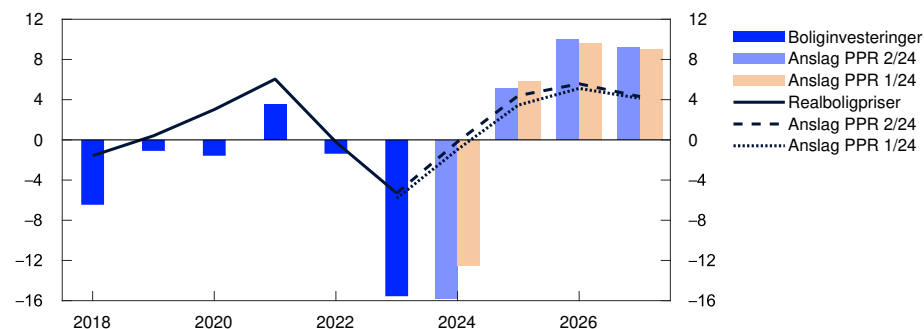
kraft ventes å løfte veksten i husholdningenes konsum, se figur 3.3. Anslagene for både disponibel realinntekt og husholdningenes konsum er høyere de neste årene enn i forrige rapport. Spareraten har vært lav i etterkant av pandemien. Justert for pensjonssparing var spereraten negativ i 2023. Det innebærer at husholdningene enten har tært på oppsparte midler eller økt gjeldsopptaket for å opprettholde konsumet. Fremover venter vi at husholdningene vil øke konsumet mindre enn oppgangen i inntektene slik at sparingen øker. Sammenliknet med forrige rapport er anslaget for spereraten oppjustert i år, men lite endret i årene fremover.

### Fortsatt fall i boliginvesteringene

Omsetningen i bruktboligmarkedet har vært høy så langt i år, og beholdningen av usolgte boliger har falt tilbake til mer normale nivåer. Boligprisene har økt mye gjennom våren. Det kan ha sammenheng med økt kjøpekraft og en forventning om at rentetoppen er nådd. Vi venter at oppgangen i boligprisene fortsetter den nærmeste tiden. Lenger frem venter vi at lav tilførsel av nye boliger, økt reallønn og etter hvert lavere boliglånsrenter vil bidra til høyere boligpriser. Vi anslår at boligprisene vil øke noe mer gjennom hele prognoseperioden enn vi la til grunn i marsrapporten.

**Figur 3.4 Fall i boliginvesteringene og realboligprisene**

Boliginvesteringer og realboligpriser. Årsvekst. Prosent



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



Boliginvesteringene falt mer enn ventet i første kvartal. Høye byggekostnader og økt rente har ført til svak lønnsomhet i mange prosjekter. Dette fører til at få boligprosjekter igangsettes. I tillegg har prisene på nye boliger økt mer enn prisene på brukte boliger de siste par årene. Etter en oppgang i nyboligsalget under pandemien falt salget markert i 2022. Nedgangen fortsatte gjennom fjoråret og nådde trolig bunnen i vinter. Så langt i år har nyboligsalget tatt seg litt opp, men det selges fortsatt lite. Det vil også ta noe tid før byggingen av prosjektene som nå er solgt settes i gang. Dette tilsier et videre fall i boliginvesteringene de nærmeste kvartalene. Mot slutten av året venter vi at økt nyboligsalg og høyere realboligpriser vil bidra til en svak oppgang i boliginvesteringene, se figur 3.4. Videre fremover vil også økt befolkningsvekst og etter hvert en lavere rente bidra til å løfte boliginvesteringene.

### Husholdningenes rentebelastning har økt mye

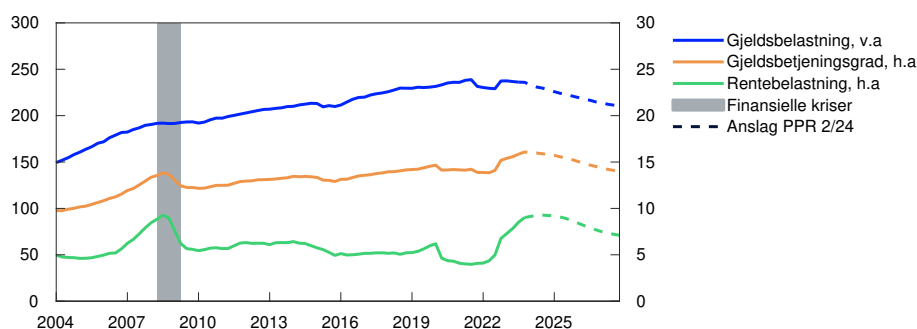
Gjeldsbelastningen for husholdningene er høy, men veksten i gjeldsopptaket har avtatt siden i fjor sommer. Dette må sees i sammenheng med økte renter og lav boligbygging. Høy gjeld, i hovedsak til flytende rente, har bidratt til en markert oppgang i husholdningenes renteutgifter, se figur 3.5. Vi venter lav vekst i husholdningenes gjeldsopptak de nærmeste årene. I kombinasjon med utsikter til økt disponibel realinntekt vil dette gi lavere gjeldsbelastning utover i prognoseperioden. Rentebelastningen forblir trolig på et høyt nivå også i år, men videre fremover vil lavere gjeldsbelastning og nedgang i styringsrenten bidra til at rentebelastningen gradvis avtar.

### Nedgang i foretaksinvesteringene i år

Investeringene i fastlandsbedriftene økte mye fra 2020 til i fjor sommer, men har falt de siste kvartalene. Nedgangen må sees i sammenheng med økte renter, høy kostnadsvekst og den sterke investeringsveksten i 2021 og 2022. Vi venter at investeringene vil ta seg noe opp i andre halvår, men at de vil bli klart lavere i år enn i 2023. Det er særlig investeringene innen tjenesteyting som trekker ned anslaget for de samlede foretaksinvesteringene, se figur 3.6. Nedgangen dempes av at investeringene innen kraftforsyning anslås å øke markert, basert på investeringstillingen til

**Figur 3.5 Husholdningenes rentebelastning har økt**

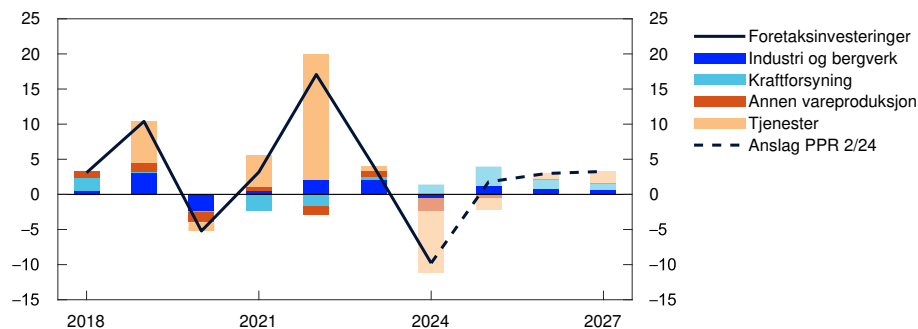
Prosent



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

**Figur 3.6 Utsikter til lavere investeringer i tjenestesektoren**

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



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Statistisk sentralbyrå. Fremover vil klima- og energiomstilling føre til høye investeringer innen både industri og kraftforsyning. Vi anslår at de samlede foretaksinvesteringene vil øke moderat de neste årene, i tråd med informasjon fra Regionalt nettverk.

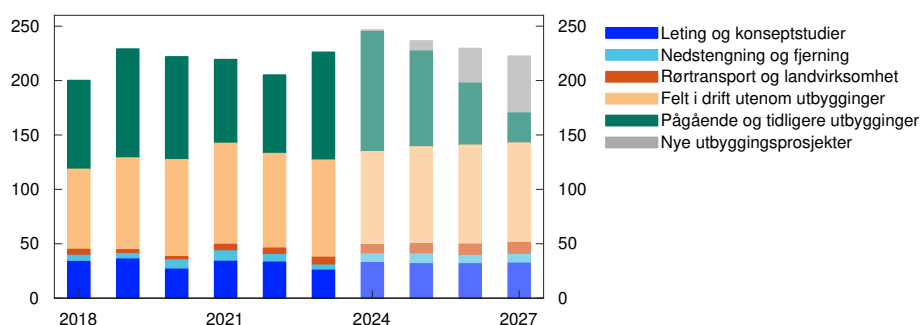
Investeringene i olje- og gasssektoren økte markert i 2023 etter å ha falt de tre foregående årene. Vi anslår at investeringene vil øke nesten like mye i år. Den høye veksten i 2023 og 2024 gjenspeiler at det ble satt i gang en rekke utbyggingsprosjekter høsten 2022 som følge av olje-skattepakken og høye olje- og gasspriser. Investeringene i disse utbyggingene vil falle de neste årene, og nedgangen vil trolig ikke bli oppveid fullt ut av investeringer i nye utbygginger, se figur 3.7. Vi venter derfor at petroleumsinvesteringene vil falle fra og med neste år. Anslagene er lite endret fra forrige rapport.

**Moderat vekst i eksporten fremover**

Eksporten fra fastlandsbedriftene har økt mye de to siste årene, særlig drevet av svak kronekurs, økt turisme i etterkant av pandemien og økte investeringer innen olje, gass og grønn teknologi i utlandet. Vi venter at de samme faktorene vil føre til god eksportvekst i 2024, men at turisme, kronekurs og globale petroleumsinvesteringer deretter vil gi mindre

**Figur 3.7 Høyere petroleumsinvesteringer i år**

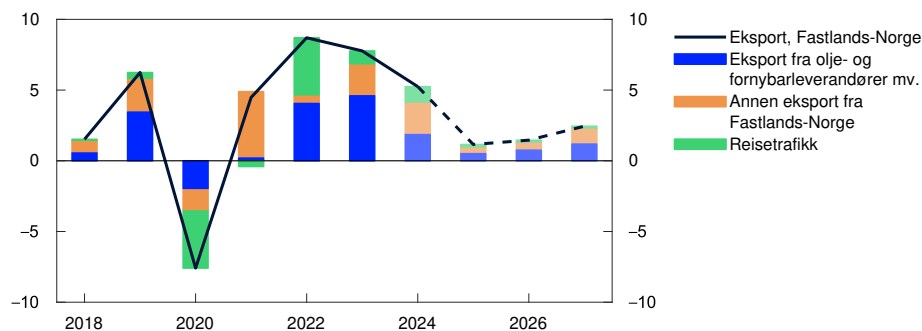
Petroleumsinvesteringer. Faste 2024-priser. Mrd. kroner



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

**Figur 3.8 Moderat vekst i eksporten fremover**

Eksport fra Fastlands-Norge. Årsvekst. Bidrag til årsvekst. Prosentenheter



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

bidrag til eksportveksten, se figur 3.8. Eksporten vil på den annen side trolig bli løftet av økt vekst i utlandet og økt etterspørsel etter norsk forsvarsteknologi.

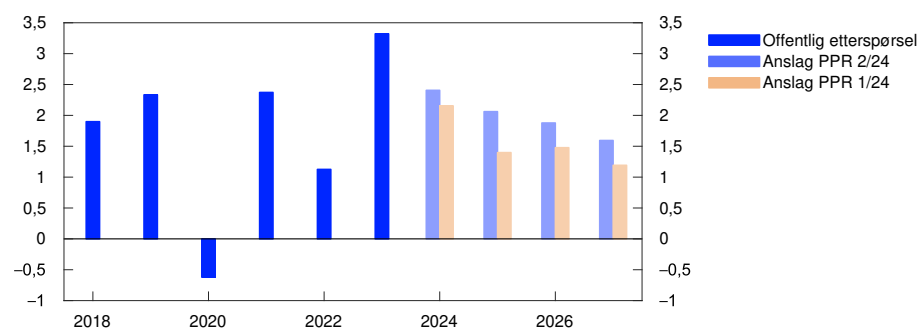
Etter sterk vekst i 2022 falt importen gjennom store deler av fjoråret. Vi anslår moderat vekst i importen i år før veksten tar seg opp utover i prognoseperioden. Dette har sammenheng med utsikter til høyere vekst i fastlandsøkonomien.

### Høy vekst i offentlig etterspørsel

Gjennom de siste årene har veksten i offentlig etterspørsel blitt høyere enn vi har anslått i våre pengepolitiske rapporter. Finanspolitikken i 2024 virker litt ekspansivt på økonomien ifølge regjeringens forslag til revidert nasjonalbudsjett, og er litt mer ekspansiv enn budsjettet som ble vedtatt i høst. Oppjusteringene følger særlig av økte satsinger innen forsvar, sikkerhet, politi og beredskap. Vi har oppjustert veksten i offentlig etterspørsel litt i år, i tråd med revidert nasjonalbudsjett, se figur 3.9. Ifølge beregningene i revidert budsjett vil det strukturelle oljekorrigerte budsjettunderskuddet øke i år, men som andel av Statens pensjonsfond utland (SPU) vil underskuddet avta. Utover i prognoseperioden legger vi til grunn at offentlig etterspørsel vil vokse mer enn fastlandsøkonomien.

**Figur 3.9 Høy vekst i offentlig etterspørsel de siste årene**

Offentlig etterspørsel. Årsvekst. Prosent



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

SPU har økt mye de siste årene, noe som gjør at uttaksprosenten vil ligge relativt stabilt på i overkant av 2,5 prosent til tross for høy vekst i offentlig etterspørsel.

### Anslagene er usikre

Prognosene for norsk økonomi er usikre. Etter en periode med lav vekst i norsk økonomi melder bedriftene i vårt regionale nettverk nå om bedre utsikter. Det kan indikere et omslag i norsk økonomi og høyere vekst fremover enn det vi nå legger til grunn. Samtidig er det store forskjeller. Det gjør det krevende å tolke de samlede vekstutsiktene i økonomien. Boliginvesteringene har falt mye de siste årene, og også foretaksinvesteringene har falt siden i fjor sommer. Dette er deler av økonomien som påvirkes særlig mye av endringer i styringsrenten. Pengepolitikken virker med et tidsetterslep og investeringene kan falle mer enn vi legger til grunn.

