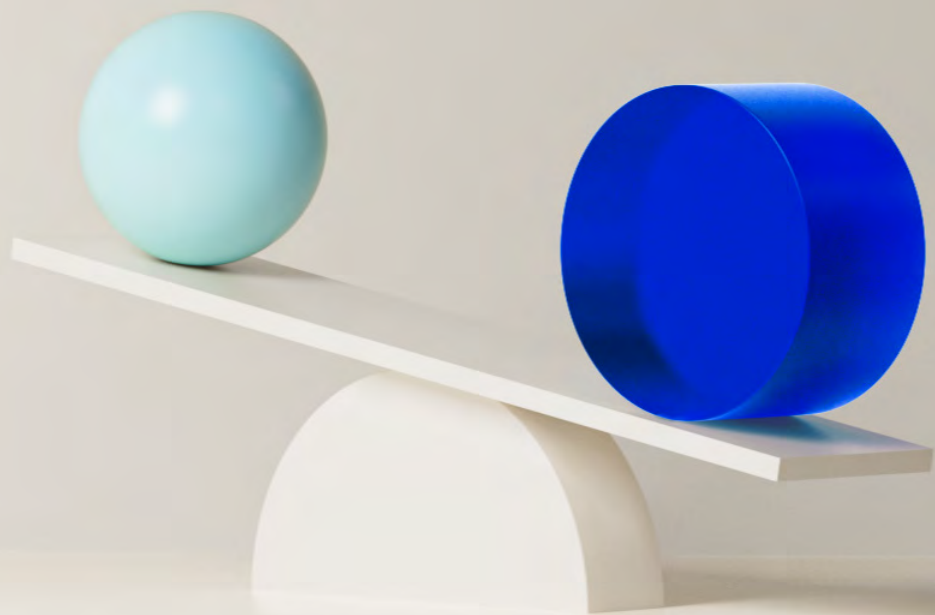


Pengepolitisk rapport

3 | 2023

September



Innhold

	Pengepolitiske vurderinger	5
1.	Internasjonal økonomi	10
2.	Finansielle forhold	17
2.1	Styringsrenten og markedets renteforventninger	17
2.2	Rentene til husholdninger og foretak	18
2.3	Kredittilgang for husholdninger og foretak	20
2.4	Kronekursen	20
3.	Norsk økonomi	22
3.1	Produksjon og etterspørsel	22
3.2	Arbeidsmarkedet	30
3.3	Priser og lønninger	35
	- Kortdata hjelper oss å lage anslag på husholdningenes konsum	43
	- Inflasjonen drives i økende grad av lønn og driftsmarginer	45
4.	Pengepolitisk analyse	49
4.1	Rentebanen og mål for pengepolitikken	49
4.2	Ny informasjon og nye vurderinger	49
4.3	Pengepolitisk innretning og drivkrefter bak endringene i rentebanen	51
	- Både nominelle og reelle renter påvirker konsumet	54
	Vedlegg	56

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 15. september 2023. Pengepolitiske vurderinger er basert på informasjon frem til komitémøtet 20. september 2023. Rapporten ble publisert 21. september og er tilgjengelig på www.norges-bank.no.



Pengepolitikken i Norge

Mål

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

Beslutningsprosess

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

Rapportering

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

Beslutningsprosessen for *Pengepolitisk rapport 3/23*

På møtene 5. og 12. september 2023 drøftet komiteen de økonomiske utsiktene og innretningen av pengepolitikken. På grunnlag av drøftingene og en anbefaling fra bankens administrasjon fattet komiteen på møtet 20. september vedtak om styringsrenten.

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

Norges Banks pengepolitiske strategi

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

Lav og stabil inflasjon

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

Høy og stabil produksjon og sysselsetting

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

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

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

Motvirke oppbygging av finansielle ubalanser

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

Reaksjonsmønster

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

Pengepolitiske vurderinger

Norges Banks komité for pengepolitikk og finansiell stabilitet besluttet på møtet 20. september å sette styringsrenten opp fra 4,0 til 4,25 prosent. Hvorvidt det blir nødvendig å heve renten videre, vil avhenge av den økonomiske utviklingen. Slik komiteen nå vurderer utsiktene og risikobildet, vil styringsrenten trolig settes opp en gang til, mest sannsynlig i desember.

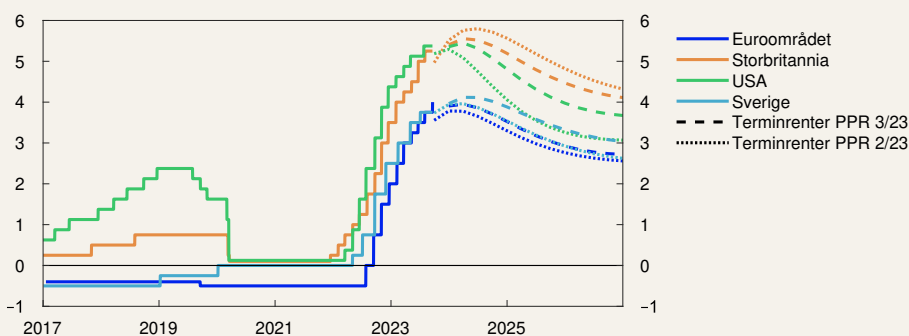
Prisveksten internasjonalt avtar, men er fortsatt høy

Konsumprisveksten hos våre viktigste handelspartnere har falt markert de siste månedene, men ligger fortsatt over sentralbankenes mål på 2 prosent. Den underliggende prisveksten holder seg høy og har vært om lag som anslått i forrige rapport. Prisen for olje har steget siden juni, og spotprisen er rundt 95 dollar per fat. Gassprisen er lite endret.

For å få prisveksten ned har sentralbankene internasjonalt satt opp styringsrentene mye siden i fjor vår, og flere hevet styringsrentene videre gjennom sommeren. Mange sentralbanker fremhever at pengepolitikken nå virker innstrammende på økonomien. Siden juni har både styringsrenteforventningene og langsiktige statsrenter steget videre hos våre nærmeste handelspartnere. Markedsprisingen indikerer forventninger om at styringsrentene ute vil holdes nær dagens nivå det nærmeste året.

Figur A Høyere renter ute

Styringsrenter og beregnede terminrenter. Prosent



Kilder: Bloomberg, Refinitiv Datastream og Norges Bank

Figur B Kronen har vært noe sterkere enn anslått

Importveid valutakursindeks. I-44



Kilder: Bloomberg og Norges Bank

Den økonomiske veksten hos våre handelspartnere har avtatt, om lag som ventet i forrige rapport. Kapasitetsutnyttningen har falt, men arbeidsmarkedene er fortsatt stramme. Økte renter og høy prisvekst bidrar til å dempe den økonomiske aktiviteten, og vi venter lav vekst det neste året. Vekstutsiktene internasjonalt er noe svakere enn vi anslo i juni, særlig for Kina.

Noe sterkere krone

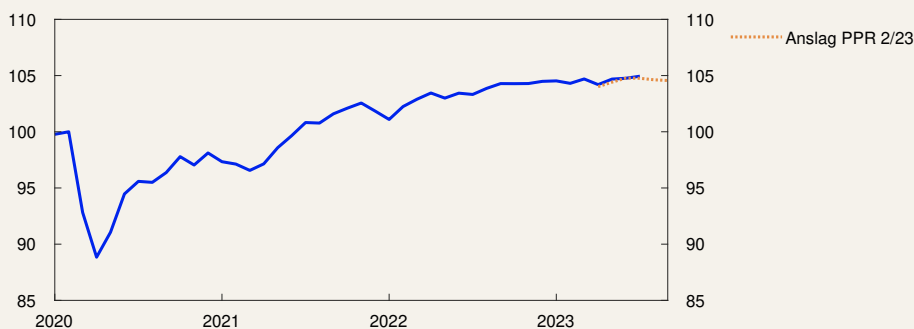
Kronen styrket seg gjennom sommeren og har vært noe sterkere enn anslått i forrige rapport. Styrkingen har sammenfalt med oppgang i oljeprisen og økte renter her hjemme. Markedsprisingen indikerer forventninger om at styringsrenten vil heves noe fra dagens nivå på 4 prosent. Rentene på lån til foretak har økt videre siden juni, og oppgangen i gjennomsnittlig boliglånsrente har vært om lag som ventet.

Presset i norsk økonomi avtar, men arbeidsmarkedet er fortsatt stramt

Veksten i norsk økonomi har avtatt siden i fjor høst. BNP for Fastlands-Norge har vært om lag som anslått i forrige rapport. Veksten i husholdningenes konsum har avtatt, men mindre enn ventet.

Figur C Lav vekst i norsk økonomi

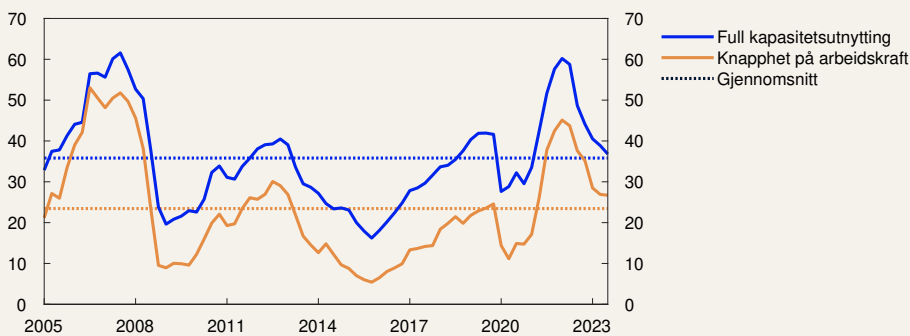
BNP for Fastlands-Norge. Sesongjustert. Indeks. Februar 2020 = 100



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur D Redusert knapphet på arbeidskraft

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



Kilde: Norges Bank

Arbeidsmarkedet er fortsatt stramt. Sysselsettingen har holdt seg høyere enn ventet, og arbeidsledigheten er lav. Samtidig er det tegn til at arbeidsmarkedet kjøler seg ned. Andelen som er i jobb har avtatt litt, og det er noen flere arbeidsledige. Andelen bedrifter i vårt regionale nettverk som rapporterer at mangel på arbeidskraft begrenser produksjonen, endret seg lite fra andre til tredje kvartal, etter å ha avtatt siden i fjor vår. Samlet sett ser det ut til at kapasitetsutnyttningen i norsk økonomi har avtatt, men holder seg noe høyere enn anslått i juni.

Bedriftene i nettverket venter samlet sett en oppgang i aktiviteten i fjerde kvartal, men det er store forskjeller mellom næringene. Høye investeringer i petroleumsnæringen gir sterk vekst i oljeleverandørnæringen. Kontaktene melder om at lavere etterspørsel fra husholdningene og lavt nyboligsalg gir nedgang i aktiviteten i varehandelen, bygge- og anleggsnæringen og i industrien. I bruktboligmarkedet har antall usolgte boliger økt, og boligprisene har falt og vært lavere enn ventet.

Renteoppgangen og den høye prisveksten vil fortsette å bremse veksten i norsk økonomi fremover. Husholdningenes konsum og boliginvesteringer vil trolig falle i år. På den annen side vil høye petroleumsinvesteringer og god vekst i eksporten holde aktiviteten i norsk økonomi oppe både i år og neste år.

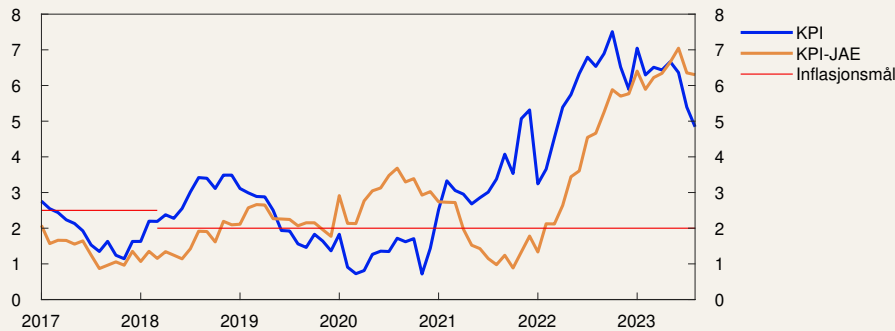
Prisveksten fortsatt klart over målet

Gjennom sommeren har en kraftig nedgang i strømprisene bidratt til at konsumprisveksten har avtatt, men den er fortsatt høy. Tolv månedersveksten i konsumprisindeksen (KPI) falt til 4,8 prosent i august, og var lavere enn anslått i forrige rapport. Gjennomsnittet av ulike indikatorer for underliggende inflasjon har avtatt litt siden forrige rapport. Tolv månedersveksten i KPI justert for avgiftsendringer og uten energivarer var 6,3 prosent i august, om lag som anslått.

Lønnsveksten i år anslås til 5,5 prosent, det samme som i forrige rapport. Oppgangen i oljeprisen vil gi økt lønnsomhet i deler av industrien.

Figur E Prisveksten er fortsatt klart over målet

KPI og KPI-JAE. Tolvmånedersvekst. Prosent



Kilde: Statistisk sentralbyrå

Sammen med utsikter til høyere kapasitetsutnyttning og noe høyere prisvekst enn ventet, tilsier det at lønnsveksten neste år blir høyere enn tidligere anslått. Både Norges Banks forventningsundersøkelse og Regionalt nettverk indikerer at lønnsforventningene for 2024 har steget.

Svakere internasjonale prisimpulser og lavere energipriser vil dempe prisveksten fremover. På den annen side vil økte lønnskostnader og høy prisvekst på mange innsatsvarer bidra til å holde prisveksten oppe.

Forventningsundersøkelsen viser at forventningene til prisveksten om 1–2 år har steget litt videre. De langsiktige inflasjonsforventningene ligger fortsatt høyere enn inflasjonsmålet på 2 prosent.

Renten settes opp til 4,25 prosent

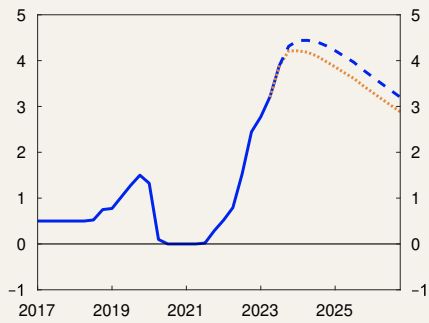
Målet for pengepolitikken er en årsvekst i konsumprisene som over tid er nær 2 prosent. Inflasjonsstyringen skal være fremoverskuende og fleksibel, slik at den kan bidra til høy og stabil produksjon og sysselsetting samt til å motvirke oppbygging av finansielle ubalanser.

Prisveksten er høy og klart over målet. Vedvarende høy prisvekst har store kostnader for samfunnet. Komiteen mener det er behov for en noe høyere rente for å få prisveksten ned til målet innen rimelig tid.

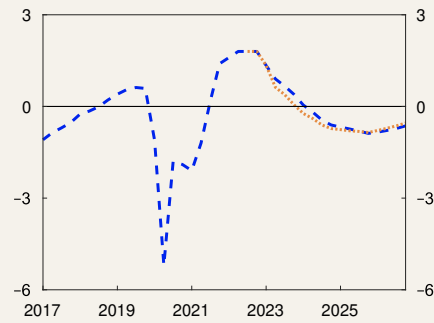
Veksten i norsk økonomi har avtatt, men arbeidsmarkedet er fortsatt stramt. Bedriftenes kostnader har økt mye de siste årene, og det er utsikter til at lønnskostnadene vil øke mer enn tidligere anslått. Det vil bidra til å holde prisveksten oppe fremover. Jo lenger prisveksten holder seg oppe, desto større er faren for at den biter seg fast. Da kan det bli mer kostbart å få prisveksten ned igjen senere. På den annen side er renten satt opp mye på kort tid, og pengepolitikken virker nå innstrammende på økonomien. Komiteen ønsker ikke å sette opp renten mer enn det som er nødvendig for å få bukt med den høye prisveksten.

Trolig vil det være behov for å holde renten oppe en god stund fremover. Prognosen for styringsrenten er litt oppjustert fra forrige rapport og indikerer en styringsrente som blir liggende rundt 4,5 prosent gjennom neste

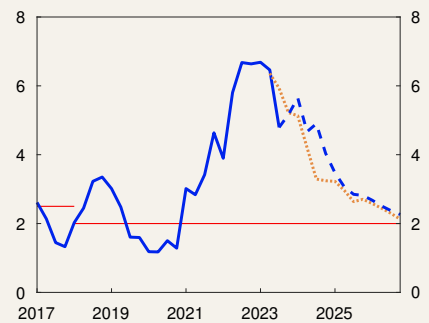
Styringsrente. Prosent



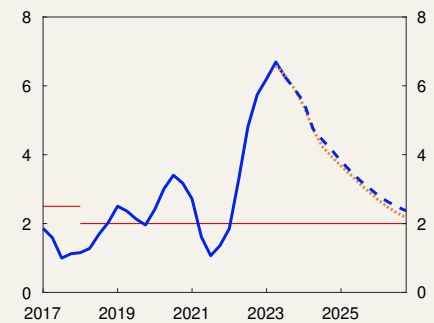
Produksjonsgap. Prosent



KPI. Firekvarterersvekst. Prosent



KPI-JAE. Firekvarterersvekst. Prosent



— Anslag PPR 3/23 — Anslag PPR 2/23 — Inflasjonsmål

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

år. Den økonomiske veksten anslås å holde seg lav det neste året, før den igjen tar seg opp. Arbeidsledigheten vil trolig øke noe. Inflasjonen anslås å avta og nærme seg målet på noe sikt.

Det er usikkerhet om den økonomiske utviklingen og hvor innstrammende renten nå virker. Dersom presset i økonomien vedvarer eller kronen blir svakere enn anslått, kan prisveksten holde seg høy lenger enn vi nå ser for oss. Da er komiteen beredt til å heve renten mer enn anslått i denne rapporten. Dersom vi får en kraftigere oppbremsing i norsk økonomi eller inflasjonen faller raskere, kan renten bli lavere enn vi nå ser for oss.

Komiteen besluttet enstemmig å sette styringsrenten opp med 0,25 prosentenheter til 4,25 prosent på møtet 20. september. Hvorvidt det blir nødvendig å heve renten videre, vil avhenge av den økonomiske utviklingen. Slik komiteen nå vurderer utsiktene og risikobildet, vil styringsrenten trolig settes opp en gang til, mest sannsynlig i desember.

Ida Wolden Bache
Pål Longva
Øystein Børsum
Ingvild Almås
Jeanette Fjære-Lindkjenn

20. september 2023

1. Internasjonal økonomi

Konsumprisveksten er på vei ned fra svært høye nivåer i mange land. Vi anslår at BNP-veksten hos handelspartnerne blir lav i år, og vekstutsiktene for neste år er svakere enn i junirapporten. Oljeprisen er høyere enn ved forrige rapport. Styringsrente-forventningene og langsiktige renter hos handelspartnerne har steget videre siden juni.

Underliggende konsumprisvekst ventes å avta fremover

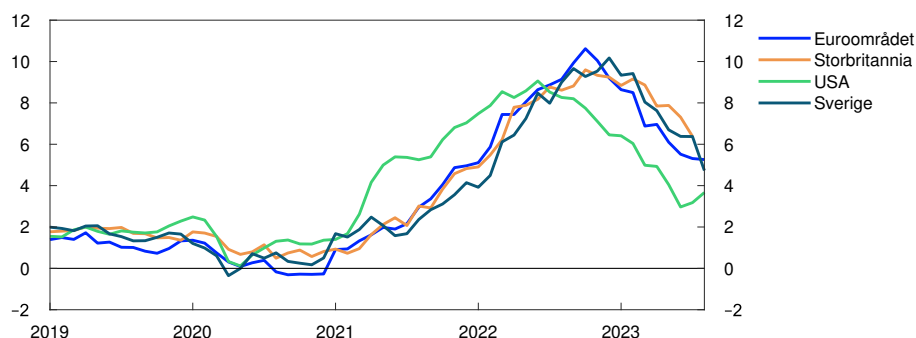
Pandemirelaterte forhold både på tilbuds- og etterspørselssiden og krigen i Ukraina har bidratt til høy inflasjon hos viktige handelspartnere siden høsten 2021.