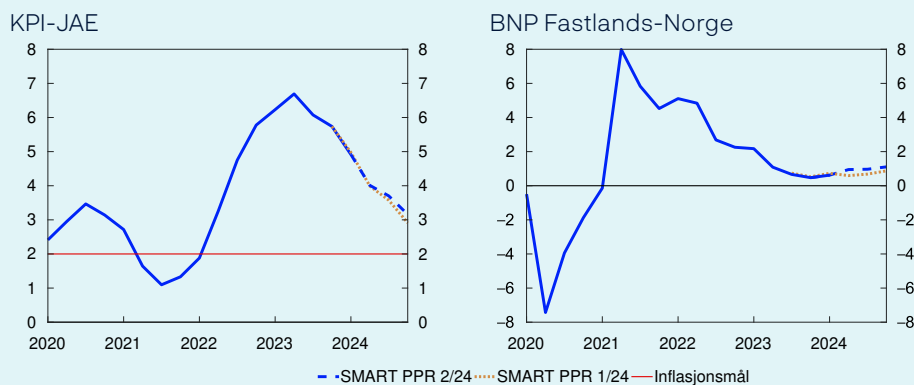
De siste årene har husholdningene redusert sparingen for å opprettholde konsumet. Dersom husholdningene øker sparingen raskere enn vi ser for oss, vil konsumet kunne utvikle seg svakere enn lagt til grunn. På den annen side venter vi en markert oppgang i husholdningenes disponible realinntekter i år. Det kan bidra til en større oppgang i konsumet.

## SMART – System for modellanalyse i realtid

System for modellanalyse i realtid (SMART) er Norges Banks plattform for prognosemodeller.<sup>1</sup> Systemet vekter anslag fra et bredt sett av ulike modeller basert på deres historiske anslags-egenskaper. SMART-anslagene for BNP Fastlands-Norge er oppjustert, og anslagene for KPI-JAE er lite endret siden forrige rapport.

**Figur 3.A Små endringer i SMART-anslagene**

Firekvartalersvekst. Prosent



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

<sup>1</sup> Bowe, F., 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.

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 skjønnsmessige vurderinger av forhold som virker annerledes i dagens situasjon enn de historiske sammenhengene tilsier.

SMART-anslagene for prisveksten, målt ved firekvartalsveksten i KPI-JAE, er lite endret sammenlignet med forrige rapport, se venstre panel i figur 3.A. SMART indikerer fortsatt at prisveksten vil falle fremover, men litt mer gradvis enn ved forrige rapport. Modellsystemet anslår en firekvartalersvekst på 4,0 prosent i andre kvartal og 3,7 prosent i tredje kvartal 2024.

SMART-anslagene for BNP Fastlands-Norge er noe høyere enn ved forrige rapport, se høyre panel i figur 3.A. Modellsystemet anslår en firekvartalersvekst på 0,9 prosent i andre kvartal og 1,0 prosent i tredje kvartal. Oppjusteringen må sees i sammenheng med de oppjusterte vekstutsiktene fra Regionalt nettverk.

## 3.2 Arbeidsmarkedet

### Syssetningen er fortsatt høy

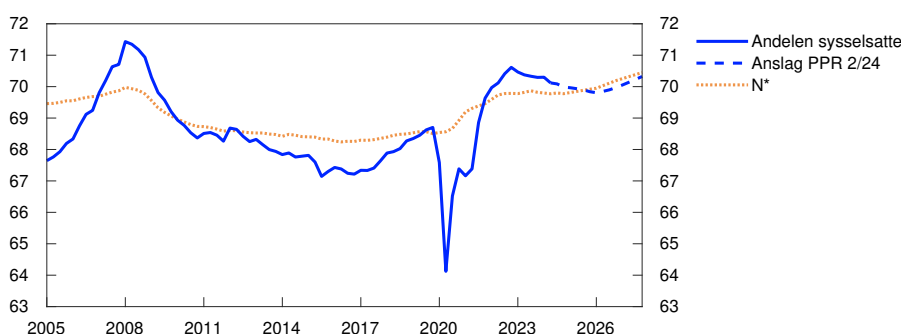
En høy andel av befolkningen er i jobb, og den registrerte ledigheten er lav, se figur 3.10. Veksten i sysselsettingen avtok gjennom fjoråret, men tok seg opp igjen i første kvartal i år. Syssetningen har vært litt høyere enn vi anslo i forrige rapport.

Veksten i sysselsettingen er ulikt fordelt mellom sektorene. I første kvartal var det spesielt i privat sektor at sysselsettingen økte. Her var oppgangen bredt basert, med unntak av bygge- og anleggsnæringen der sysselsettingen fortsatte å avta.

Ledigheten har kommet noe opp fra de laveste nivåene sommeren 2022, se figur 3.11. Oppgangen har trolig blitt dempet av at det har kommet færre arbeidstakere til Norge på korttidsopphold. Mange av disse har jobbet i bygge- og anleggsnæringen hvor ledigheten har økt. Den registrerte ledigheten økte til 2,0 prosent i mai, justert for normale sesongvariasjoner. Det er som anslått i forrige rapport. Nivået er fortsatt

**Figur 3.10 En høy andel av befolkningen er i jobb**

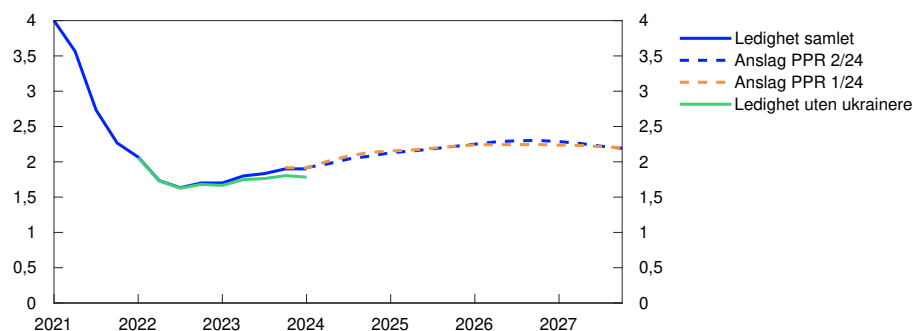
Sysselsatte som andel av befolkningen. 15–74 år. Prosent



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

**Figur 3.11 Ledigheten ventes å øke litt**

Ledighet som andel av arbeidsstyrken. Sesongjustert. Prosent



Kilder: NAV og Norges Bank

lavere enn perioden rett før pandemien. Rundt én tredjedel av oppgangen i ledigheten fra sommeren 2022 skyldes at ukrainske flyktninger har registrert seg som ledige hos NAV.

Arbeidskraftundersøkelsen (AKU) indikerer en svakere utvikling enn øvrige indikatorer for arbeidsmarkedet. AKU-ledigheten har økt de siste to årene og var i april på 4,0 prosent. Mye av forskjellen mellom NAV og AKU kan forklares ved at AKU fanger opp flere unge ledige mellom 15 og 19 år.

### Høyere etterspørsel etter arbeidskraft

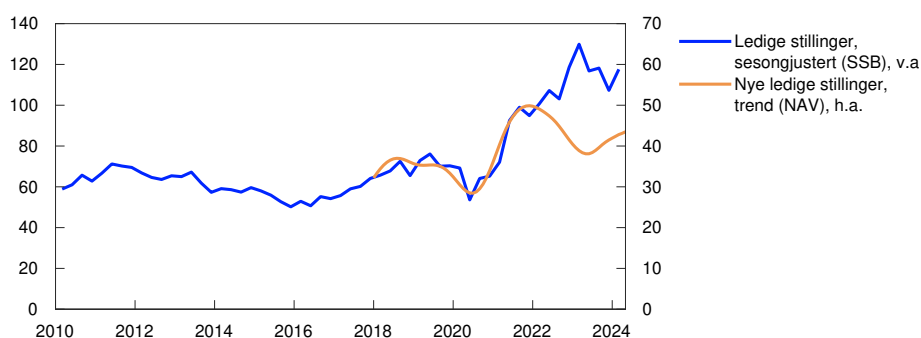
Etterspørselen etter arbeidskraft har økt siden starten av året. Det kommer blant annet til uttrykk i NAVs statistikk for antall nye ledige stillinger, som har steget så langt i år. Beholdningen av ledige stillinger har også blitt større i første kvartal, ifølge utvalgsundersøkelsen til SSB. Begge statistikkene viser at nivået på antall ledige stillinger er høyt og over nivået fra før pandemien, se figur 3.12.

### Utsikter til fortsatt høy sysselsetting

Vi venter at sysselsettingen vil fortsette å stige litt resten av året. Ifølge registerstatistikken avtok antall lønnstakere i april, men informasjon fra både Regionalt nettverk og Forventningsundersøkelsen indikerer en oppgang i sysselsettingen de neste kvartalene.

**Figur 3.12 Høy etterspørsel etter arbeidskraft**

Antall ledige stillinger i 1000



Kilder: NAV, Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

På lengre sikt venter vi høyere vekst i sysselsettingen, etter hvert som veksten i økonomien begynner å ta seg opp. Vi tror også at antall arbeidstakere på korttidsopphold vil øke noe igjen i årene fremover i takt med at aktiviteten i bygge- og anleggsnæringen tar seg opp.

Vi venter at andelen av befolkningen som er i jobb vil avta litt i år og neste år. Etter hvert ser vi for oss at andelen i jobb igjen begynner å tilta, som følge av at veksten i sysselsettingen øker, se figur 3.10.

Vi anslår at sysselsettingen vil øke mindre enn arbeidsstyrken, og at arbeidsledigheten vil stige noe fremover. De neste par årene legger vi til grunn at mange ukrainske flyktninger melder seg på arbeidsmarkedet. Det vil trolig løfte ledigheten noe, ettersom det kan ta noe tid før de kommer i jobb, se nærmere omtale i boks om produksjonsgapet nedenfor. Anslagene for ledigheten er lite endret fra forrige rapport.

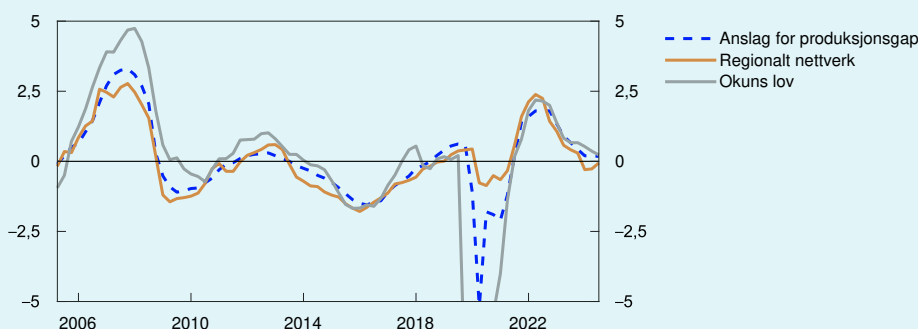
## Tegn til at kapasitetsutnyttningen flater ut

**Kapasitetsutnyttningen har falt det siste året, og er nå nær et normalt nivå. Vi venter om lag uendret kapasitetsutnytting ut året, før den deretter avtar og blir liggende noe under et normalt nivå ut prognoseperioden. Anslagene er justert opp noe i år og neste år og deretter lite endret.**

Kapasitetsutnyttningen, eller produksjonsgapet, uttrykker hvor mye av de samlede ressursene i økonomien som er i bruk. Produksjonsgapet er definert som den prosentvise forskjellen mellom den faktiske produksjonen og produksjonspotensialet i fastlandsøkonomien. Produksjonspotensialet påvirkes av produktivitetsutviklingen og det høyeste nivået på sysselsettingen som kan opprettholdes over tid uten at lønns- og prisveksten tiltar, heretter kalt  $N^*$ . Mange av størrelsene som ligger til grunn for produksjonsgapet, kan ikke observeres og er derfor usikre. Vi anslår produksjonsgapet på grunnlag av en samlet vurdering av en rekke indikatorer og modeller. Vi legger særlig vekt på utviklingen i arbeidsmarkedet.

**Figur 3.B Noe høyere kapasitetsutnytting blant bedriftene**

Prosent



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Kapasitetsutnyttningen avtok gjennom fjoråret etter å ha vært godt over et normalt nivå året før, se figur 3.B. Veksten i norsk økonomi var lav i fjor, og arbeidsledigheten økte noe. Gjennom fjoråret falt andelen bedrifter i vårt regionale nettverk som meldte om kapasitetsproblemer og knapphet på arbeidskraft. Nyere informasjon kan tyde på at nedgangen i kapasitetsutnyttningen har stoppet opp. Andelen bedrifter i Regionalt nettverk som rapporterer om kapasitetsproblemer og knapphet på arbeidskraft har økt, men er fortsatt noe lavere enn normalt. Antall ledige stillinger har økt litt siden årsskiftet. Den registrerte ledigheten har økt noe, men er fortsatt under nivået vi anslår er forenlig med normal kapasitetsutnyttning. Samlet sett indikerer dette at kapasitetsutnyttningen vil bli høyere i år enn vi anslo i forrige rapport.

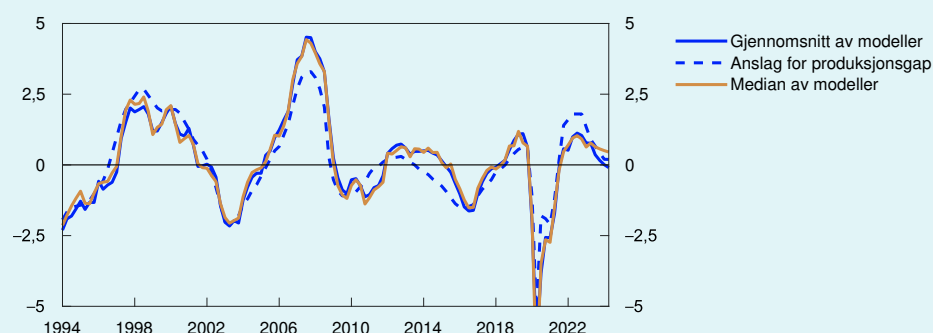
Gjennomsnittet av modellene i vårt modellsystem for produksjonsgapet indikerer at kapasitetsutnyttningen har avtatt videre i år.<sup>1</sup> En av modellene som bruker informasjon om utviklingen i kredittveksten anslår spesielt lav kapasitetsutnyttning nå. Årsaken er at veksten i kreditt justert for inflasjon har vært lav den siste tiden. Ser vi på medianen av modellene, er anslaget høyere. De fleste modellene i systemet anslår et positivt produksjonsgap, og mediananslaget indikerer små endringer i kapasitetsutnyttningen den siste tiden, se figur 3.C.