Etter en topp i fjor sommer har samlet konsumprisvekst i USA kommet ned til 3,7 prosent, se figur 1.1. De siste månedene har også underliggende inflasjon falt, se figur 1.2. Den underliggende prisveksten i USA drives nå særlig av økte husleier, mens veksten i prisene på andre varer og tjenester er lav.

Også i Europa har samlet konsumprisvekst falt, men tolv måneders-veksten er fremdeles over 5 prosent. Den underliggende konsumprisveksten har holdt seg oppe. I Sverige inngår matvarer i målet på underliggende inflasjon, mens de er tatt ut for de andre landene. Dette bidrar til

Figur 1.1 Samlet konsumprisvekst er på vei ned

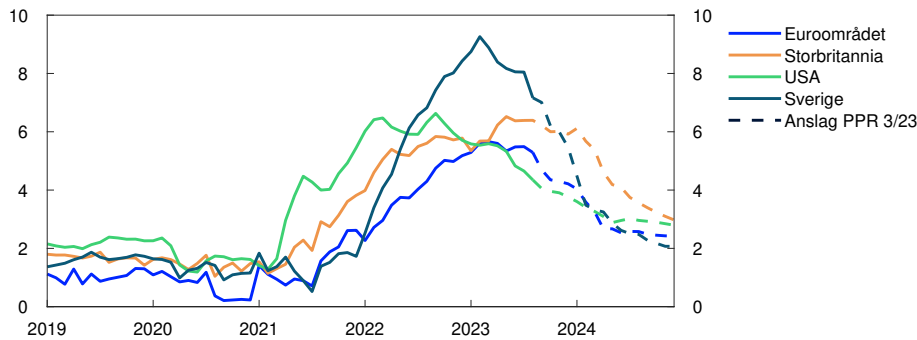
Konsumpriser. Tolv månedersvekst. Prosent



Kilde: Refinitiv Datastream

Figur 1.2 Underliggende konsumprisvekst ventes å avta fremover

Underliggende konsumpriser. Tolv månedersvekst. Prosent



Kilde: Refinitiv Datastream og Norges Bank

at den underliggende prisveksten i Sverige er høyere enn i de andre landene. De siste månedene har den underliggende prisveksten hos våre viktigste handelspartnere samlet sett vært om lag som anslått i juni-rapporten.

Vi venter at den underliggende prisveksten hos våre viktigste handelspartnere vil avta i høst og vinter. Kostnadene for å frakte varer kom i vår ned til nivåene fra før pandemien. Prisene på flere råvarer, som metaller, tekstiler og matvarer, er mye lavere enn i fjor, men er samlet sett lite endret de siste månedene. Også prisene på energi har i år vært mye lavere enn i fjor, men siden forrige rapport har spotprisen på olje økt med rundt 25 prosent. Oppgangen i fremtidsprisene er noe mindre. Utviklingen i energi- og råvarepriser er nærmere omtalt på [side 14](#). Lønnsveksten hos våre viktigste handelspartnere anslås samlet sett å øke til 5 prosent i år. Vi venter at lavere kapasitetsutnyttning bidrar til at lønnsveksten gradvis faller i årene fremover. Langsiktige markedsbaserte inflasjonsforventninger er nær inflasjonsmålene i både USA og euroområdet. Siden forrige rapport har de steget litt i både USA og euroområdet. Vi anslår en underliggende prisvekst for handelspartnerne samlet på 5,4 prosent i år, før den avtar til om lag 3 prosent neste år og til rundt 2 prosent i 2026. Utsikter til litt høyere lønnsvekst enn anslått i juni bidrar til at anslagene for underliggende prisvekst er litt oppjustert, særlig for Storbritannia.

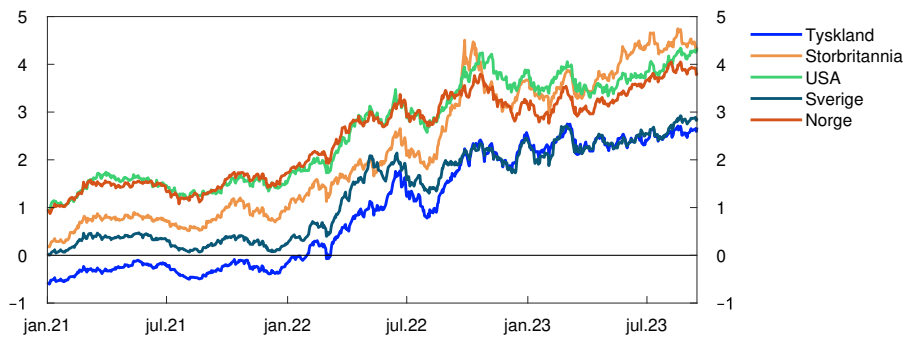
Høyere styringsrenteforventninger ute

Sentralbankene hos våre viktigste handelspartnere har hevet styringsrentene videre siden juni. Sentralbankene omtaler fremdeles prisveksten som for høy og legger vekt på at det er utviklingen i de økonomiske nøkkeltallene, og spesielt inflasjon og inflasjonsutsiktene, som vil avgjøre hvorvidt det er behov for å sette rentene videre opp.

Styringsrenteforventningene har steget videre siden juni-rapporten. De indikerer at styringsrentene ute vil holdes nær dagens nivå det neste året. I 2026 er styringsrenteforventningene rundt 3,5 prosent i USA og rundt 2,5 prosent i euroområdet.

Figur 1.3 Langsiktige renter i USA har steget

Renter på tiårs statsobligasjoner. Prosent



Kilde: Bloomberg

Langsiktige statsrenter har steget, særlig i USA, se figur 1.3. Aksjeindeksene hos våre viktigste handelspartnere er lite endret siden forrige rapport, mens kredittpåslagene for foretaksobligasjoner har falt litt.

Veksten ute holder seg trolig lav det neste året

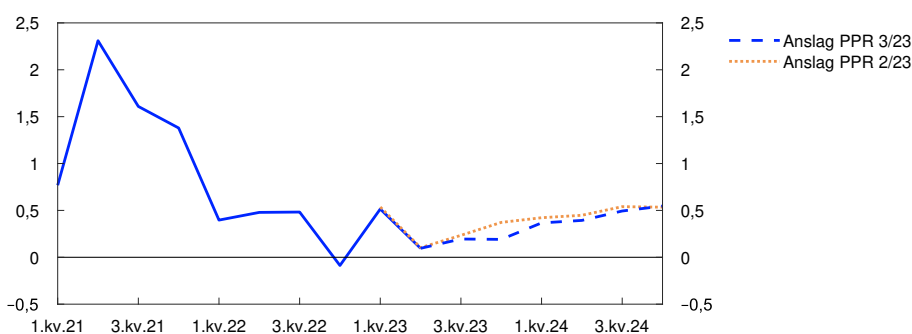
Hos våre viktigste handelspartnere er kapasitetsutnyttningen trolig nær et normalt nivå, men arbeidsledigheten holder seg lav. Vi venter lav BNP-vekst ute det neste året, se figur 1.4.

For handelspartnerne samlet var BNP-veksten i andre kvartal som anslått i junirapporten. Blant våre viktigste handelspartnere økte BNP mest i Kina og USA, mens det var et markert fall i aktivitetsnivået i Sverige.

I USA har økt konsumenttillit og høyere vekst i både husholdningenes forbruk og i boligsektoren trolig bidratt til god BNP-vekst i vår og sommer. Vi venter at de pengepolitiske innstramningene demper aktiviteten mer fremover, og anslår at veksten avtar fra slutten av året og holder seg lav neste år.

Figur 1.4 Svake vekstutsikter det neste året

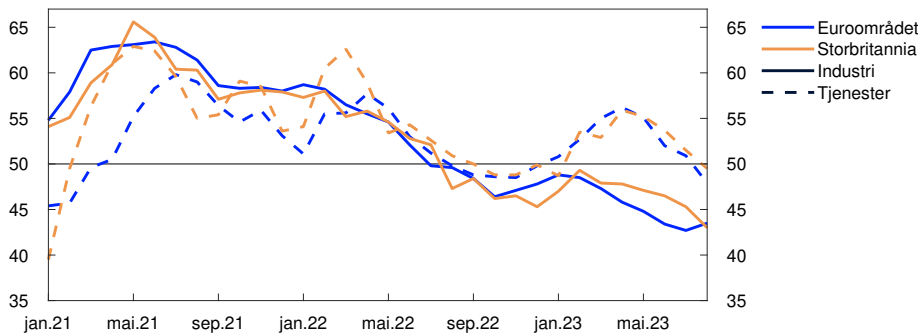
BNP handelspartnere. Kvartalsvekst. Prosent



Kilder: Refinitiv Datastream og Norges Bank

Figur 1.5 Aktivitetsindikatorer i Europa har falt

PMI. Industri og tjenester



Kilde: Refinitiv Datastream

I Kina var veksten litt høyere enn ventet i andre kvartal, men i boligmarkedet faller aktiviteten, og veksten i husholdningenes forbruk og bedriftenes investeringer er lav. Økt usikkerhet både i kjølvannet av pandemien og om Kinas forhold til USA og lav etterspørsel etter kinesiske varer fra både USA og Europa bidrar til at vekstutsiktene er svake. I motsetning til tidligere er myndighetene foreløpig tilbakeholdne med tiltak for å bedre økonomien. Dette skyldes trolig at gjeldsnivået i Kina allerede er høyt, spesielt blant lokale myndigheter, eiendomsutviklere og statseide selskaper. Anslagene for veksten i Kina er nedjustert både for i år og neste år sammenlignet med forrige rapport.

Høy prisvekst og økte renter bidrar til svak utvikling i europeiske husholdningers kjøpekraft og forbruk i år. Aktivitetsindikatorer for industri- og tjenestesektoren har falt og peker mot svært lav vekst i sommer og høst, se figur 1.5. Både husholdninger og foretak står overfor strammere utlånsbetingelser, og kredittveksten har falt markert. I tillegg bidrar økt oljepris og lavere etterspørsel fra Kina til å dempe veksten fremover.