Neste år venter vi at produksjonen vokser mindre enn produksjonspotensialet, slik at arbeidsledigheten øker noe og kapasitetsutnyttningen avtar. Vi anslår at produksjonsgapet når en bunn på -0,5 prosent i 2026. Sammenlignet med forrige rapport er anslagene justert opp noe i år og neste år og deretter lite endret.

De siste par årene har det ankommet mange flyktninger fra Ukraina. Vi venter at antallet vil øke videre i år og neste år, i tråd med myndighetenes anslag. Anslagene innebærer at ukrainere neste år vil utgjøre nær 2 prosent av befolkningen mellom 15 og 74 år. Vi legger til grunn at de

**Figur 3.C Medianen fra modellsystemet ligger høyere enn gjennomsnittet**

Prosent



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

<sup>1</sup> 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., 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.



**TABELL 3.A Produksjon og produksjonspotensial<sup>1</sup>**

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

<sup>1</sup> Bidraget fra veksten i N\* og produktiviteten summerer ikke nødvendigvis eksakt til veksten i produksjonspotensialet grunnet avrundinger.

i økende grad vil bidra til det samlede arbeidstilbudet. En del har kommet i arbeid allerede. Samtidig har stadig flere ukrainere registrert seg som ledige hos NAV. Det har bidratt til mye av oppgangen i den registrerte ledigheten det siste året, se figur 3.13. Vi legger til grunn at det tar noe tid før en del av ukrainerne kommer i jobb. At mange av de registrerer seg hos NAV gjør at vi anslår en litt høyere ledighet de neste par årene enn anslagene for sysselsettingen og kapasitetsutnyttningen normalt skulle tilsi. Vi ser for oss at dette reverseres etter hvert som ukrainerne i større grad integreres i arbeidsmarkedet.

De siste årene har produktivitetsutviklingen vært svak både samlet sett og i de fleste næringer. Kontaktene i Regionalt nettverk rapporterer om fortsatt lav produktivitetsvekst i andre kvartal, og de venter at utviklingen blir svak også i tredje kvartal. Vi legger til grunn at noe av den svake produktivitetsutviklingen den siste tiden skyldes at vi har vært i en nedgangskonjunktur og at produktivitetsveksten vil ta seg gradvis opp fremover. Samlet sett er anslaget for økonomiens produksjonspotensial lite endret, se tabell 3.A. Det er stor usikkerhet knyttet til anslaget for kapasitetsutnyttningen fremover. Deler av informasjonsgrunnlaget tyder på at det blir noe mer press i norsk økonomi og at kapasitetsutnyttningen kan tilta fremover. Dersom kapasitetsutnyttningen tiltar den nærmeste tiden, kan det føre til høyere lønnsvekst neste år. På en annen side er veksten i norsk økonomi lav i et historisk perspektiv. Dersom produksjonspotensialet øker mer enn vi nå ser for oss, enten ved at N\* øker videre eller at produktivitetsveksten tiltar raskere kan kapasitetsutnyttningen avta raskere og lønnsveksten neste år bli lavere.

### Høyere lønnsvekst i år

Lønnsveksten er høy etter å ha økt gradvis i årene etter pandemien. Høy prisvekst, et stramt arbeidsmarked og god lønnsomhet i deler av næringslivet har bidratt til oppgangen. I årets lønnsoppgjør i frontfaget ble partene enige om en ramme for lønnsveksten i industrien på 5,2 prosent. Mange forhandlingsområder har nå slutført forhandlingene, og partene er blitt enige om en tilsvarende ramme.

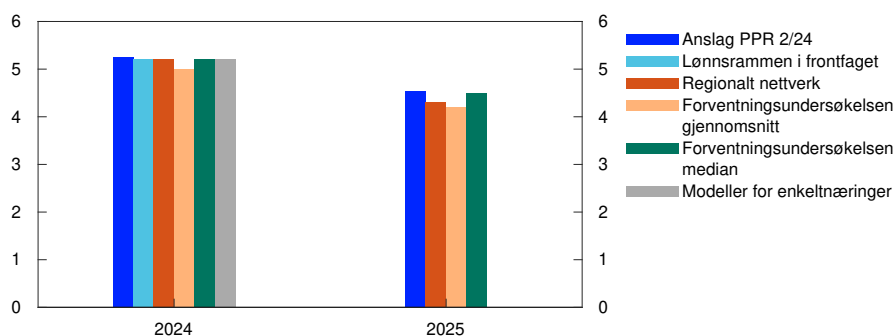
Lønnsrammen i frontfaget er viktig for lønnsveksten i øvrige sektorer. Samtidig kan næringsspesifikke forhold, som lønnsnivået i den enkelte næring, også ha betydning. Mens lønnsomheten i industrien har økt de siste årene, blant annet som følge av høye råvarepriser og at kronen har svekket seg, har lønnsomheten i deler av skjermet sektor utviklet seg svakere. God etterspørsel etter arbeidskraft og lav arbeidsledighet kan på den annen side bidra til høyere lønnsvekst. En modell<sup>1</sup> som vektet sammen betydningen av stramheten i arbeidsmarkedet, rammen i frontfaget og forhold i enkelt næringer gir et anslag for lønnsveksten i år i tråd med rammen i frontfaget. I modellen blir lav lønnsomhet i enkelt næringer motvirket av at arbeidsledigheten er relativt lav.

Også Regionalt nettverk og Norges Banks forventningsundersøkelse indikerer en lønnsvekst nær rammen for frontfaget, se figur 3.13. Samlet anslår vi at lønnsveksten blir 5,2 prosent i år. Anslaget er høyere enn i forrige rapport.

Fremover venter vi at lavere prisvekst og lavere kapasitetsutnyttning vil bidra til at lønnsveksten avtar gradvis, men den vil fortsatt være høy. Det er i tråd med forventningene i Regionalt nettverk og Norges Banks forventningsundersøkelse. Vi legger til grunn at lønnsomheten i næringslivet samlet sett vil holde seg oppe og at kapasitetsutnyttningen blir noe høyere enn tidligere anslått. Sammen med utsikter til litt høyere prisvekst

**Figur 3.13 Forventninger nær lønnsrammen i år**

Årslønnsvekst i 2024. Prosent

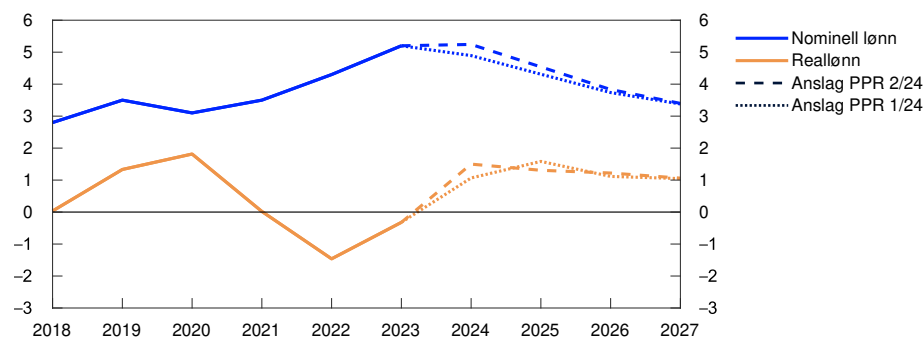


Kilder: Ipsos, NHO/LO, Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

<sup>1</sup> Se Brubakk, L. og K. Hagelund (2022) «[Frontfagets betydning for lønnsdannelsen i private tjenesteyringsnæringer](#)». Staff Memo 5/2022. Norges Bank.

**Figur 3.14 Reallønnsveksten tar seg opp**

Årsvekst. Prosent



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

bidrar det til at anslaget for lønnsveksten fremover er høyere enn i forrige rapport.

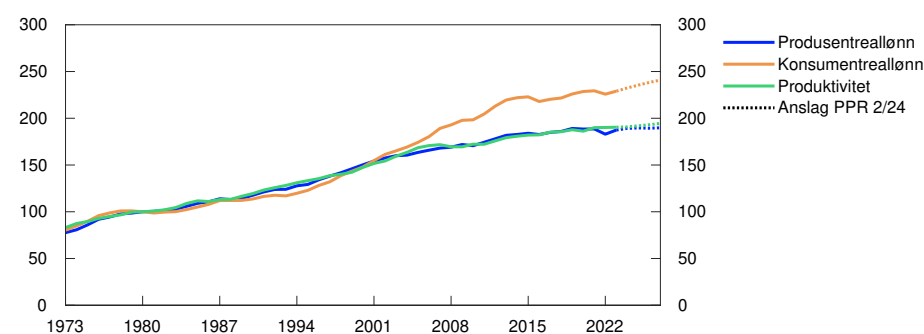
Vi anslår at reallønnsveksten, målt med KPI, tar seg opp i år og holder seg oppe de neste årene, se figur 3.14. I anslagene vokser reallønnen mer enn produktiviteten gjennom hele prognosehorisonten. Den anslåtte reallønnsveksten er likevel forenlig med en stabil lønnsandel. Det må sees i sammenheng med bytteforholdsgevinster i våre anslag. Den importerte prisveksten har avtatt, og vi legger til grunn at den vil bidra til at veksten i KPI vil være lavere enn prisveksten på norskproduserte varer og tjenester. Det gir en lavere reallønnsvekst for norske bedrifter (produsentreal-lønnen) enn for husholdningene (konsumreallønn), se figur 3.15.

### Prisveksten er fortsatt over målet

Konsumprisveksten har avtatt siden slutten av 2022, men er fortsatt over målet. Konsumprisindeksen (KPI) var 3,0 prosent høyere i mai enn samme måned i fjor og lavere enn anslått i forrige rapport. Underliggende prisvekst, målt ved KPI justert for avgiftsendringer og uten energivarer (KPI-JAE), har også falt det siste halvåret. I mai avtok tolv måneders-veksten til 4,1 prosent. Andre indikatorer for underliggende inflasjon har avtatt i takt med nedgangen i KPI-JAE, se figur 3.16. Det siste halvåret har

**Figur 3.15 Produsentreal lønnen vokser i takt med produktivetsveksten**

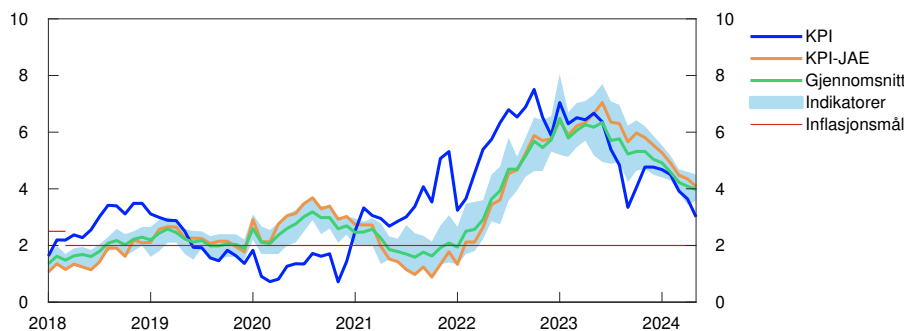
Indeks. 1980=100



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

**Figur 3.16 Prisveksten er fortsatt over målet**

KPI og indikatorer for underliggende inflasjon. Tolv månedersvekst. Prosent



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

prisveksten på varer falt, mens prisveksten på tjenester har holdt seg mer oppe, se figur 3.17. Se ramme [side 41](#) for en analyse av drivkrefter bak inflasjonen de siste årene.

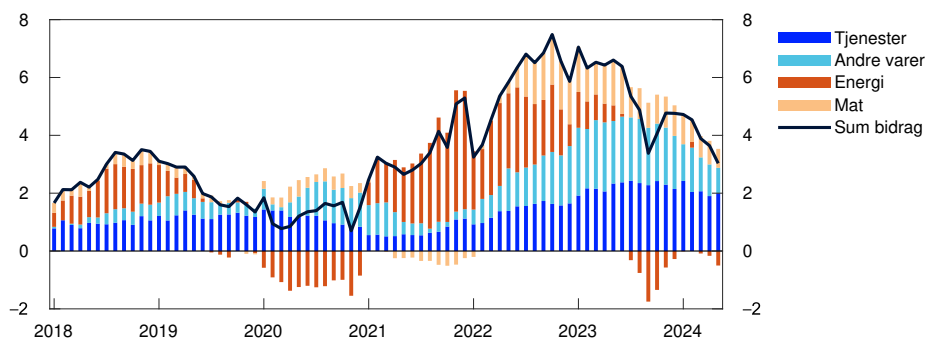
Prisveksten måles normalt som endring i KPI fra samme måned ett år tidligere. Ettersom prisveksten i hver av de siste tolv månedene tillegges like stor vekt, er dette en størrelse som endrer seg tregt. Prisveksten over de siste tre og seks månedene har falt raskere, og begge viser en prisvekst som ligger noe under tolv månedersveksten, se figur 3.18. Dette kan indikere at prisveksten fortsatt er på vei ned. Nedgangen har likevel bremsset ned i det siste, og alle målene på prisveksten ligger over inflasjonsmålet på 2 prosent.