Vi legger til grunn at styringsrentene endres i tråd med markedets renteforventninger, og at råvareprisene utvikler seg i tråd med fremtidsprisene. Etter hvert vil økt reallønn trolig løfte husholdningenes kjøpekraft. Økte forsvars- og energiinvesteringer i Europa vil trolig også løfte aktiviteten utover i prognoseperioden. I Storbritannia er det planlagt tilstramming i finanspolitikken. Vi anslår at BNP-veksten hos handelspartnerne avtar fra 3,4 prosent i 2022 til 1 prosent i 2023, før den tar seg litt opp igjen i 2024, se tabell 1 i vedlegget. Anslaget for 2024 er nedjustert fra forrige rapport.

Usikkerhet om den økonomiske utviklingen

Effektene av de pengepolitiske innstrammingene er usikre, både fordi renteøkningene har vært store og raske, og fordi mange land strammer inn samtidig. Økte kostnader for husholdninger og bedrifter kan føre til en svakere utvikling i forbruk og investeringer hos handelspartnerne enn vi nå anslår. Da vil også konsumprisveksten kunne komme raskere ned. På

den annen side kan husholdningene bruke mer av sine oppsparte midler, slik at veksten blir høyere enn ventet. Dersom lønsmottakerne kompenseres for den høye prisveksten i større grad enn vi anslår, eller bedriftene øker sine marginer, kan pris- og lønnsveksten bli høyere enn vi nå venter. Ved ytterligere store fall i aktiviteten i Kinas eiendomsmarked vil veksten i Kina trolig dempes mer enn vi nå anslår, og råvarepriser kan falle. Økte politiske spenninger mellom USA og Kina bidrar også til usikkerhet om den internasjonale utviklingen fremover. Det samme gjør den pågående krigen i Ukraina.

Prisen på olje har steget

Oljeprisen har steget, mens gassprisen er lite endret siden juni. Kraftprisene i Norge har falt.

Oljeprisen har steget siden juni og ligger rundt 95 dollar per fat, se figur 1.A. Oppgangen i prisen kan ses i sammenheng med at globalt oljeforbruk har fortsatt å hente seg inn etter pandemien. OPEC-pluss har opprettholdt kuttene i oljeproduksjonen fra juni, og Saudi-Arabia og Russland har innført egne ekstrakutt. Oljeproduksjonen utenfor OPEC-pluss, særlig i USA, øker mindre enn tidligere til tross for høyere oljepris. Oljelagrene ligger an til å falle resten av 2023.

Fremtidsprisene for olje ligger høyere enn de gjorde i juni, men indikerer fortsatt at oljeprisen vil falle noe fremover, se tabell 1.A. Hvis OPEC-pluss og Saudi-Arabia og Russland viderefører produksjonskuttene, kan oljelagrene falle betydelig og føre til høyere pris enn fremtidsprisene indikerer. På den annen side kan prisene bli lavere enn fremtidsprisene tilsier dersom utsiktene for verdensøkonomien svekkes mer enn anslått, spesielt hvis kinesisk økonomi bremser opp mer enn ventet.

TABELL 1.A Energi- og råvarepriser

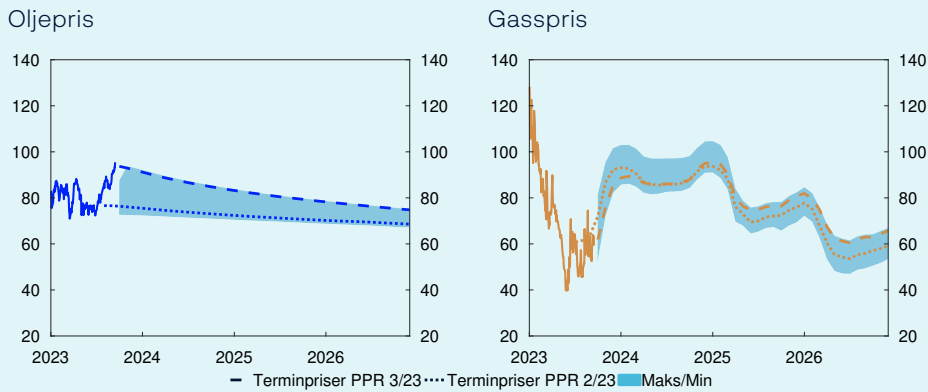
Prosentvis endring i anslag fra Pengepolitisk rapport 2/23 i parentes	Snittpris (2010–2019)	Faktiske priser og fremtidspriser ¹					
		2021	2022	2023	2024	2025	2026
Olje, USD/fat	80	71	101	84 (8)	86 (18)	80 (13)	76 (10)
Nederlandsk gass, USD/fat	40	87	205	71 (-5)	88 (-1)	81 (5)	67 (10)
Petroleum ² , USD/fat	63	85	163	78 (2)	88 (6)	82 (9)	72 (11)
Kull, euro/tonn	66	102	290	118 (4)	122 (18)	122 (21)	120 (19)
Utslippskvoter, euro/tonn	10	53	81	85 (-4)	85 (-11)	89 (-10)	92 (-10)
Tysk kraft, øre/kWh	36	106	258	123 (-8)	149 (-11)	138 (-6)	124 (4)
Nordisk kraft, øre/kWh	32	64	142	62 (-23)	58 (-26)	58 (-13)	52 (-4)
Kraft sør i Norge, øre/kWh	31	78	206	81 (-25)	83 (-23)	80 (-17)	74 (-8)
Kraft nord i Norge, øre/kWh	32	40	38	36 (-28)	32 (-22)	33 (-18)	36 (-10)
Aluminium, i tusen USD/tonn	1,9	2,5	2,7	2,2 (-3)	2,3 (-4)	2,4 (-3)	2,5 (-3)
Kobber, i tusen USD/tonn	6,8	9,3	8,8	8,6 (-1)	8,5 (-1)	8,5 (0)	8,6 (0)
Hvete, USD/tonn	210	202	331	244 (-4)	240 (-12)	252 (-8)	-
Mais, USD/tonn	183	143	271	228 (-8)	197 (-14)	201 (-4)	196 (-1)

¹ Terminpriser per 15. september 2023.

² 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.

Figur 1.A Høyere oljepriser, store variasjoner i gassprisene

USD/fat



Kilde: Refinitiv Datastream

Den europeiske referanseprisen for gass er lite endret siden juni. Gassforbruket i Europa har falt det siste året, og gasslagrene er nå høye for årstiden. Men Europa er avhengig av stabil import av gass fra andre land etter bortfallet av russisk gass siden sommeren 2022. Usikkerhet knyttet til eksport av gass fra Australia, en av verdens største LNG-eksportører, har ført til store svingninger i gassprisen de siste månedene, se figur 1.A.

Fremtidsprisene for gass mot vinteren viser oppgang fra dagens relativt lave nivåer, men er lavere enn ved junirapporten. Høye gasslagre kan dempe en prisoppgang dersom gassforbruket skulle ta seg opp, for eksempel i forbindelse med en kald vinter, eller at tilgangen på LNG til Europa reduseres. Fremtidsprisene lenger ut i tid har økt noe siden juni og er godt over historisk gjennomsnitt. Det skyldes trolig stor usikkerhet om den samlede tilgangen på gass til Europa i årene som kommer.

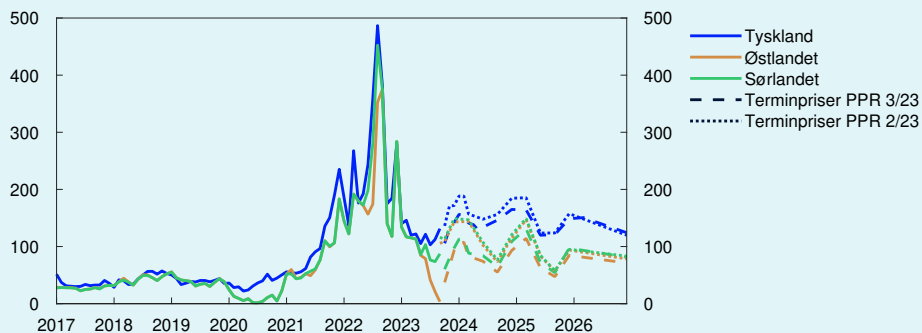
De europeiske kraftprisene har i stor grad fulgt utviklingen i gassprisene. Gasskraftverk har ofte vært den marginale produksjonsteknologien, slik at kostnaden ved gasskraftproduksjonen har satt kraftprisen. Med stadig høyere kapasitet for sol- og vindkraft vil det i færre timer være bruk for gasskraft som den marginale produksjonsteknologien. Kraftprisen kan da komme til å variere mye over korte perioder, avhengig av om gasskraft eller noe med lavere kostnader, som for eksempel sol og vindkraft, setter prisen. Fremtidsprisene på europeisk kraft indikerer en økning inn mot vinteren, men mindre økning enn i juni. Fremtidsprisene tilsier lavere priser fremover enn i 2022, men at de likevel blir liggende på et relativt høyt nivå historisk sett.

Kraftprisene på Øst- og Vestlandet har falt siden juni som følge av mye nedbør og økt fyllingsgrad i vannmagasinene. På Sørlandet har kraftprisen blitt holdt oppe av høy overføringskapasitet til utlandet, mindre nedbør og begrensinger i overføringskapasiteten mellom områdene i sør i Norge, se figur 1.B. Prisene nord i Norge er fortsatt relativt lave. Prisdifferansene sør i Norge ventes å utliknes utover høsten, slik som i 2022, og fremtidsprisene indikerer at kraftprisen vil øke inn mot vinteren. Vesentlig høyere fyllingsgrad i vannmagasinene har likevel medført at fremtidsprisene har falt sammenliknet med hva de indikerte i juni. Fremtidsprisene i nord er fremdeles lavere enn i sør.

Prisene på industrimetaller er lite endret siden juni. Fremtidsprisene indikerer litt høyere priser enn dagens nivå, og en del høyere enn i årene før pandemien. Nye stimulansetiltak i Kina har trolig bidratt til å understøtte prisene i det siste.

Figur 1.B Stor forskjell i kraftpris mellom Østlandet og Sørlandet på kort sikt

Øre/kWh



Kilde: Bloomberg, Refinitiv Datastream og Norges Bank

Prisene på globale jordbruksvarer har falt siden juni. Russland har trukket seg fra avtalen som sikret trygg transport av Ukrainsk korn via Svartehavet og har utført angrep på havner og kornlagre. Likevel er spot- og fremtidsprisene for hvete lavere enn i juni. Dette skyldes trolig rekordstore avlinger hos flere produsenter gjennom fjoråret.

Flom i viktige produksjonsområder har ført til at India har innført et eksportforbud på enkelte typer ris. Dette har løftet prisene i nærliggende markeder og er trolig en del av forklaringen på høyere fremtidspriser for ris sammenlignet med juni. Utviklingen i priser på jordbruksvarer fremover vil i større grad kunne påvirkes av klimaendringer og værfenomener som El Niño.

2. Finansielle forhold

De finansielle forholdene er strammere enn ved forrige rapport som følge av høyere styringsrente og høyere langsiktige markedsrenter. Vi venter at den gjennomsnittlige boliglånsrenten vil komme opp til om lag 5,7 prosent neste år. Kronkursen har vært litt sterkere enn anslått i forrige rapport.

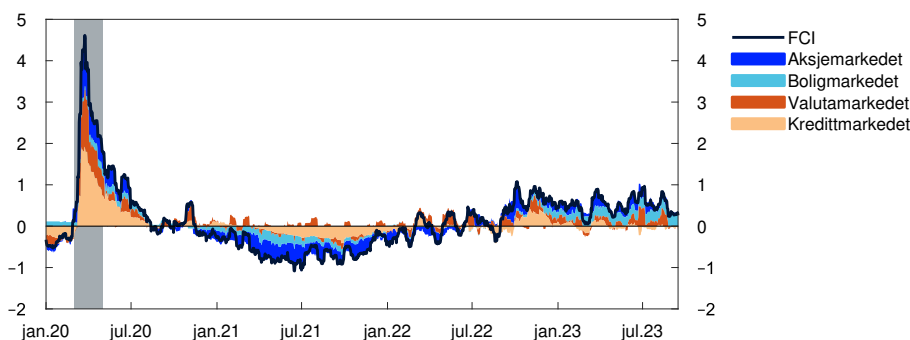
2.1 Styringsrenten og markedets renteforventninger

Markedets styringsrenteforventninger steg etter at styringsrenten ble hevet fra 3,25 til 3,75 prosent i juni. Forventningene steg ytterligere utover sommeren, blant annet etter at konsumpristallene for juni var høyere enn ventet, men falt siden noe tilbake. Beslutningen om å heve styringsrenten fra 3,75 til 4,0 prosent i august ga små markedsutslag. Samlet sett er markedets forventninger til styringsrenten de nærmeste årene høyere enn ved forrige rapport, men litt lavere enn prognosen for styringsrenten i denne rapporten.

Finansielle forhold oppsummerer finansieringsforholdene for banker, andre foretak og husholdninger. Høyere renter bidrar til at finansielle forhold er strammere enn de var i juni. Øvrige finansielle forhold, slik de

Figur 2.1 Litt lavere FCI enn i juni

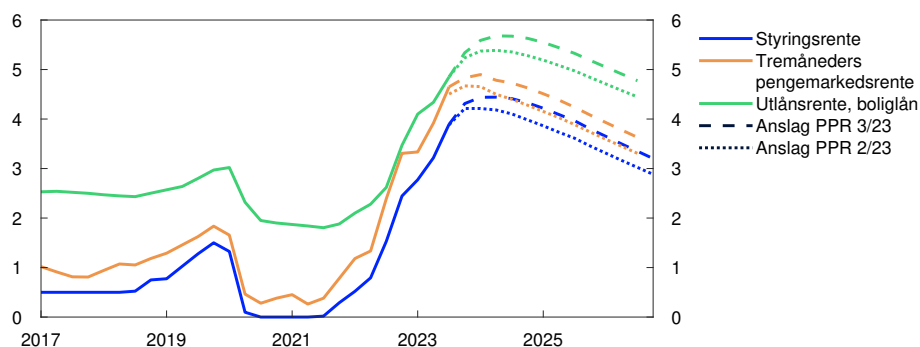
Indeks for finansielle forhold. Standardavvik fra gjennomsnitt



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

Figur 2.2 Høyere boliglånsrente for husholdningene

Renter. Prosent



Kilder: Refinitiv Datastream, Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

fanges opp i vår FCI, er litt lempeligere enn i juni, se figur 2.1. Nedgangen i FCI skyldes i hovedsak litt mindre volatilitet i valutamarkedet og oppgang i aksjemarkedet.

2.2 Rentene til husholdninger og foretak

Husholdningenes renter har steget videre

Ved utgangen av juli var gjennomsnittlig boliglånsrente 4,7 prosent, se figur 2.2. Den gjennomsnittlige boliglånsrenten inkluderer alle lån med både flytende og fast rente. Listepriiser for nye lån fra Finansportalen tyder på at boliglånsrentene har økt videre siden juli. Så langt har nær 90 prosent av oppgangen i styringsrenten siden høsten 2021 slått gjennom i den gjennomsnittlige boliglånsrenten. Fremover anslår vi at gjennomslaget fra styringsrenten til boliglånsrenten holder seg om lag som til nå i renteoppgangen. Prognosen for styringsrenten i denne rapporten innebærer at gjennomsnittlig boliglånsrente kommer opp i 5,7 prosent neste år, før den avtar noe fra 2025.

Gjennomslaget fra styringsrenten til innskuddsrenten for husholdninger avtok noe fra første til andre kvartal. Siden renteoppgangen startet høsten 2021 har den gjennomsnittlige innskuddsrenten for husholdninger økt om lag halvparten så mye som økningen i styringsrenten. I perioden fremover ventet vi at gjennomslaget fra styringsrenten til innskuddsrenten vil stige noe som følge av at konkurransen om innskudd fra husholdningene øker, blant annet fordi husholdningene tærer på sine oppsparte midler, se omtale i kapittel 3.1.

Høyere lånekostnader for foretak

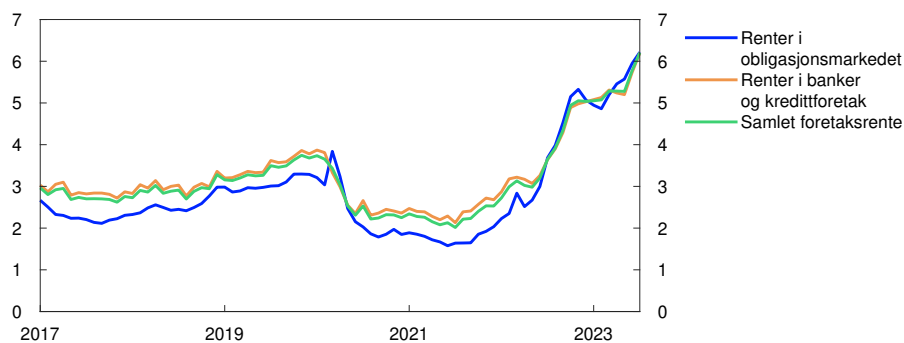
Renteoppgangen gir også økte lånekostnader for foretak. Ved utgangen av juli var renten på nye lån til foretak med flytende rente 6,2 prosent, målt som et veid gjennomsnitt av bank- og obligasjonsgjeld, se figur 2.3. Det var nær 1 prosentenheter høyere enn tre måneder tidligere.

Renten på banklån til foretak tar gjerne utgangspunkt i tremåneders Nibor pluss en margin som settes for den enkelte bedrift. Tremåneders

Figur 2.3 Renten på ny foretaksfinansiering har økt videre

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

Prosent



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

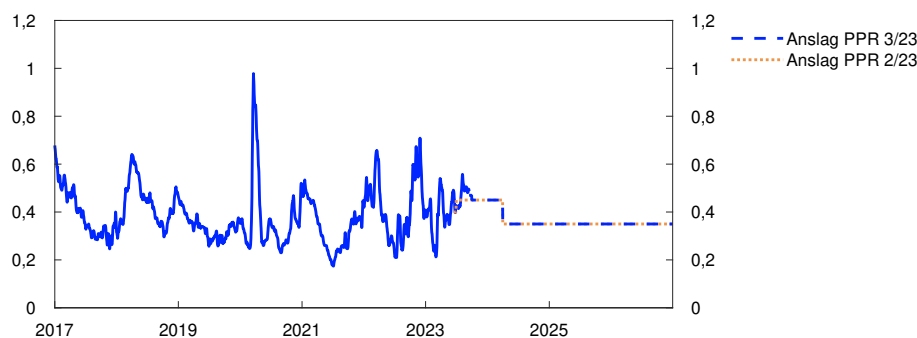
Nibor har steget siden juni, i hovedsak som følge av høyere styringsrente og forventninger om at den skal økes noe mer fremover. Nivået på Nibor påvirkes også av et risikopåslag som kommer i tillegg til forventet styringsrente. Så langt i tredje kvartal har dette påslaget i gjennomsnitt vært i underkant av en halv prosentenheter. Vi legger til grunn at påslaget blir liggende rundt dette nivået de nærmeste kvartalene før det avtar noe, se figur 2.4. Anslagene ligger nær markedets prising av dette påslaget frem i tid.

Den gjennomsnittlige marginen foretakene betaler utover Nibor for nye lån falt noe i andre kvartal. Samtidig indikerer Norges Banks utlånsundersøkelse at marginen på nye foretakslån var om lag uendret fra første til andre kvartal.

I obligasjonsmarkedet har risikopåslagene for ikke-finansielle foretak gjennomgående falt litt siden juni. Det samme gjelder for bankene, som synes å ha gode finansieringsvilkår i obligasjonsmarkedene. Finansieringsforholdene er mer krevende for foretak innen næringseiendom, der risikopåslagene har steget litt videre fra allerede høye nivåer. Det må ses i sammenheng med at økte renter svekker lønnsomheten til foretak innen

Figur 2.4 Noe lavere pengemarkedspåslag fremover

Pengemarkedspåslag. Prosentenheter



Kilder: Bloomberg og Norges Bank

næringseiendom og at salgsprisene på næringseiendom ventes å falle videre.

Langsiktige markedsrenter danner utgangspunkt for foretakslån med fast rente. Siden juni har de langsiktige swaprentene økt med nær 0,4 prosentenheter, til de høyeste nivåene på over ti år. Oppgangen må ses i lys av en lignende økning i andre land.

Foretak kan også finansiere seg i aksjemarkedet. Samlet sett har aksjekursene på Oslo Børs økt litt siden forrige rapport. Nye børsnoteringer er på lave nivåer historisk sett, mens aksjeemisjoner for allerede børsnoterte foretak ligger rundt nivåene fra før pandemien.