**Energiprisene demper prisveksten**

Det siste året har energiprisene falt og dempet veksten i KPI. I anslagene for konsumprisene på energi legger vi til grunn fremtidsprisene på kraft og petroleumsprodukter. I tillegg tar vi hensyn til andre faktorer som nettleie og avgifter. Terminprisene for kraft er høyere enn i mars, se ramme på [side 14](#). Det bidrar til at vi har oppjustert anslagene for den samlede prisveksten siden forrige rapport, særlig i 2025. Vi venter likevel at lav

**Figur 3.17 Tjenestepriene holder prisveksten oppe**

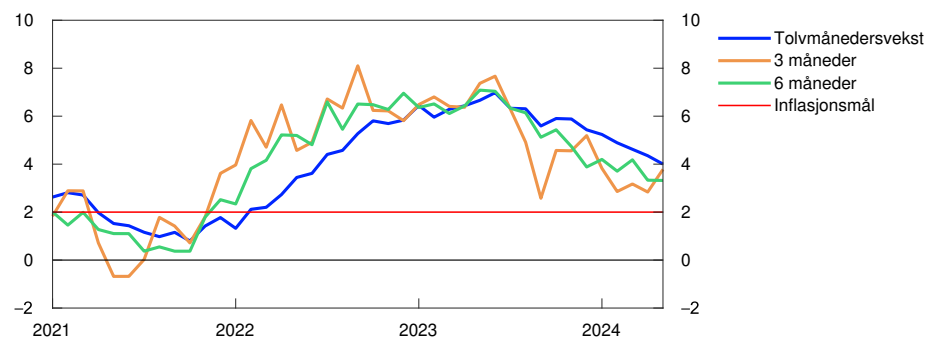
KPI. Tolv månedersvekst. Prosent. KPI fordelt på undergrupper. Prosentenheter



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

**Figur 3.18 Utviklingen de siste månedene trekker prisveksten ned**

KPI-JAE. Annualisert vekst. Sesongjustert. Prosent



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

vekst i energiprisene vil bidra til at veksten i KPI blir noe lavere enn i KPI-JAE fremover.

### Utsikter til lavere prisvekst på importerte varer

Prisveksten på importerte varer har falt kraftig den siste tiden og vært lavere enn anslått i forrige rapport. Det er særlig varer som biler og elektronisk utstyr som har trukket prisveksten ned. Fremover er anslagene for de internasjonale prisimpulsene, målt ved IPK, oppjustert, se ramme [side 14](#). På den annen side er anslagene for kronkursen fremover noe sterkere enn i forrige rapport. Det vil dempe prisimpulsene fra utlandet. Vi forventer at den importerte prisveksten vil fortsette å avta, og anslaget er lavere enn i forrige rapport, se figur 3.19.

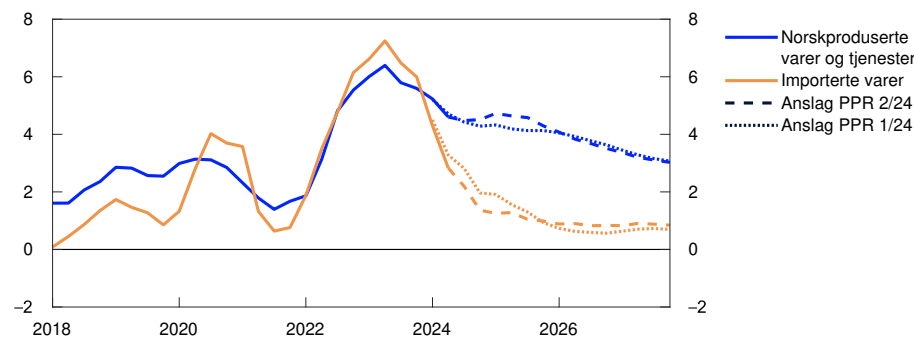
### Innenlandske forhold holder inflasjonen oppe

Prisveksten på norskproduserte varer og tjenester falt litt i mai og var om lag som anslått i forrige rapport. Fortsatt høy prisvekst på husleier bidrar til å holde prisveksten oppe. Vi anslår at den innenlandske prisveksten vil øke litt den nærmeste tiden, blant annet på grunn av økt lønnsvekst i år. Samtidig er også produktivitetsveksten lav. Høyere prisvekst på norskproduserte varer og tjenester bidrar til å løfte anslaget på den under-

**Figur 3.19 Innenlandske forhold holder prisveksten oppe**

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

Firekvartalersvekst. Prosent



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

liggende prisveksten det kommende året. Vi venter at lavere lønnsvekst og kapasitetsutnyttning etter hvert vil trekke den innenlandske prisveksten ned.

Den innenlandske prisveksten kan også bli påvirket av internasjonale prisimpulser, blant annet gjennom innsatsvarene vi importerer. Det siste året har prisveksten på importerte innsatsvarer, målt ved IPI, falt kraftig, se ramme på [side 14](#). Siden forrige rapport har fremtidsprisene for flere viktige råvarer økt, og prisveksten på importerte innsatsvarer ventes å bli noe høyere fremover. Det tar tid før internasjonale prisimpulser til innsatsvarer slår ut i innenlandsk prisvekst, se nærmere omtale i utdypning i [Pengepolitisk rapport 4/2023](#). Vi venter at høyere prisvekst på importerte innsatsvarer vil bidra til noe høyere prisvekst på norsk-produserte varer og tjenester fremover, se figur 3.19.

Vi venter at den samlede prisveksten vil avta de neste kvartalene. Effektene fra den markerte prisoppgangen på kraft og importerte innsats- og konsumvarer vi har bak oss, er i ferd med å bli uttømt. Det tar likevel tid før prisveksten kommer ned til målet. Høye lønnskostnader per produsert enhet (LPE) er den viktigste årsaken til at prisveksten holder seg oppe fremover, se figur 3.20. Kronesvekkelsen gjennom 2023 vil gi et positivt, men avtakende, bidrag til den underliggende prisveksten fremover.

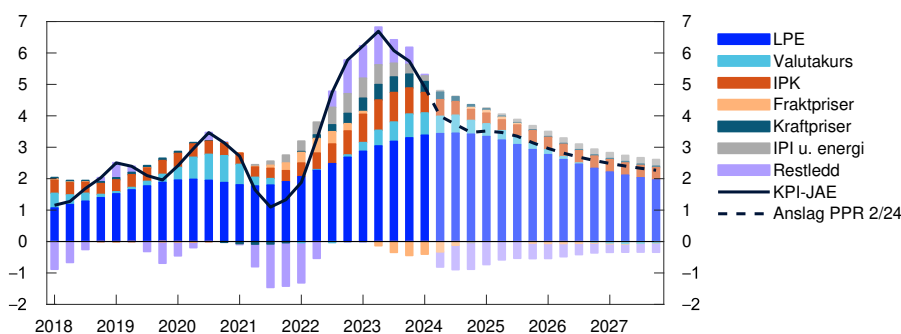
Anslagene for underliggende prisvekst (KPI-JAE) er noe lavere den nærmeste tiden og noe høyere neste år sammenlignet med forrige rapport. Deretter er anslaget lite endret. Anslaget for samlet prisvekst (KPI) er noe høyere neste år og deretter lite endret sammenlignet med forrige rapport.

### Usikkerhet om pris- og lønnsveksten

Det er usikkerhet om konjunkturforløpet den nærmeste tiden. Det bidrar til usikkerhet om lønns- og prisutviklingen. Økt kapasitetsutnyttning, svakere kronkurs og bedret lønnsomhet i industrien kan bidra til at lønnsveksten holder seg mer oppe enn i våre anslag. På den annen side kan et videre fall i kapasitetsutnyttningen, sterkere kronkurs og svekket

**Figur 3.20 Lønnskostnader holder prisveksten oppe fremover**

Bidrag til firekvartalersvekst i KPI-JAE. Prosentenheter



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

lønnsomhet i industrien bidra til at lønnsveksten avtar raskere enn vi har lagt til grunn.

Inflasjonsusikkerheten på kort og mellomlang sikt har avtatt siden forrige rapport, men er fremdeles høyere enn normalt, ifølge flere indikatorer for usikkerhet, se boks om indikatorer for usikkerhet nedenfor. Forventningene til prisveksten ligger fortsatt over inflasjonsmålet på både to og fem års sikt, ifølge Norges Banks forventningsundersøkelse, men beveget seg samlet sett litt ned fra første til andre kvartal.

Vi legger til grunn at prisveksten på importerte varer vil fortsette å avta og stabiliseres på et nivå nært historisk gjennomsnitt. De siste årene har det vært store svingninger iblant annet frakt- og råvarepriser. Det bidrar til økt usikkerhet rundt prisutviklingen fremover. Skulle oppgangen i disse prisene bli større og mer vedvarende enn vi nå legger til grunn, vil det kunne trekke opp prisimpulsene fra utlandet. I det tilfelle vil det ta lengre tid før den samlede prisveksten kommer ned til målet, og real-lønnsveksten vil bli lavere enn vi nå legger til grunn.

Det er stor usikkerhet knyttet til produktivitsveksten fremover. De siste årene har veksten i produktiviteten vært svak. Vi anslår at den vil øke gradvis i løpet av prognoseperioden. Produktivitsveksten kan bli svakere enn vi ser for oss og bidra til at prisveksten holder seg høy lenger enn vi nå venter. På den annen side kan en større oppgang i produktivitsveksten gi lavere prisvekst og høyere reallønnsvekst.

## Indikatorer for usikkerhet på kort og mellomlang sikt

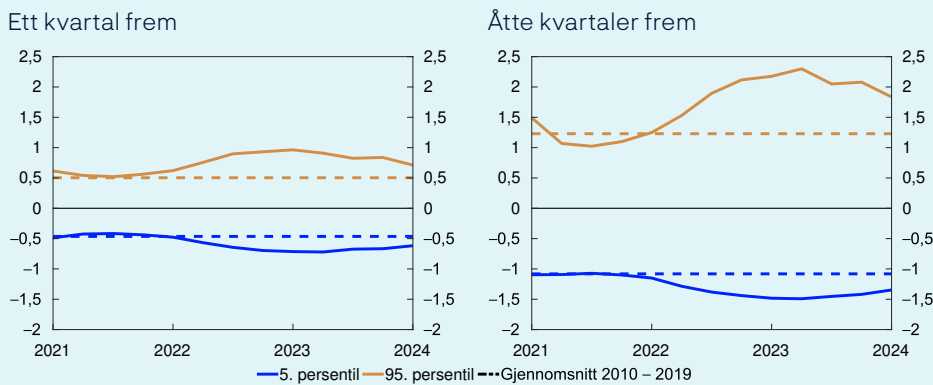
Forventninger og anslag for den økonomiske utviklingen fremover vil alltid være forbundet med stor usikkerhet. Som et hjelpemiddel til å forstå makroøkonomisk usikkerhet benytter vi et modellrammeverk til å tallfeste usikkerheten knyttet til utviklingen i tre sentrale makroøkonomiske størrelser: veksten i BNP for Fastlands-Norge, boligpriser og konsumpriser.<sup>1</sup> Modellene bidrar til å belyse usikkerhet rundt et sett med punktanslag, men gir oss ikke informasjon om den mest sannsynlige utviklingen fremover. Det enkle modellrammeverket gir oss en av flere mulige indikatorer for risiko-utviklingen 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. Illustrasjonene 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 betydelig asymmetri mellom opp- og nedsiden.

<sup>1</sup> Modellene benytter kvantilregresjoner med ulike indikatorer til å anslå fordelingen til produksjons-, boligpris- og konsumprisveksten fremover. Se nærmere beskrivelse i Bowe, F., 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.D Lavere inflasjonsusikkerhet

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



Kilde: Norges Bank

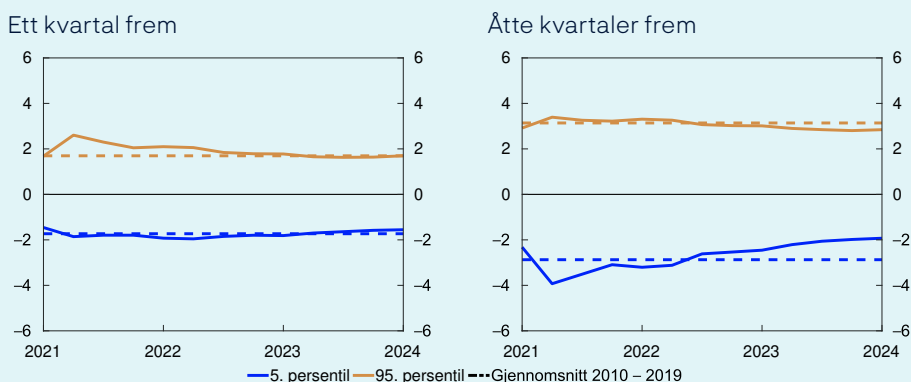
Usikkerheten rundt inflasjonsutviklingen har ifølge modellene vært stor de siste årene. Indikatoren viser at usikkerheten gradvis har kommet ned siden sommeren 2023, se figur 3.D. Ett kvartal frem er usikkerheten nær sitt historiske snitt, men er høyere enn normalt åtte kvartaler frem. Usikkerheten knyttet til inflasjonen har også blitt mer balansert på kort sikt, men på mellomlang sikt er det fortsatt større risiko for at inflasjonen blir betydelig høyere enn at den blir betydelig lavere.

Modellene indikerer at usikkerheten rundt veksten i BNP for Fastlands-Norge er balansert og nær normale nivåer på kort sikt, se figur 3.E. På mellomlang sikt er usikkerheten litt lavere enn det historiske gjennomsnittet, men er mer skjev mot oppsiden. Skjevheten skyldes særlig svakere vekst i husholdningskreditten. Historisk har rask oppbygging av kreditt økt sannsynligheten for en finansiell krise. Lav kredittvekst kan derfor bidra til å redusere nedsiderisikoen knyttet til produksjonsveksten. Siden forrige rapport er det små endringer i usikkerheten både på kort og mellomlang sikt.