2.3 Kredittilgang for husholdninger og foretak

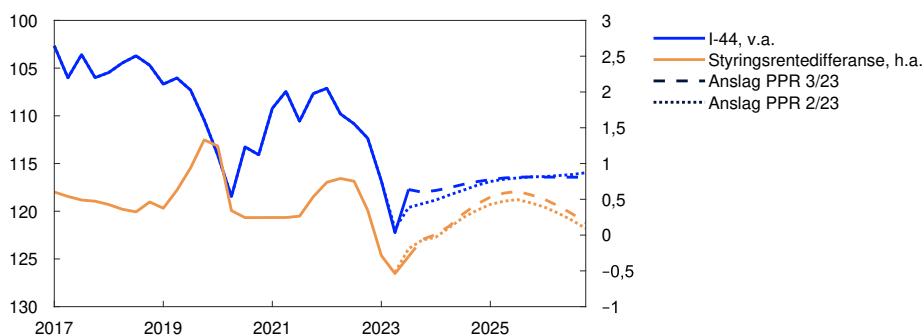
Kredittveksten til både ikke-finansielle foretak og husholdninger har avtatt det siste året. For husholdningene er veksten nå den laveste siden midten av 1990-tallet. Utviklingen skyldes trolig mindre etterspørsel etter lån etter hvert som renten har steget. Kredittverdige husholdninger og foretak synes fortsatt å ha god tilgang på kreditt. I Norges Banks utlånsundersøkelse for andre kvartal rapporterte bankene samlet sett om uendret kredittpraksis overfor husholdninger og ikke-finansielle foretak, med unntak av næringseiendomsforetak, der det var en ytterligere innstramming. Bankene har også tidligere rapportert om noe økt risiko for at låntakere innen næringseiendom bryter med vilkår i låneavtaler. Bankenes store eksponering mot næringseiendom er en viktig sårbarhet i det norske finansielle systemet, se [Finansiell stabilitet 2023 – 1. halvår](#).

2.4 Kronekursen

Målt ved den importveide indeksen I-44 styrket kronkursen seg gjennom juli, sammen med oppgang i rentedifferansen mot utlandet, oljeprisen og internasjonale aksjeindekser. Siden da har rentedifferansen og internasjonale aksjeindekser falt litt og kronkursen har svekket seg noe igjen. Kronen er nå vel 1 prosent sterkere enn ved forrige rapport. Så langt

Figur 2.5 Litt sterkere krone fremover

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



Kilder: Refinitiv Datastream og Norges Bank

i tredje kvartal har kronekursen i gjennomsnitt vært knapt 2 prosent sterkere enn vi anslo i juni.

Vi anslår at kronekursen styrker seg litt på kort sikt, i lys av at prognosen for styringsrenten i denne rapporten er noe høyere enn forventningene i markedet. Deretter anslås en moderat videre styrking som følge av at risikopremien på kronen ventes å falle noe. Anslagene for kronekursen utover i anslagsperioden er lite endret sammenlignet med forrige rapport, se figur 2.5.

3. Norsk økonomi

Konsumprisveksten er klart over målet på 2 prosent. Arbeidsledigheten er lav, men har steget litt den siste tiden.

Renten bidrar til å dempe aktiviteten i norsk økonomi. Vi venter at lavere kapasitetsutnyttning, svakere prisimpulser fra utlandet og lavere energipriser vil bidra til at prisveksten avtar og nærmer seg inflasjonsmålet på noe sikt. Arbeidsledigheten ventes å stige noe.

3.1 Produksjon og etterspørsel

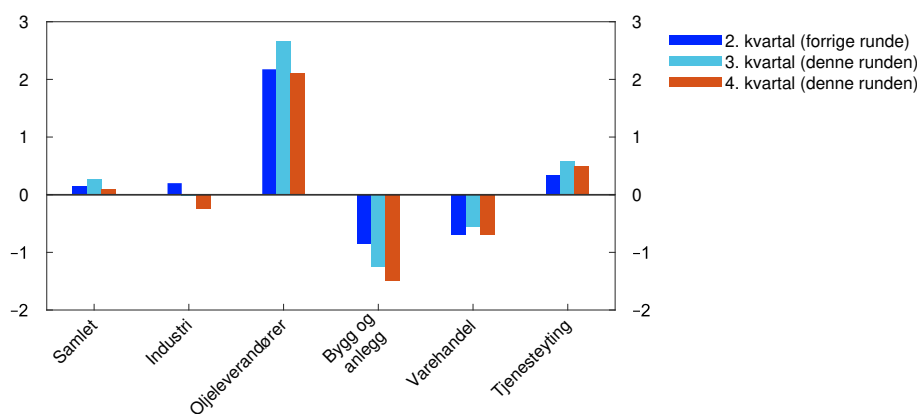
Lav vekst i fastlandsøkonomien

Etter god vekst i norsk økonomi gjennom 2022 har veksten avtatt så langt i år. BNP for Fastlands-Norge var nær uendret i andre kvartal og steg med 0,2 prosent i juli. Aktivitetsnivået har vært om lag som ventet ved forrige rapport.

Bedriftene i vårt regionale nettverk venter samlet sett svak vekst i produksjonen ut året, men det er store forskjeller mellom næringene, se figur 3.1. Høy aktivitet i norsk og utenlandsk petroleumsvirksomhet bidrar til at oljeleverandørene venter sterk vekst fremover. Også kontaktene innenfor tjenesteyting tror aktiviteten vil øke.

Figur 3.1 Store forskjeller mellom næringene

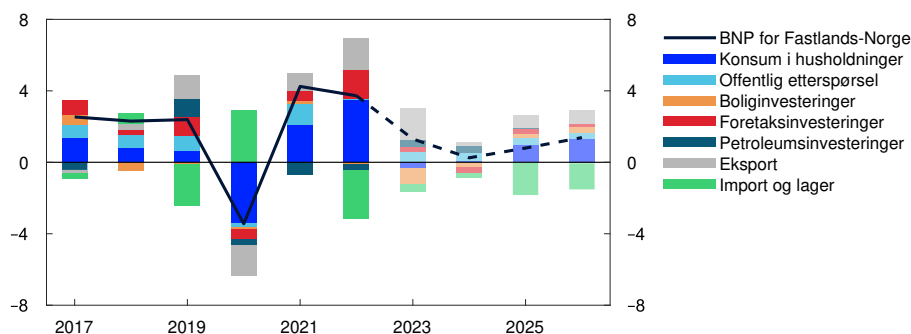
Forventet produksjonsvekst ifølge Regionalt nettverk. Sesongjustert. Prosent



Kilde: Norges Bank

Figur 3.2 Lavere vekst i norsk økonomi

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



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Flere næringer venter derimot at aktiviteten vil avta. Lav boligbygging bidrar til en nedgang i aktiviteten i bygge- og anleggsnæringen og i industrien. Varehandelsbedriftene venter nedgang i produksjonen, men noe mindre enn ved forrige rapport.

Vi anslår at norsk økonomi nådde konjunkturtoppen i andre halvdel av 2022. Vi venter at veksten tar seg litt opp de neste kvartalene. Prognosene for inneværende og neste kvartal er oppjustert litt fra forrige rapport og er i tråd med forventningene i Regionalt nettverk. Vi anslår at BNP for Fastlands-Norge øker med 1,3 prosent i år, se figur 3.2. Økte renter og høy prisvekst har dempet etterspørselen i norsk økonomi, og vi venter at husholdningenes konsum og boliginvesteringer faller i år. På den annen side bidrar høy aktivitet i petroleumsrettede næringer til å løfte aktiviteten både i år og neste år. Utsikter til en markert nedgang i foretaksinvesteringene bidrar til at vi anslår svak vekst i BNP for Fastlands-Norge i 2024. Offentlig etterspørsel ventes å løfte aktiviteten gjennom hele perioden. Mot slutten av prognoseperioden anslår vi at aktiviteten vil ta seg gradvis opp, i hovedsak som følge av høyere privat konsum. Anslagene for BNP for Fastlands-Norge for årene fremover er lite endret fra forrige rapport.

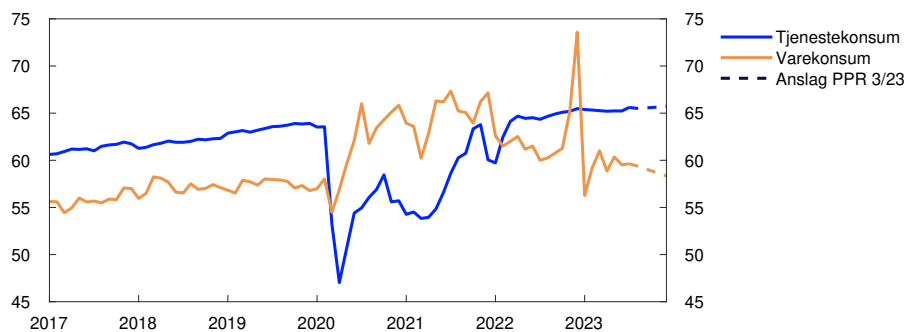
Høyere rente og prisvekst demper konsumet

Etter store svingninger rundt årsskiftet var det svak vekst i husholdningenes konsum i andre kvartal. Det er varekonsumet, og særlig husholdningenes bilkjøp, som har variert mye. Veksten i konsumet har dempet seg så langt i år, men konsumet har vært litt sterkere enn anslått. Varekonsumet har falt mindre enn anslått, mens veksten i tjenestekonsumet har vært litt høyere enn ventet, se figur 3.3. Korttransaksjonsdata indikerer at tjenestekonsumet holdt seg stabilt i september mens varekonsumet økte litt, se utdyping på [side 43](#).

Vi venter at redusert kjøpekraft vil føre til et fall i varekonsumet i år, mens tjenestekonsumet ventes å øke litt. Det er i tråd med informasjon fra bedriftene i Regionalt nettverk, der husholdningsrettede tjenesteytere venter økt etterspørsel, mens varehandelsbedriftene venter en markert nedgang den nærmeste tiden.