Modellene indikerer at usikkerhet rundt boligprisveksten på kort sikt er balansert og nær normale nivåer, se figur 3.F. Åtte kvartaler frem indikerer modellene at usikkerheten er skjev mot nedsiden. Utviklingen i husholdningenes disponible inntekt og husholdningskreditten bidro til å vri usikkerheten

### Figur 3.E Produksjonsusikkerheten nær gjennomsnitt på kort sikt

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

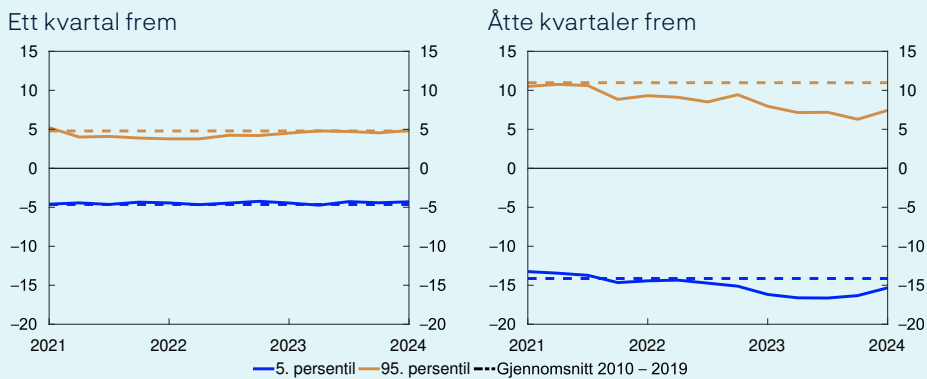


Kilde: Norges Bank



### Figur 3.F Skjevheten rundt boligprisveksten har beveget seg opp

Differanse mellom ulike persentiler og median fra kvantilregresjoner. Firekvartalersvekst i boligpriser. Prosentenheter



Kilde: Norges Bank

mot nedside gjennom 2023. Usikkerheten er blitt mer balansert i det siste. Det skyldes særlig litt høyere vekst i disponibel inntekt i første kvartal.

## Hva har drevet prisveksten – tilbud eller etterspørsel?

I denne utdypingen presenterer vi en analyse som belyser bidragene til inflasjonen de siste årene fra henholdsvis innenlandske og internasjonale tilbuds- og etterspørselsfaktorer. Resultatene tyder på at særlig internasjonale etterspørselsforhold, men også innenlandske etterspørselsfaktorer har bidratt til å løfte prisveksten. Internasjonale og innenlandske tilbudssideforhold, herunder endringer knyttet til bedriftenes prismarginer, har hver for seg spilt en noe mindre rolle, ifølge analysen.

Den kraftige oppgangen i inflasjonen som fulgte i kjølvannet av pandemien, skyldes trolig forhold på både tilbuds- og etterspørselssiden, med utgangspunkt både her hjemme og internasjonalt.<sup>1</sup> Pandemien førte tidlig til forstyrrelser på tilbudssiden. Mange land innførte strenge smittevern-tiltak, og aktiviteten i deler av økonomiene stoppet opp. I tillegg ble både produksjonen og varetransporten i perioder begrenset av høyt sykefravær mange steder. Russlands fullskala invasjon av Ukraina ga også opphav til negative tilbudssideforstyrrelser og førte blant annet til en kraftig økning i strømprisene i mange land. Enkelte bedrifter kan også

<sup>1</sup> Se utdypinger i [Pengepolitisk rapport 1/2023](#), [Pengepolitisk rapport 2/2023](#) og [Pengepolitisk rapport 3/2023](#).

ha benyttet anledningen til å øke prismarginene utover det konjunktursituasjonen normalt ville tilsi og dermed ha bidratt til å forsterke prisoppgangen.

Men også *etterspørselssiden* ble påvirket av pandemien, både direkte og indirekte. Koronapandemien bidro til en kraftig vridning fra tjenestekonsum til varekonsum både her hjemme og internasjonalt. Samtidig gav finanspolitiske støttetiltak og lave renter mange husholdninger mulighet til å bygge opp finansielle buffere gjennom pandemien. Det understøttet en markert oppgang i privat konsum etter hvert som smittetiltakene ble faset ut. Sterk etterspørselsvekst i mange land bidro til lav ledighet, men også til flaskehals og økt pris- og lønnsvekst.

Flere av de opprinnelige inflasjonsdriverne er etter hvert helt eller delvis reversert, og inflasjonen har gradvis avtatt både her hjemme og ute. Likevel ligger den underliggende konsumprisveksten fortsatt godt over inflasjonsmålene i de fleste land – også i Norge.

I denne analysen ser vi nærmere på i hvilken utstrekning inflasjonsutviklingen her hjemme de siste årene er drevet av innenlandske eller internasjonale forhold og i hvilken grad disse forholdene er knyttet til tilbuds- eller etterspørselssiden. Analysen bygger på innsikter fra tidligere arbeider. Vi utvider blant annet modellen presentert i [Pengepolitisk rapport 1/2023](#) ved å gjøre et skille mellom innenlandske og internasjonale etterspørselsfaktorer. I tillegg åpner vi eksplisitt for mulige bidrag fra endringer i bedriftenes prismarginer.

Utgangspunktet for analysen er en estimert bayesiansk vektorautoregressiv (BVAR) modell for norsk økonomi som består av fem variabler: firekvartalersveksten i konsumprisene justert for avgiftsendringer og uten energivarer (KPI-JAE), firekvartalersveksten i BNP Fastlands-Norge, det aggregerte prispåslaget (målt som avvik fra trend), firekvartalersveksten i prisene på importerte innsatsvarer (målt i norske kroner) og firekvartalersveksten i BNP for OECD-området samlet. Sistnevnte er ment å fange opp den økonomiske aktiviteten internasjonalt. Som indikator for det aggregerte prispåslaget (prismarginen) i økonomien bruker vi bruttoproduktet for bedriftene i Fastlands-Norge samlet i forhold til arbeids- og kapitalkostnadene.<sup>2</sup> Modellen er estimert på data for perioden 1. kvartal 1995 til 1. kvartal 2024.

Vi antar at uforklarte variasjoner i data, dvs. avvik mellom faktiske og estimerte verdier, reflekterer ulike uobserverbare forstyrrelser – eller sjokk – på tilbuds- og etterspørselssiden. Uten ytterligere informasjon kan vi ikke knytte disse avvikene til underliggende tilbuds- og etterspørselssjokk. For å få frem bidraget fra de underliggende forstyrrelsene til utviklingen i prisveksten, må vi pålegge modellen restriksjoner som er basert på økonomisk teori. Valg av restriksjoner kan påvirke resultatene. Her legger vi til grunn såkalte fortegnstreksjoner. Blant annet antar vi at et positivt etterspørselssjokk på kort sikt gir opphav til både *høyere*

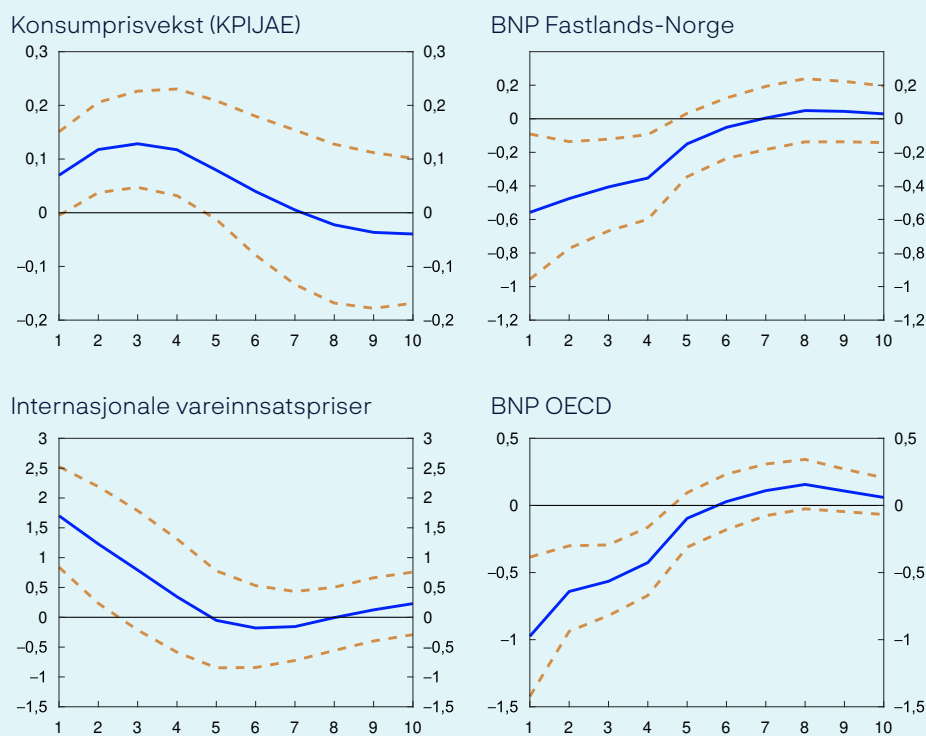
<sup>2</sup> Utenom kraftproduksjon. Kapitalkostnadene er basert på anslag for implisitte leiepriser, se Brubakk, L. og K. Hagelund (2022): «[The downs and ups of mark-ups](#)». Staff Memo 2/2023. Norges Bank.

inflasjon og økt aktivitet, mens et negativt tilbudssjokk fører til høyere prisvekst og lavere aktivitet. Vi legger videre til grunn at et sjokk til prismarginene skiller seg fra øvrige tilbudssidesjokk ved at priser og marginer på kort sikt beveger seg i samme retning. For å kunne skille mellom innenlandske og internasjonale sjokk, antar vi at innenlandske forstyrrelser i liten grad påvirker utviklingen internasjonalt. Vi identifiserer i alt fem underliggende forstyrrelser som driver de fem endogene variablene i modellen: Et innenlandsk tilbudssidesjokk, et innenlandsk prismarginsjokk,<sup>3</sup> et innenlandsk etterspørselssjokk, et internasjonalt tilbudssidesjokk og et internasjonalt etterspørselssjokk.

I figur 3.G og figur 3.H viser vi hvordan henholdsvis internasjonale tilbuds- og etterspørselssjokk påvirker aktivitet og prisvekst både i Norge og internasjonalt, ifølge modellen. Et negativt *internasjonalt tilbudssidesjokk* løfter prisveksten ute og demper aktiviteten. Høyere priser internasjonalt bidrar til at prisene på varer og tjenester vi importerer øker, noe som gir økt prisvekst også i Norge. Påfølgende lavere produksjonsvekst ute trekker isolert sett ned aktiviteten her hjemme.

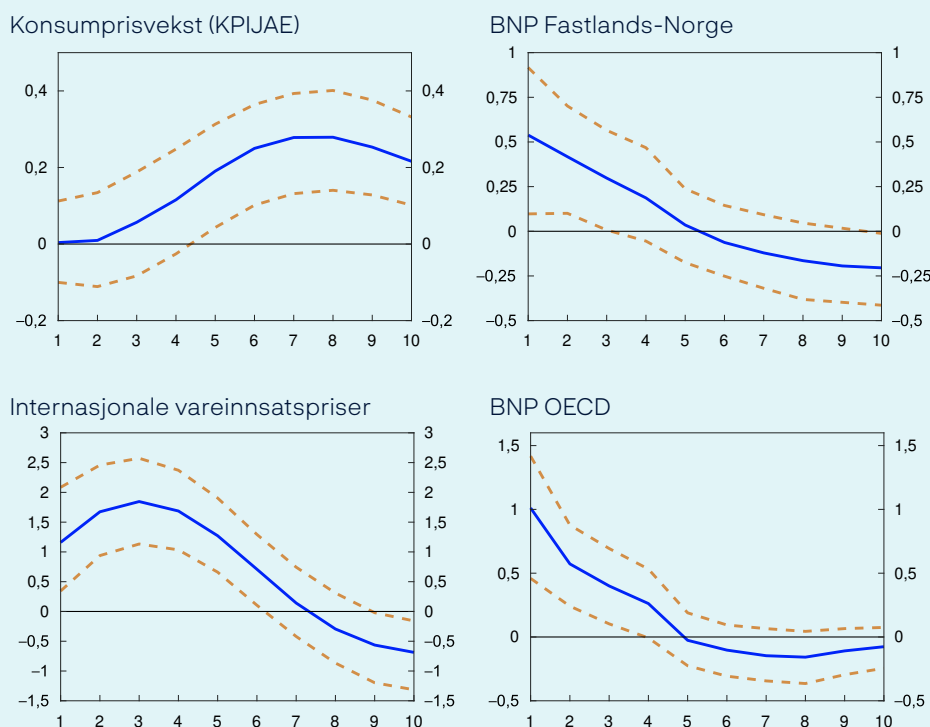
Et *internasjonalt etterspørselssjokk* løfter både aktiviteten og prisveksten internasjonalt. Ifølge modellresultatene vil det etter hvert også løfte prisveksten og samlet produksjon i Norge. Høyere inflasjon internasjonalt bidrar direkte til en oppgang i norske konsumpriser gjennom import av konsumvarer, men også indirekte gjennom importert vareinnsats. Gitt det

**Figur 3.G Virkninger av et internasjonalt tilbudssidesjokk**



<sup>3</sup> Som også er å regne som en type tilbudssidesjokk.

Figur 3.H Virkninger av et internasjonalt etterspørselssjokk

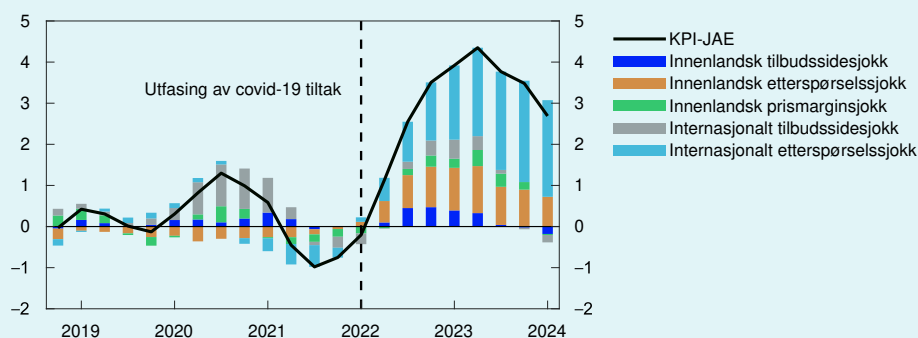


norske systemet for lønnsdannelse vil økt etterspørsel etter norske eksportvarer og økt aktivitet i økonomien normalt gi høyere lønnsvekst, noe som også bidrar til å trekke opp prisveksten. Figur 3.H viser at det tar tid før økt etterspørsel internasjonalt slår ut i innenlandske konsumpriser. Dette er konsistent med at en del av virkningen går gjennom lønningene, som typisk justeres med et tidsetterslep. Forskjellen mellom de innenlandske inflasjonsresponsene i figur 3.G og figur 3.H, som følger av henholdsvis et internasjonalt tilbuds- og etterspørselssjokk, reflekterer trolig langt på vei ulike forløp for lønnsveksten.