Figur 3.3 Husholdningene har redusert forbruket

Vare- og tjenestekonsum i husholdningene. Faste 2020-priser. Sesongjustert. Mrd. Kroner



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Høyere renteutgifter og utsikter til reallønnsnedgang vil føre til at husholdningenes disponible realinntekt faller med nær 2 prosent i år. I årene fremover ventet vi at husholdningenes lønnsinntekter vil vokse mer enn prisveksten, og bidra til vekst i husholdningenes disponible realinntekt fra og med neste år. Høyere kjøpekraft vil bidra til å løfte veksten i husholdningenes konsum. Samlet sett er anslagene på både husholdningenes konsum og disponibel realinntekt litt høyere enn ved forrige rapport.

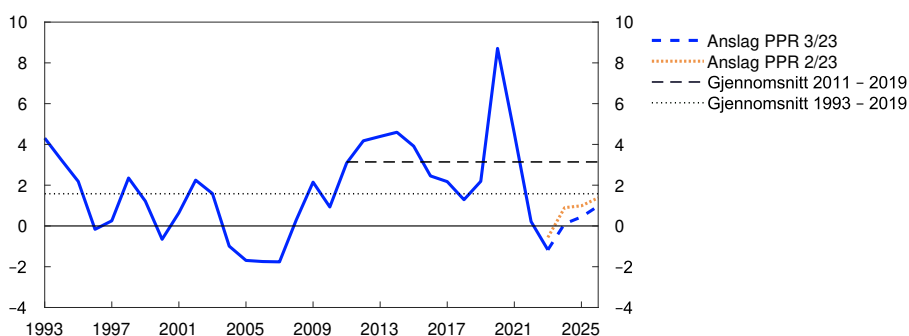
Etter historisk høy sparing under pandemien falt husholdningenes spare-rate markert i 2021 og 2022, se figur 3.4. Spareraten var negativ i andre kvartal i år og innebærer at husholdningene enten har tæret på oppsparte midler eller økt gjeldsopptaket for å opprettholde konsumet. Vi anslår at husholdningene vil redusere forbruket mindre enn nedgangen i inntekten ut året, men at spareraten vil øke igjen fra neste år.

Svak utvikling i boligpriser og boliginvesteringer

Etter svak vekst gjennom våren har boligprisene falt i sommer. Omsetningen i bruktboligmarkedet har vært om lag som normalt, mens antallet usolgte boliger økte. Boligprisene har utviklet seg svakere enn ventet.

Figur 3.4 Husholdningenes sparing er lav

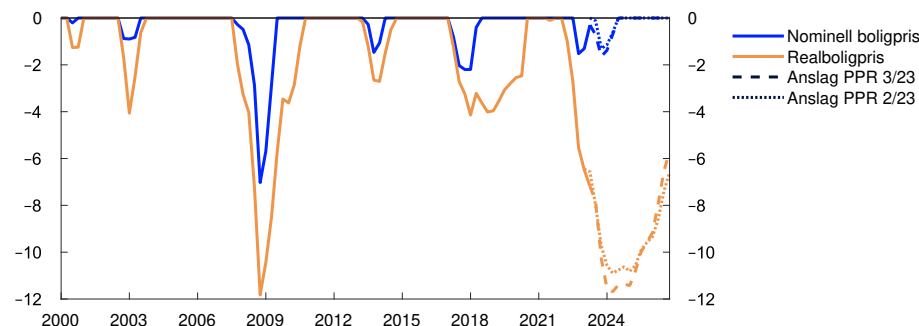
Husholdningenes sparerate uten aksjeutbytte. Prosent



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 3.5 Markert fall i realboligprisene

Fall i sesongjusterte boligpriser fra siste pristopp. Når grafen viser null stiger prisene. Prosent



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

Vi venter at boligprisene vil falle litt gjennom høsten i år. Det har blant annet sammenheng med høyere utlånsrenter og at det er mange usolgte boliger. Til neste år venter vi svak vekst i boligprisene før veksten vil ta seg opp i 2025 og 2026. Det må ses i sammenheng med lav boligbygging og at boliglånsrentene ventes å stabiliseres og etter hvert avta. Mens nedgangen i nominelle boligpriser trolig blir moderat sammenlignet med tidligere nedgangskonjunkturer, fører høy prisvekst til at realboligprisene vil falle betydelig, se figur 3.5. Anslagene på både nominelle boligpriser og realboligprisene er nedjustert på kort sikt fra forrige rapport.

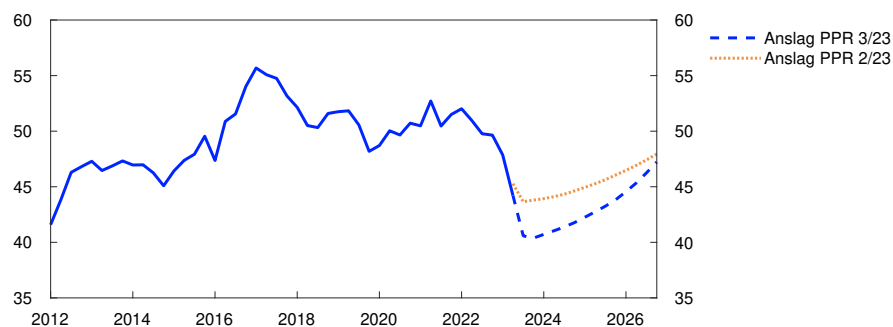
Boliginvesteringene avtok markert i andre kvartal og nedgangen fortsatte i juli. Svak utvikling i bruktboligprisene og høye byggekostnader har trolig bidratt til å redusere investeringene så langt i år. Nedgangen har vært litt større enn anslått i forrige rapport. Vi venter at boliginvesteringene fortsetter å falle litt fremover som følge av fortsatt svakt nyboligsalg og betydelig nedgang i igangsettingen av nye boliger, se figur 3.6. Lenger frem anslår vi at boliginvesteringene henter seg noe inn igjen, men anslagene er nedjustert fra forrige rapport.

Husholdningenes renteutgifter har økt mye

Styrrrenten har økt mye de siste to årene. Sammen med en høy gjeldsbelastning har det bidratt til en markert oppgang i hushold-

Figur 3.6 Nedgang i boliginvesteringene

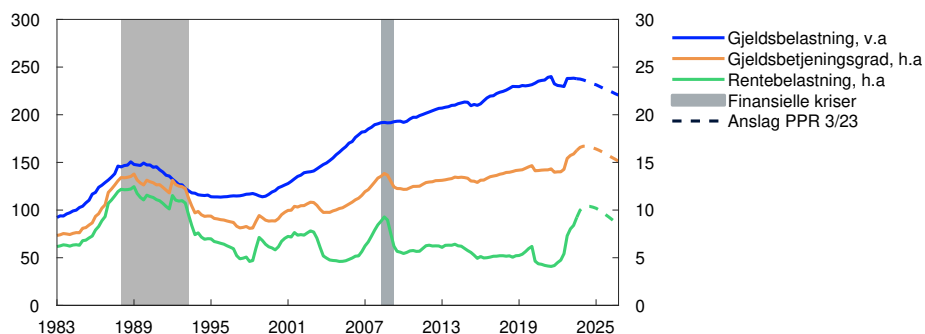
Boliginvesteringer. Faste 2020-priser. Sesongjustert. Mrd. kroner



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 3.7 Husholdningenes rentebelastning har økt

Prosent



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

ningenes renteutgifter, se figur 3.7. Høy gjeld kan gjøre husholdningene mer sårbare ved uventede svingninger i inntekt. Det fører også til at husholdningenes kjøpekraft påvirkes mer av rentehevinger enn når gjeldsgraden er lav. Utsikter til en noe høyere boliglånsrente gjennom neste år enn indikert i forrige rapport fører til at også husholdningenes renteutgifter øker noe mer. Våre analyser av hvordan renten påvirker ulike husholdninger, tilsier at de fleste husholdninger har økonomi til å tåle de økte renteutgiftene.¹ Men mange vil måtte stramme inn på konsumet når renteutgiftene blir en høyere andel av deres disponible inntekt.

Husholdningenes gjeldsopptak har avtatt den siste tiden. Lavere boligbygging og boligpriser ventes å dempe kredittveksten fremover. Anslagene på husholdningenes gjeldsopptak er nedjustert fra forrige rapport.

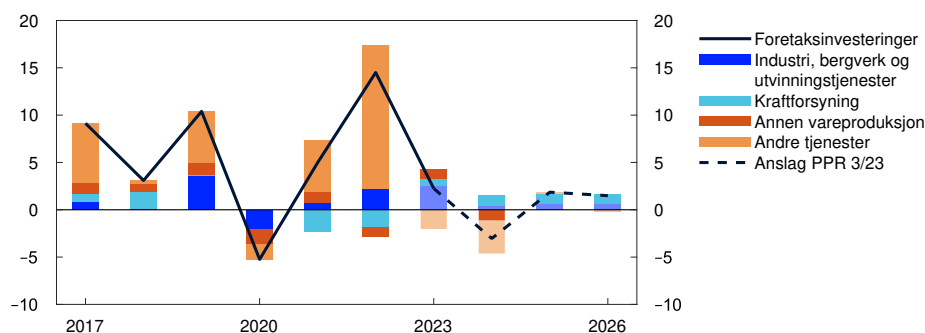
Lavere foretaksinvesteringer neste år

Foretaksinvesteringene steg markert i 2022. Det var særlig investeringene i tjenestesektoren som økte mye. Så langt i år har veksten avtatt, og vi anslår klart lavere vekst i foretaksinvesteringene i år og en nedgang neste

Figur 3.8 Lavere investeringer i tjenestesektoren

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

Prosentenheter

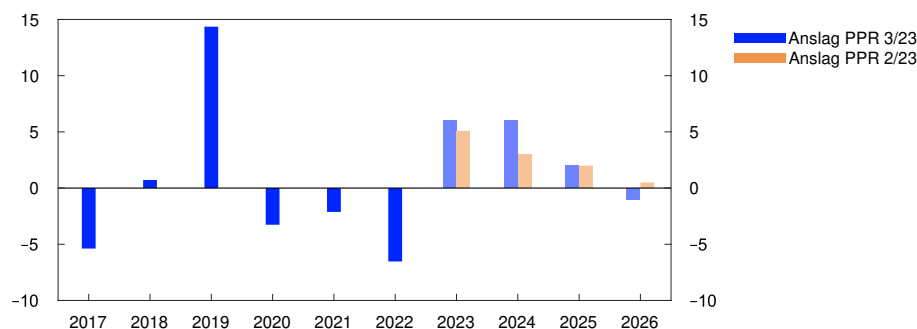


Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

¹ Lindquist, K.-G., H. Solheim og B.H. Vatne (2022). «Norske boligeiere har god gjeldsbetjeningssevne». Staff Memo 8/2022. Norges Bank.