Gitt den estimerte modellen og de pålagte restriksjonene kan vi beregne hvor mye hvert enkelt sjokk har bidratt til utviklingen i inflasjonen siden 2019. Resultatene er vist i figur 3.I, der inflasjonen er målt som avvik fra et historisk gjennomsnitt. Resultatene antyder at en betydelig del av den høye konsumprisveksten (KPI-JAE) i Norge de siste par årene har sitt opphav i internasjonale forhold, først og fremst knyttet til etterspørsels-siden. Innenlandske tilbuds- og etterspørselsforhold bidro imidlertid også til å trekke opp konsumprisveksten.<sup>4</sup> Bidragene fra prismargin-sjokkene antyder at bedriftene i perioder økte marginene litt mer enn det konjunktursituasjonen normalt skulle tilsi. Resultatene viser at innenlandske tilbudssideforhold, når vi også tar med bidragene fra prismargin-sjokkene, til sammen bidro om lag like mye til den økte prisveksten som innenlandske etterspørselsforhold i første del av høyinflasjonsperioden.

<sup>4</sup> Dette er kvalitativt sett godt i tråd med funnene i en lignende analyse fra Norges Bank, se ramme i [Pengepolitisk rapport 1/2023](#).

Figur 3.I Hvilke faktorer har bidratt til konsumprisveksten?



Kilder: Statistisk sentralbyrå, OECD og Norges Bank

Inflasjonsimpulsene fra innenlandske tilbudssideforstyrrelser (utover prismarginsjokk) er relativt beskjedne. Det er nærliggende å knytte de innenlandske tilbudssidesjokkene (utover prismarginsjokkene) til variasjoner i strømprisene. I så fall tilsier resultatene at økte strømpriser bidro med mellom 0,3 og 0,5 prosentenheter til firekvartalersveksten i KPI-JAE i perioden 3. kvartal 2022 til 2. kvartal 2023. Dette er i samme størrelsesorden som sammenlignbare beregninger fra SSB.<sup>5</sup>

Resultatene fra denne analysen indikerer at reverseringen av de negative tilbudssideforstyrrelsene, både her hjemme og internasjonalt, nå isolert sett trekker konsumprisene ned. Samtidig bidrar ringvirkningene fra den sterke etterspørselsveksten som fulgte i kjølvannet av pandemien, fortsatt til å holde prisveksten godt over målet ifølge analysen. Rentehevingene de siste par årene har bidratt til å dempe etterspørselsveksten, men lønnsveksten er fortsatt høy. Figur 3.I antyder at det kan ta tid før bidragene fra de initiale etterspørselsforstyrrelsene dør ut.

Det er særlig krevende å anslå hvor stor del av prisveksten som skyldes henholdsvis tilbudsside- og etterspørselsforhold – og om forstyrrelsene har sitt opphav her hjemme eller ute – når begge typer forstyrrelser inntreffer omtrent samtidig i mange land. At den høye prisveksten gikk sammen med en markert oppgang i både etterspørsel og produksjon, tyder likevel på at forhold på etterspørselssiden har spilt en viktig rolle. Det er også konklusjonen i flere nyere internasjonale studier.<sup>6</sup>

Analysen er basert på en forenkling av utvalgte sammenhenger i norsk og internasjonal økonomi. En mer nyansert beskrivelse av økonomien og faktorene som driver inflasjonen, krever et mer omfattende rammeverk. En naturlig utvidelse kunne være å inkludere valutakursen eksplisitt i modellen. I den grad valutakursen i hovedsak drives av den typen

<sup>5</sup> Se boks 2.5 i [Økonomiske analyser 1/2023](#), Statistisk sentralbyrå.

<sup>6</sup> Se for eksempel Eickmeier, S. og B. Hofmann (2022): «[What drives inflation? Disentangling demand and supply factors](#)». *BIS Working Paper*, 1047. Bank for International Settlements, og Ascari, G., P. Bonomol, M. Hoeberichts og R. Trezzi (2023): «[The Euro Area Great Inflation Surge](#)». Analyse, februar 2023. De Nederlandsche Bank. Samtidig er det også eksempler på studier som trekker frem tilbudssideforhold som viktigste bidragsyter til den høye prisveksten, se for eksempel Blanchard, O.J. og B.S. Bernanke (2024): «[An Analysis of Pandemic-Era Inflation in 11 Economies](#)». *NBER Working Papers* 32532. National Bureau of Economic Research, Inc. og Dao, M., A. Dizioli, C. Jackson, P.-O. Gourinchas og D. Leigh (2023): «[Unconventional Fiscal Policy in Times of High Inflation](#)». *IMF Working Papers* 2023/178. International Monetary Fund. Ulike metoder gir ulike svar.

forstyrrelser vi allerede identifiserer i vår analyse, vil dette trolig i liten grad påvirke konklusjonene. Hvis derimot valutakursen i større grad bestemmes av kursspesifikke faktorer som for eksempel risikopremier, vil tilbuds- og etterspørselsforstyrrelsene vi identifiserer i denne analysen og de estimerte bidragene til inflasjonen kunne endres.

Modellen og analysen bygger dessuten på forutsetninger som ikke nødvendigvis vil være oppfylt til enhver tid. Usikkerhet knyttet til modellen og tilhørende parameterestimerer gjør at konklusjonene må tolkes med varsomhet.

# 4. Pengepolitisk analyse

Samlet sett indikerer våre analyser en litt høyere rentebane enn i forrige rapport. I modellanalysen trekkes banen opp av høyere kapasitetsutnyttning, høyere lønnsvekst og litt høyere renter ute enn anslått i forrige rapport. En noe sterkere krone trekker isolert sett i retning av en lavere rentebane fra neste år.

## 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 litt høyere enn i forrige rapport. Renten ble holdt uendret på 4,5 prosent på møtet 19. juni. Prognosen indikerer at den blir liggende på dette nivået ut året, før den gradvis avtar. Ved utgangen av prognoseperioden anslås styringsrenten å være 2,7 prosent.

Anslagene er usikre. Våre prognoser har blitt mye revidert i løpet av de siste årene. 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

### **Ny informasjon tilsier en litt høyere rentebane**

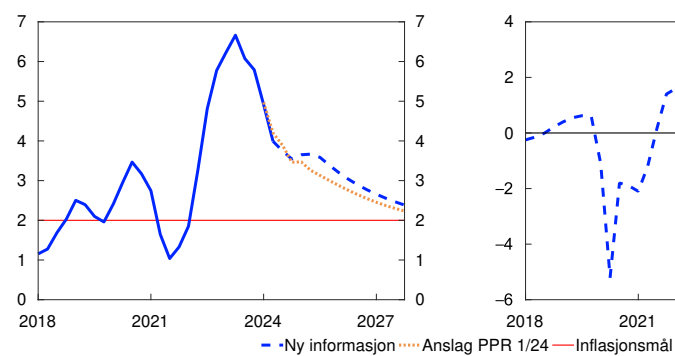
For å belyse hvordan utviklingen siden forrige rapport påvirker de økonomiske utsiktene, legger vi ny informasjon og nye vurderinger av den økonomiske situasjonen inn i vårt modellapparat, men beholder rentebanen fra mars. Denne øvelsen viser hvilke prognoser modellapparatet ville gitt med rentebanen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

I øvelsen med rentebanen fra mars er anslaget for kapasitetsutnyttningen noe oppjustert sammenlignet med forrige rapport, se figur 4.1. Prisveksten målt ved KPI-JAE har utviklet seg om lag som ventet. Fra neste år

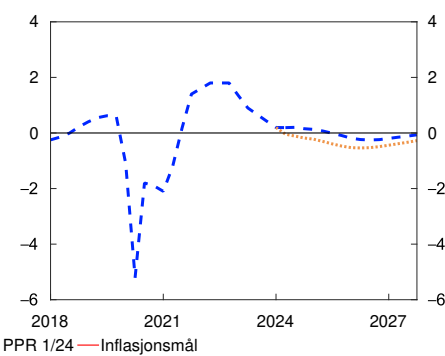
**Figur 4.1 Noe høyere inflasjon og kapasitetsutnyttning fremover**

Anslag betinget på ny informasjon om den økonomiske utviklingen og prognosen for styringsrenten fra *Pengepolitisk rapport 1/2024*

KPI-JAE. Firekvartalersvekst. Prosent



Anslag på produksjonsgapet. Prosent



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

fører blant annet høyere lønnsvekst til at prisveksten kan holde seg oppe lenger enn vi så for oss sist. Øvelsen indikerer en rentebane som er litt høyere enn i forrige rapport.

**Markedets forventninger til styringsrenten har økt litt**

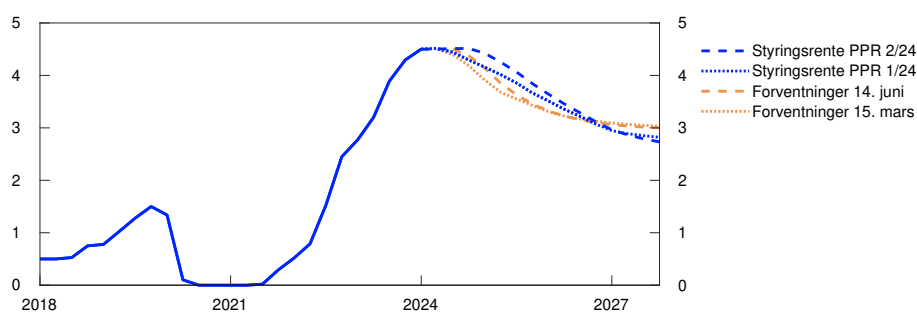
Markedets forventninger til styringsrenten frem i tid kan si oss noe om hvordan markedsaktører har tolket ny informasjon og hvordan de tror Norges Bank vil reagere.

Markedsrentene steg ved publiseringen av rentebeslutningen i mars og har steget litt videre siden det. Rentebanen i denne rapporten ligger over markedsprisingen ut 2025, se figur 4.2. Markedsforventningene indikerer at styringsrenten vil være om lag 3 prosent ved utgangen av prognoseperioden.

Markedets forventninger til styringsrenten hos våre viktigste handelspartnere har økt litt det nærmeste året siden forrige rapport, se figur 4.3.

**Figur 4.2 Markedets forventninger til styringsrenten har økt litt**

Styringsrente. Prosent

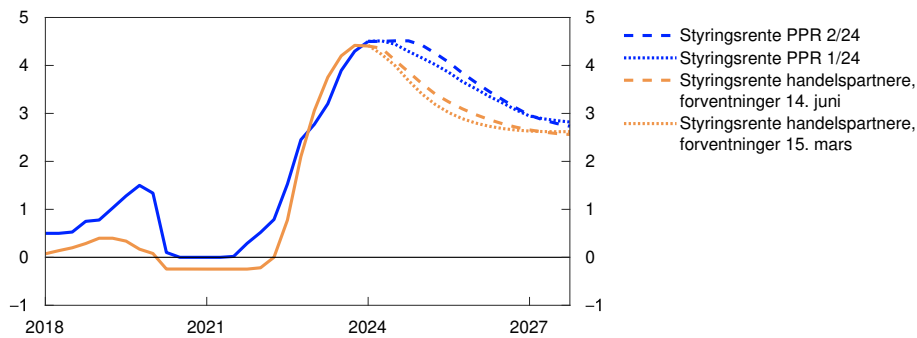


Kilder: Bloomberg og Norges Bank



**Figur 4.3 Positiv rentedifferanse mot utlandet de neste årene**

Styringsrenten i Norge og hos våre viktigste handelspartnere. Prosent



Kilder: Bloomberg og Norges Bank

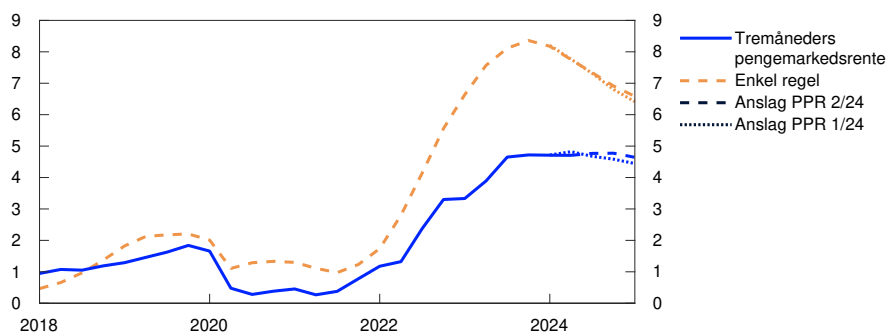
Forventningene indikerer likevel at styringsrentene settes ned noe tidligere hos våre handelspartnere enn her hjemme. Styringsrentedifferansen øker dermed noe det nærmeste året og holder seg positiv gjennom prognoseperioden.

#### Den enkle regelen indikerer om lag uendret rentebane

En enkel regel for renten viser hvordan pengepolitikken historisk har reagert på endringer i produksjonsgapet og inflasjonen, se [Pengepolitisk rapport 2/2022](#). Den estimerte regelen er basert på data for perioden 2001–2021. I denne rapporten er anslagene for produksjonsgapet justert litt opp, og prisveksten er litt nedjustert på kort sikt, men endringene fra forrige rapport er små. Den enkle regelen indikerer derfor en om lag uendret rentebane de nærmeste kvartalene sammenlignet med forrige rapport, men nivået er fortsatt høyere enn anslaget for styringsrenten, se figur 4.4.

**Figur 4.4 Den enkle regelen indikerer om lag uendret rentebane**

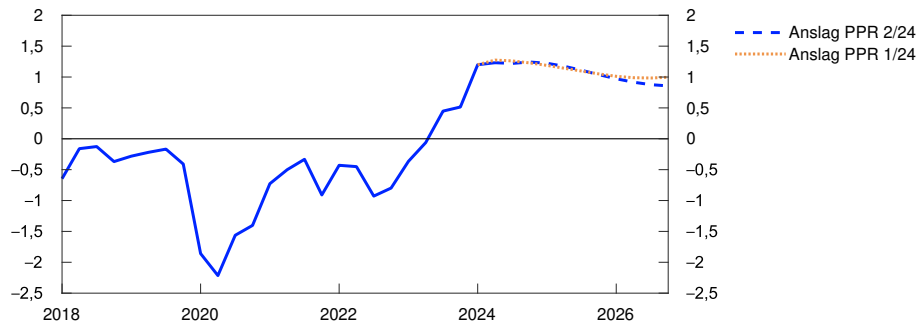
Tremåneders pengemarkedsrente. Prosent



Kilder: LSEG Datastream og Norges Bank

**Figur 4.5 Realrenten er om lag uendret**

Anslag på forventet realrente i pengemarkedet. Prosent



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

## 4.3 Pengepolitisk innretning og drivkrefter bak endringene i rentebanen

Sammenlignet med forrige rapport er prognosen for styringsrenten litt oppjustert, og anslagene for prisveksten er noe oppjustert frem i tid. Det gir et anslag på forventet realrente som er lite endret sammenlignet med marsrapporten, se figur 4.5. Vi anslår at realrenten ligger over det intervallet på realrenten som virker nøytralt på økonomien de nærmeste årene. Etter hvert som prisveksten kommer ned mot målet og styringsrenten settes ned, venter vi en litt lavere realrente. Se ramme på [side 53](#) for en nærmere utdyping om intervallet for nøytral realrente.

En realrente på dagens nivå virker dempende på samlet etterspørsel og bidrar til at lønninger og priser øker mindre.<sup>1</sup> Så lenge realrenten ligger over det nøytrale nivået, bidrar det blant annet til å vri tilpasningen til norske husholdninger mot lavere konsum.

Høyere boliglånsrenter bidrar til å redusere husholdningenes disponible inntekt. Dette trekker også i retning av lavere konsum. Samtidig venter vi nå høyere lønnsvekst enn tidligere lagt til grunn. Det bidrar til en økning i husholdningenes disponible realinntekter. Samlet sett venter vi at både husholdningenes konsum og sparerate vil være litt høyere i år enn i forrige rapport.

### Prognosene tilsier om lag uendrede avveininger

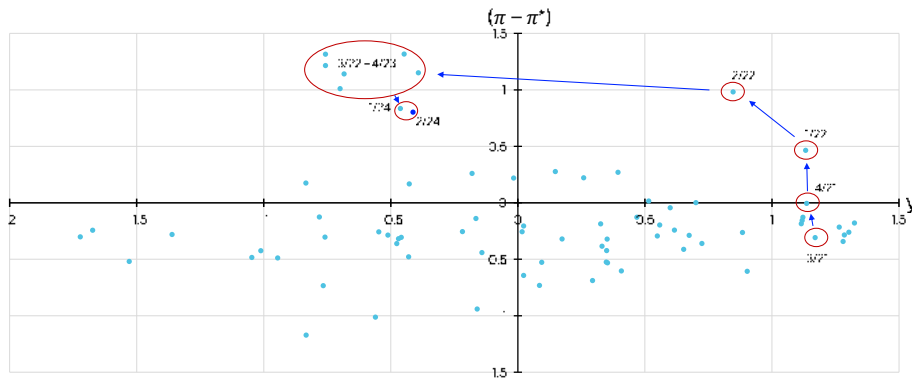
Komiteens begrunnelse for rentebeslutningen og signalene om renten frem i tid er beskrevet i Pengepolitiske vurderinger, se [side 5–9](#). Avveiningene mellom hensynet til å bringe inflasjonen raskt tilbake til målet og hensynet til å bidra til høy og stabil produksjon og sysselsetting kommer til uttrykk i prognosene for inflasjonen og produksjonsgapet. Figur 4.6 illustrerer avveiningene målt ved prognosene for produksjonsgapet og avviket i inflasjonen fra målet ett til tre år frem.<sup>2</sup> Diagrammet

<sup>1</sup> I rammen «Hvor rentefølsomme er konsum og investeringer?» i [Pengepolitisk rapport 4/2023](#) skriver vi mer om rentens effekt for konsum og investeringer.

<sup>2</sup> Se ramme «Avveiningene i pengepolitikken belyst ved prognosene for inflasjonen og produksjonsgapet» i Norges Banks håndbok i pengepolitikk. *Norges Bank Memo 3/2024*.

**Figur 4.6 Avveiningene er om lag uendret**

Inflasjonsgap og produksjonsgap. Gjennomsnitt 1–3 år frem



Kilde: Norges Bank

fanger ikke nødvendigvis opp ulike risikofaktorer som har vært relevante i de pengepolitiske vurderingene. Slike risikofaktorer vil normalt variere. Forskjellige forholdstall mellom prognosene for inflasjonsavviket og produksjonsgapet i ulike pengepolitiske rapporter trenger derfor ikke bety at komiteen har hatt ulik overordnet vektlegging av hensynet til lav og stabil inflasjon versus hensynet til høy og stabil produksjon og sysselsetting. Som illustrert i figuren, impliserer rentebanen små endringer i prognosene for inflasjonen og produksjonsgapet fremover. Målt på denne måten er komiteens avveining mellom de to hensynene, gitt vurderingen av risikofaktorer, ikke særlig forskjellige fra forrige pengepolitiske rapport.

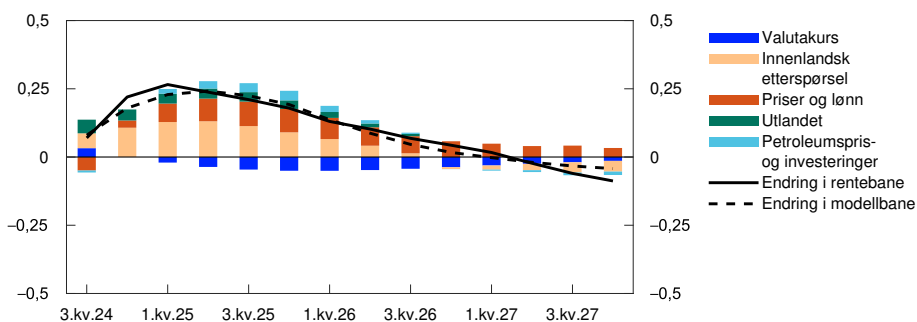
**Modellanalysen tilsier en litt høyere rentebane**

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.

Styringsrentene i utlandet ventes å bli litt høyere det nærmeste året enn tidligere lagt til grunn. Det trekker isolert sett i retning av en svakere

**Figur 4.7 Modellen tilsier en litt høyere bane for styringsrenten**

Akkumulerte bidrag. Prosentenheter



Kilde: Norges Bank

kronekurs. Anslagene for den økonomiske veksten blant våre handelspartnere er oppjustert på kort sikt siden forrige rapport. Det vil isolert sett føre til høyere eksport av norske varer og tjenester fremover. Faktorer knyttet til utlandet trekker i retning av en litt høyere modellbane, se grønne søyler.

Siden forrige rapport har både spot- og terminprisene på gass økt, mens for olje er de lite endret. Det bidrar isolert sett til en høyere modellbane. Anslaget for petroleumsinvesteringene er lite endret siden forrige rapport. Samlet bidrar faktorer knyttet til petroleumspris og -investeringer til en litt høyere modellbane, se lyseblå søyler.

Kronekursen har vært noe svakere enn ventet og svakere enn det endringen i rentedifferansen skulle tilsi i modellrammeverket. Dette trekker i retning av en høyere modellbane. Fremover er anslagene for kronekursen litt sterkere enn lagt til grunn i forrige rapport. Dette trekker i retning av en lavere modellbane i modellanalysen. Samlet sett trekker valutakursen modellbanen litt ned fra 2025, se mørkeblå søyler.

På kort sikt anslås kapasitetsutnyttningen å være noe høyere enn vi så for oss i mars. Høyere nettoeksport og offentlig etterspørsel bidrar til oppjustering. I tillegg er det utsikter til at privat konsum blir høyere den nærmeste tiden enn hva vi så for oss i forrige rapport. Dette bidrar til økt aktivitet i norsk økonomi fremover og en høyere modellbane. Lavere bolig- og foretaksinvesteringer enn tidligere lagt til grunn bidrar isolert sett til en lavere modellbane. Samlet sett bidrar innenlandsk etterspørsel til en høyere modellbane gjennom hele anslagsperioden, se oransje søyler.

Den underliggende prisveksten har vært om lag som ventet. Prisveksten på importerte varer har vært lavere enn anslått. Dette vil isolert sett trekke i retning av en lavere modellbane den nærmeste tiden. Anslagene for lønnsveksten er oppjustert i starten av anslagsperioden. Høyere lønnsvekst vil bidra til at prisveksten kommer noe saktere ned enn tidligere anslått. Samlet sett taler faktorer knyttet til priser og lønn for en noe høyere modellbane fra slutten av 2024, se røde søyler.

Modellanalysen tilsier en litt høyere styringsrente ut neste år. Rentebanen er oppjustert om lag like mye som modellbanen den nærmeste tiden.

**Vi anslår at den nøytrale realpengemarkedsrenten ligger i intervallet mellom 0 og 1 prosent. Det er litt høyere enn vårt tidligere anslag.**

Realrenten, definert som renten fratrukket forventet inflasjon, har det siste året steget fra et svært lavt nivå. Som et hjelpemiddel for å vurdere om realrenten virker kontraktivt eller ekspansivt på økonomien, anslår vi den nøytrale realrenten ( $r^*$ ). Beregninger av  $r^*$  vil avhenge av hvilken tidshorisont som legges til grunn. Med en kortsiktig horisont, vil enhver forstyrrelse, både av forbigående og mer varig karakter, påvirke  $r^*$ . Det gir en  $r^*$  som varierer mye og er lite egnet som referansepunkt for pengepolitikken.<sup>1</sup> Med en langsiktig horisont vil  $r^*$  i større grad avhenge av mer strukturelle drivkrefter som befolkningsvekst og produktivitet. I praksis er det vanskelig å lage et presist skille mellom ulike tidshorisonter. Vi definerer  $r^*$  som den realrenten som er forenlig med et lukket produksjons- og inflasjonsgap på mellomlang sikt. Når realrenten er høyere (lavere) enn  $r^*$ , indikerer det en kontraktiv (ekspansiv) pengepolitikk.

$r^*$  er ikke observerbar og må beregnes. I en liten åpen økonomi som den norske, vil  $r^*$  i stor grad påvirkes av utviklingen internasjonalt. I [Pengepolitisk rapport 2/2023](#) indikerte vi at  $r^*$ , basert på pengemarkedsrenten, lå i intervallet mellom -0,5 og 0,5 prosent.<sup>2</sup> Med ny informasjon og nye estimater vurderer vi nå at  $r^*$  ligger i intervallet mellom 0 og 1 prosent. Det tilsier et intervall for styringsrenten fra 1,7 til 2,7 prosent på mellomlang sikt når vi legger til grunn inflasjonsmålet på 2 prosent og et pengemarkedspåslag på 0,3 prosentenheter. Det er knyttet stor metodisk og statistisk usikkerhet til estimatene.

Beregninger av  $r^*$  gjøres jevnlig innen akademia og i sentralbanker i mange land. Etter hvert som markedsrentene internasjonalt falt i årene før pandemien, reviderte mange sentralbanker ned sine anslag for  $r^*$ . I sin siste oppdatering av  $r^*$  understreker Den europeiske sentralbanken (ESB) at pandemien, forstyrrelser i globale forsyningskjeder, økninger i energipriser og en ekspansiv finanspolitikk kan ha ført til en midlertidig økning i kortsiktige mål for  $r^*$ .<sup>3</sup> Samtidig trekker ESB frem at forhold som bestemmer  $r^*$  på lengre sikt, som demografiske og teknologiske faktorer, trolig ikke har endret seg i særlig grad. Lignende argumenter trekkes frem av økonomer i den engelske sentralbanken.<sup>4</sup> Klimaomstillingen vil trolig også påvirke  $r^*$ , men retningen og størrelsen er usikker.<sup>5</sup>

Flere sentralbanker har nylig justert sine anslag på  $r^*$  noe opp. Sentralbanken på New Zealand anslår en  $r^*$  på 0,75 prosent.<sup>6</sup> Den kanadiske

1 Se kap. 3.3 i Norges Bank (2024): «Norges Banks håndbok i pengepolitikk». Norges Bank Memo 3/2024.

2 Se boks om anslag på den nøytrale realrenten i [Pengepolitisk rapport 2/2023](#).

3 Se [Economic bulletin 1/2024](#). ESB.

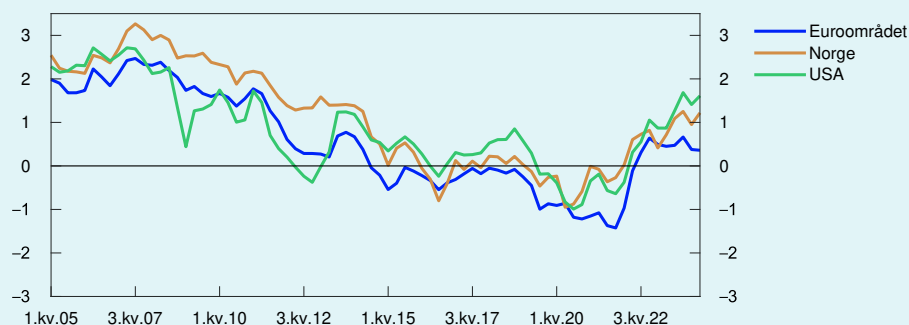
4 Cesa-Bianchi, A., R. Harrison og R. Sajedi (2023): «Global  $R^*$ ». Staff Working Paper No. 990. Bank of England.

5 Se boks i [Penningpolitisk rapport mars 2024](#) og [Economic Commentary Nr. 5/2024](#). Riksbanken.

6 Se [Monetary Policy Statement May 2024](#) (Figur 7.4) og «[New Zealand's Nominal Neutral Interest Rate](#)». Bulletin, Vol 87, Nr. 4. Reserve Bank of New Zealand.

**Figur 4.A Forventet realrente fra markedsaktørene holder seg opp**

Prosent



Kilder: Bloomberg og LSEG Datastream

sentralbanken opererer med et intervall fra 0,25 til 1,25 prosent.<sup>7</sup> Den amerikanske sentralbanken venter også noe høyere realrenter, og  $r^*$  kan nå anslås til 0,8 prosent.<sup>8</sup> ESB sine nye estimater indikerer at  $r^*$  nå befinner seg rundt 0 prosent, som er på linje med nivåene før pandemien.<sup>9</sup>

Vi ser på både markeds- og modellbaserte mål når vi vurderer  $r^*$  for Norge. Den implisitte langsiktige pengemarkedsrenten er basert på femårsrenter fem år frem i tid. I Norge har de i stor grad fulgt rentene hos handelspartnerne. Justert for markedsbaserte mål på inflasjonsforventninger kan vi bruke disse rentene som et utgangspunkt for markedsbaserte mål på  $r^*$ .<sup>10</sup> Gjennom de siste årene har markedsbaserte mål på forventede realrenter steget fra svært lave nivåer både internasjonalt og i Norge, se figur 4.A.

Som et alternativ til markedsbaserte mål kan  $r^*$  anslås ved hjelp av økonomiske modeller. Det gir et estimat på  $r^*$  som tilsvarer den realrenten som er forenlig med et lukket produksjons- og inflasjonsgap når virkningene av kortsiktige, økonomiske forstyrrelser er uttømt. Vi benytter en rekke ulike modeller for å estimere  $r^*$ .<sup>11</sup> Enkelte av modellene er rene tidsseriemodeller, mens andre modeller i større grad pålegger sammenhenger mellom variablene basert på økonomisk teori. Modellene er estimert på data fra 1994 til og med 2024.<sup>12</sup> For 2024 benytter vi tilgjengelige tall og korttidsanslag på økonomiske variabler fra denne rapporten. De siste anslagene fra modellene trekker i retning av en liten økning i  $r^*$ .

7 Se Adjalala, F., F. Alves, H. Desgagnés, W. Dong, D. Matveev og L. Simon (2024): «[Assessing the US and Canadian neutral rates: 2024 update](#)». Staff Analytical Note 2024-9. Bank of Canada.

8 Dette tallet er basert på et langsiktig anslag på styringsrenten på 2,8 prosent fratrukket inflasjonsanslag på 2 prosent. Se [Summary of Economic Projections June 12, 2024](#). Federal Reserve.

9 Se boks 7 i [Economic Bulletin 1/2024](#). ESB.

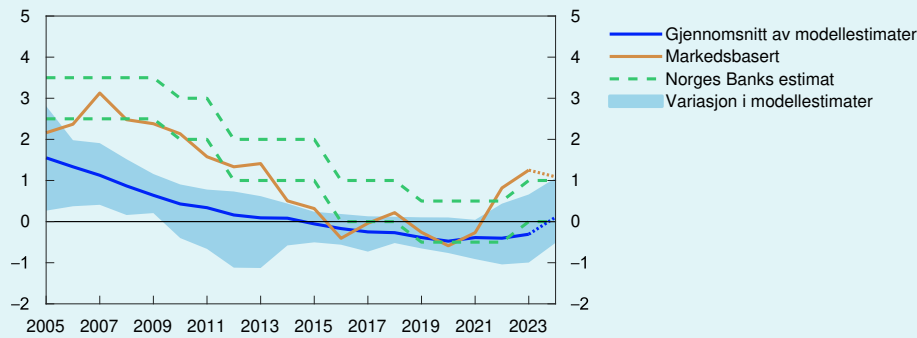
10 Realrentene er definert som 5 år-om-5 år swaprenter fratrukket 5 år-om-5 år inflasjonsswapper. For Norge benyttes inflasjonsforventninger om fem år for økonomer samlet fra Norges Banks forventningsundersøkelse.

11 Se Meyer, S.S., P.B. Ulvedal og E.S. Wasberg (2022): «[Den nøytrale realrenten. Et oppdatert syn på  \$r^\*\$](#) », Staff Memo 7/2022. Norges Bank.

12 I modellene benytter vi en tidsserie for forventet realrente som er konstruert ved å bruke 3 måneders Nibor fratrukket inflasjonsforventninger om 12 måneder for økonomer samlet fra Norges Banks forventningsundersøkelse fra 2002 frem til 2012. Etter 2013 bruker vi våre egne korttidsanslag for underliggende inflasjon for å beregne forventet realrente, se figur 4.5.

**Figur 4.B Estimater på nøytral realrente**

Prosent



Kilder: LSEG Datastream og Norges Bank

Et lavt anslag på den langsiktige økonomiske veksten i modellene bidrar imidlertid til å holde nivået på  $r^*$  nede.

Modellanslagene for  $r^*$  er svært usikre og avhenger av hvordan modellene er spesifisert. Markedsbaserte mål kan påvirkes av terminpremier og inflasjonsrisiko. Disse er vanskelige å anslå. De siste årene kan endringer i sentralbankenes verdipapirkjøpsprogrammer ha ført til at terminpremien i langsiktige renter har økt, slik at markedsbaserte mål på realrenten kan indikere en høyere realrente enn det som forventes. På grunn av stor usikkerhet knyttet til de ulike tilnærmingene for å beregne  $r^*$ , må vi gjøre en skjønsmessig vurdering når vi tallfester denne. Figur 4.B viser gjennomsnittet av modellanslagene sammen med det markedsbaserte målet for Norge.<sup>13</sup> Figuren inkluderer også vårt anslåtte intervall for  $r^*$  over tid, indikert ved de grønne stiplede linjene.<sup>14</sup> Oppjusteringen av vårt anslag på intervallet for  $r^*$  reflekterer både at markedsbaserte mål holder seg oppe og at modellbaserte mål indikerer en liten økning. I denne rapporten anslår vi at realrenten vil ligge i intervallet for  $r^*$  mellom 0 og 1 prosent mot slutten av prognosehorisonten.

13 Historiske modellestimater er basert på sist tilgjengelige tall og gir ikke uttrykk for hva modellestimatene kunne vært på tidligere tidspunkter.

14 De grønne stiplede linjene indikerer vårt anslåtte intervall for  $r^*$ . Se [Inflasjonsrapport 3/2005](#), [Pengepolitisk rapport 1/2010](#), [Pengepolitisk rapport 1/2012](#), [Pengepolitisk rapport 3/2016](#) og [Pengepolitisk rapport 2/2019](#) for når  $r^*$  ble revidert. Intervallet viser  $r^*$  ved utgangen av året. I tilfellene der det har blitt oppgitt punkttestimat, har vi lagt til og trukket fra 0,5 prosentenheter for å få et intervall.

# Vedlegg

Tabeller med  
detaljerte anslag





TABELL 1 Internasjonale anslag

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

<sup>1</sup> I aggregatet inngår: Euroområdet, Kina, Storbritannia, Sverige og USA. Eksportvekter.

<sup>2</sup> I aggregatet inngår: Euroområdet, Storbritannia, Sverige og USA. Importvekter.

<sup>3</sup> Målt i utenlandsk valuta. Inkludert vridningseffekter og fraktrater.

Kilder: LSEG Datastream og Norges Bank

**TABELL 2a Konsumpriser. Tolvmånedersvekst. Prosent**

	2024						
	mar	apr	mai	jun	jul	aug	sep
<b>KPI</b>							
Faktisk	3,9	3,6	3,0				
Anslag PPR 1/24	4,2	3,9	3,3	3,3			
Anslag PPR 2/24				3,1	3,4	3,7	4,6
<b>KPI-JAE</b>							
Faktisk	4,5	4,4	4,1				
Anslag PPR 1/24	4,7	4,5	4,2	3,9			
Anslag PPR 2/24				3,6	3,7	3,6	3,8
<b>Importerte varer i KPI-JAE</b>							
Faktisk	3,6	3,4	2,8				
Anslag PPR 1/24	4,3	3,9	3,5	2,7			
Anslag PPR 2/24				2,3	2,2	2,2	2,3
<b>Norskproduserte varer og tjenester i KPI-JAE</b>							
Faktisk	4,9	4,8	4,7				
Anslag PPR 1/24	4,9	4,9	4,6	4,6			
Anslag PPR 2/24				4,4	4,6	4,4	4,5

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

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

	2024						
	mar	apr	mai	jun	jul	aug	sep
Faktisk	0,6	0,7	0,6				
Anslag PPR 1/24	0,3	0,4	0,3	0,3			
Anslag PPR 2/24				0,6	0,4	0,4	0,4

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

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

	2024						
	mar	apr	mai	jun	jul	aug	sep
Faktisk	1,9	1,9	2,0				
Anslag PPR 1/24	1,9	2,0	2,0	2,0			
Anslag PPR 2/24				2,0	2,0	2,0	2,1

Kilder: NAV og Norges Bank

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

	2023		2024	
	4. kv.	1. kv.	2. kv.	3. kv.
Faktisk	0,3	0,2		
Anslag PPR 1/24		0,0	0,0	
Anslag PPR 2/24			0,2	0,3

<sup>1</sup> Kvartalstall er beregnet fra månedlig nasjonalregnskap.

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

TABELL 3 Anslag på makroøkonomiske hovedstørrelser

Endring i anslag fra Pengepolitisk rapport 1/2024 i parentes	Prosentvis endring fra foregående år (der annet ikke fremgår)					
	Mrd. kr. 2023	2023	Anslag			
			2024	2025	2026	2027
<b>Priser og lønninger</b>						
KPI		5,5	3,7 (-0,1)	3,2 (0,5)	2,6 (0,0)	2,3 (0,0)
KPI-JAE		6,2	4,0 (-0,1)	3,4 (0,2)	2,8 (0,1)	2,4 (0,1)
Årslønn		5,2	5,2 (0,3)	4,5 (0,2)	3,8 (0,1)	3,4 (0,0)
<b>Realøkonomi<sup>1</sup></b>						
Bruttonasjonalprodukt (BNP)	5129	0,7	1,1 (0,7)	1,9 (0,1)	0,4 (-0,1)	0,6 (-0,1)
BNP for Fastlands-Norge <sup>2</sup>	3858	1,1	0,8 (0,3)	1,3 (0,1)	1,2 (-0,1)	1,6 (0,0)
Produksjonsgap for Fastlands-Norge (nivå)		0,8	0,2 (0,2)	-0,2 (0,1)	-0,5 (0,0)	-0,3 (0,1)
Sysselsetting, personer, KNR		1,3	0,6 (0,2)	0,7 (0,3)	0,6 (0,0)	0,9 (-0,1)
Registrert ledighet (rate, nivå)		1,8	2,0 (0,0)	2,2 (0,0)	2,3 (0,1)	2,2 (0,0)
<b>Etterspørsel<sup>1</sup></b>						
Etterspørsel fra Fastlands-Norge <sup>2</sup>	4014	0,4	-0,6 (-0,6)	2,5 (0,5)	2,5 (0,2)	2,3 (0,0)
– Husholdningenes konsum	1924	-0,6	1,2 (0,2)	2,7 (0,6)	2,2 (0,1)	2,0 (-0,1)
– Foretaksinvesteringer	499	4,0	-9,8 (-5,4)	1,8 (-0,1)	3,0 (0,2)	3,3 (0,3)
– Boliginvesteringer	208	-15,6	-15,8 (-3,3)	5,1 (-0,8)	10,0 (0,4)	9,2 (0,2)
– Offentlig etterspørsel	1383	3,3	2,4 (0,3)	2,1 (0,7)	1,9 (0,4)	1,6 (0,4)
Petroleumsinvesteringer <sup>2</sup>	216	10,5	9,0 (-1,0)	-4,0 (1,0)	-3,0 (0,0)	-3,0 (0,0)
Eksport fra Fastlands-Norge <sup>2</sup>	1043	7,8	5,2 (2,6)	1,2 (-0,7)	1,5 (-0,4)	2,4 (-0,3)
Import	1667	1,3	0,6 (2,3)	2,8 (0,8)	2,1 (0,2)	2,0 (-0,1)
<b>Boligpriser og gjeld</b>						
Boligpriser		0,2	3,3 (0,4)	6,9 (0,7)	7,9 (0,2)	6,6 (0,1)
Kreditt til husholdningene (K2)		3,3	2,6 (-0,1)	2,4 (-0,2)	2,3 (-0,3)	2,9 (0,0)
<b>Renter, valutakurs og oljepris</b>						
Styrringsrente (nivå)		3,5	4,5 (0,1)	4,1 (0,2)	3,4 (0,1)	2,8 (-0,1)
Importveid valutakurs (I-44) (nivå)		119,5	118,3 (-0,5)	117,5 (-1,2)	117,5 (-0,9)	117,5 (-0,6)
Styrringsrente hos handelspartnere (nivå)		3,9	4,2 (0,1)	3,3 (0,2)	2,8 (0,1)	2,6 (0,0)
Oljepris Brent Blend. USD per fat		82,5	81,7 (-1,9)	77,4 (-0,6)	74,2 (-0,2)	72,2 (0,1)
<b>Husholdningenes inntekt og sparing<sup>1</sup></b>						
Disponibel realinntekt utenom aksjeutbytte		-2,4	2,8 (1,2)	2,4 (-0,2)	2,9 (0,2)	3,1 (0,4)
Sparing utenom aksjeutbytte (rate, nivå)		-0,3	1,4 (0,4)	1,5 (0,2)	1,9 (0,2)	2,8 (0,6)
<b>Finanspolitikken</b>						
Strukturelt oljekorrigert underskudd som andel av SPU <sup>3</sup>		3,0	2,7 (-0,1)	2,5 (-0,2)	2,6 (-0,1)	2,6 (-0,1)
Strukturelt oljekorrigert underskudd som andel av trend-BNP		9,7	10,4 (-0,5)	10,7 (-0,4)	11,0 (-0,3)	11,1 (-0,4)

<sup>1</sup> Alle tall er virkedagskorrigert.<sup>2</sup> Årstall er beregnet fra månedlig nasjonalregnskap.<sup>3</sup> 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 2/2024 juni**

Design: TRY

Layout: Aksell AS

ISSN 1894-0234 (online)