Figur 3.9 Høyere petroleumsinvesteringer i årene fremover

Årsvekst. Prosent



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

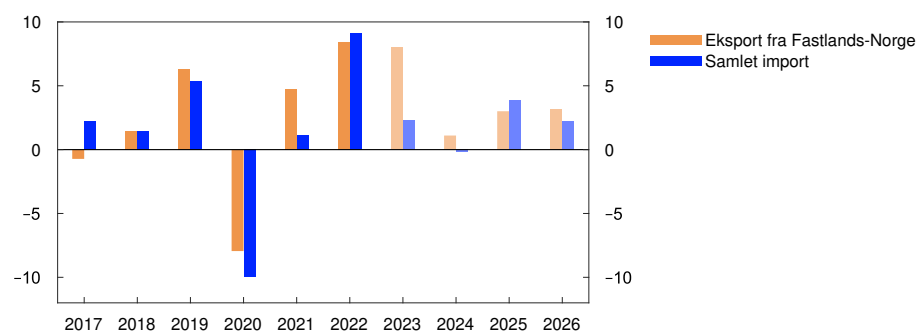
år, se figur 3.8. Sterk kostnadsvekst, høyere rente og avtakende lønnsomhet for mange bedrifter vil bidra til lavere investeringer fremover. Vi venter at investeringene innen tjenesteyting vil falle i år og neste år, i tråd med informasjon fra bedriftene i Regionalt nettverk. Klima- og energiomstillingen vil på den annen side føre til høyere investeringer innen industri og kraftforsyning fremover. Utsikter til lavere foretaksinvesteringer bidrar til å dempe etterspørselen etter kreditt. Anslagene på både foretaksinvesteringene og foretakskreditten er nedjustert fra forrige rapport.

Petroleumsinvesteringene falt sammenhengende fra 2019 til 2022. Fallet gjenspeiler i hovedsak at flere store utbygginger ble sluttført samtidig som det ble satt i gang relativt få nye utbyggingsprosjekter. Oljeskattepakken bidro imidlertid til at oljeselskapene leverte en rekke utbyggingsplaner mot slutten av fjoråret. Vi venter derfor at olje- og gassinvesteringene vil øke mye frem til midten av tiåret, se figur 3.9. Den anslåtte oppgangen er sterkere enn i forrige rapport. Det skyldes dels at terminprisene på olje og gass har økt siden juni, og dels at den siste investeringstillingen fra Statistisk sentralbyrå indikerer at investeringene vil bli høyere i år og neste år enn tidligere anslått.

Eksporten fra fastlandsbedriftene økte betydelig i 2022, se figur 3.10. Det var særlig reisetrafikk til Norge og eksport fra leverandører til olje, gass

Figur 3.10 Økt eksport fremover

Eksport og import. Årsvekst. Prosent



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

og fornybar energi som bidro til oppgangen. Vi venter at eksporten fra leverandørindustrien vil øke mye også i år, drevet av økte investeringer i global energiproduksjon. Den øvrige eksporten ser også ut til å øke mye, til tross for svak vekst hos våre handelspartnere. Anslagene på fastlands-eksporten er høyere enn i forrige rapport. Det gjenspeiler at eksporten var en del høyere i første halvår enn lagt til grunn i juni.

Normalisering av reisevaner gjennom økt grensehandel og reisetrafikk til utlandet bidro til at importen tok seg markert opp i 2022. Så langt i år har importen falt litt, og vi venter at svak etterspørsel fra husholdninger og en svakere krone i år vil dempe importveksten i år og neste år. Utover i prognoseperioden venter vi at importen tar seg opp i takt med høyere aktivitet i norsk økonomi. Anslagene på kort sikt er litt lavere enn ved forrige rapport.

Offentlig etterspørsel vil dempe nedgangen neste år

Etter vekst i offentlig etterspørsel gjennom 2022 har veksten fortsatt så langt i år. Det er særlig høy konsumvekst i kommuneforvaltningen som har bidratt til veksten i offentlig etterspørsel. Vi venter at veksten avtar noe i andre halvår og samlet vekst for offentlig etterspørsel i 2023 ser ut til å bli om lag som anslått i forrige rapport. Høy vekst i offentlig etterspørsel bidrar til å løfte aktivitetsnivået i norsk økonomi i år. Vi legger til grunn at veksten avtar de neste årene. Utsikter til lavere kapasitetsutnyttning bidrar isolert sett til å holde offentlig etterspørsel oppe.

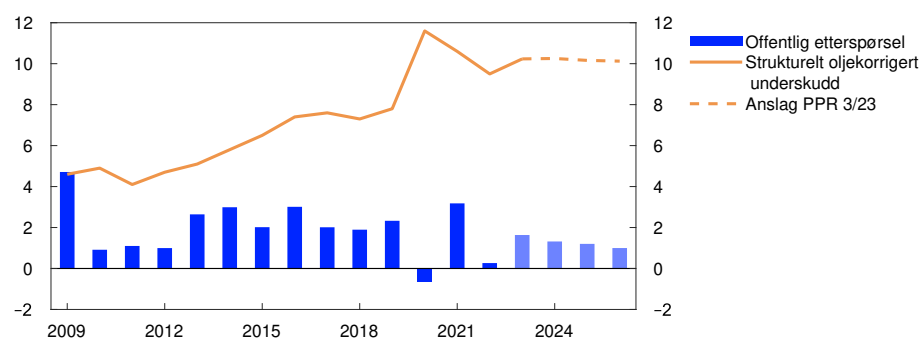
Etter en markert økning i oljepengebruken i 2020 har det strukturelle, oljekorrigert underskuddet som andel av trend-BNP avtatt noe de siste årene, se figur 3.11. Vi venter at underskuddet vil øke i år. I årene fremover legger vi til grunn at veksten i underskuddet vil avta litt. Anslaget på det strukturelle, oljekorrigerte underskuddet er lite endret siden forrige rapport.

Prognosene er usikre

Ifølge vårt regionale nettverk er det stor spredning i bedriftenes vurdering av utsiktene. Dette gjør det vanskelig å tolke vekstutsiktene for økonomien samlet. Det er også usikkerhet knyttet til husholdningenes tilpasning til økte konsumpriser, høyere renter og lavere boligpriser.

Figur 3.11 Utsikter til lavere vekst i offentlig etterspørsel

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



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Den siste tidens oppgang i styringsrenten har ennå ikke slått gjennom til rentene husholdningene står ovenfor, og vi er usikre på i hvor stor grad husholdningene vil tære på oppsparte midler for å opprettholde konsumet når kjøpekraften svekkes. Dersom boligprisene faller mer enn vi har lagt til grunn, kan husholdningenes konsum falle mer enn anslått.

SMART – System for modellanalyse i realtid

Empiriske modeller er et viktig verktøy i prognosearbeidet for norsk og internasjonal økonomi. System for modellanalyse i realtid (SMART) er Norges Banks plattform for prognosemodeller. I SMART vektet anslag fra et bredt sett av ulike modeller basert på deres historiske anslagssegenskaper. SMART-anslagene for BNP er nedjustert fra forrige rapport. Modellanslagene for KPI-JAE er oppjustert.

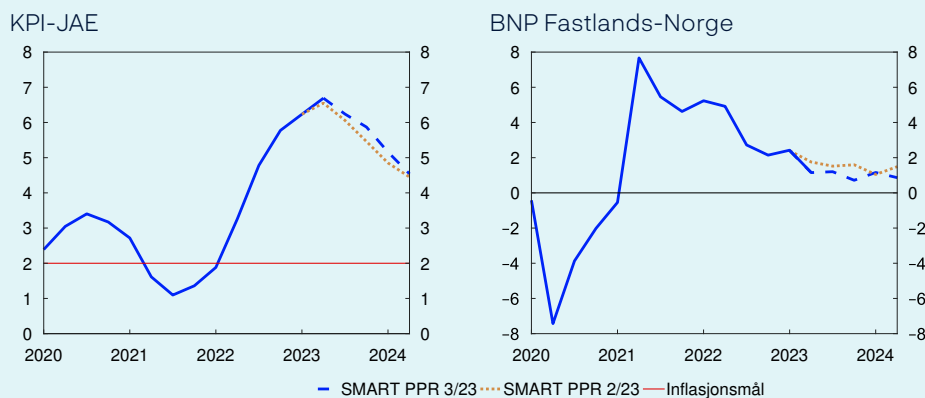
Den økonomiske litteraturen viser at sammenvekting av anslag fra flere modeller ofte treffer bedre enn anslag fra enkeltmodeller. I SMART vektet vi sammen anslag fra mange modeller for KPI-JAE og BNP Fastlands-Norge basert på hvor godt modellene tidligere har anslått den økonomiske utviklingen. Les mer om SMART i [Staff Memo 7/2023](#).¹ Modellanslag er et viktig verktøy for å vurdere utsiktene for norsk økonomi, men flere forhold kan bidra til at modellanslagene ikke er lik våre endelige prognoser. Avvik kan for eksempel skyldes skjønnsmessige vurderinger av drivkrefter som er annerledes nå enn de historiske sammenhengene tilsier. Avvikende anslag fra modellene både nå og ved tidligere rapporter innebærer også at endringen i modellanslaget siden forrige rapport ikke nødvendigvis er i samme retning som endringen i det endelige anslaget.

SMART-anslagene for prisveksten, målt ved firekvartalersveksten i KPI-JAE, er oppjustert fra forrige rapport, se venstre panel i figur 3.A. Modellsystemet anslår en firekvartalersvekst på henholdsvis 6,2 og 6,1 prosent i tredje og fjerde kvartal. Anslagene indikerer at den høyeste prisveksten ligger bak oss.

SMART-anslagene for BNP Fastlands-Norge er litt lavere enn i forrige rapport, se høyre panel i figur 3.A. SMART anslår en firekvartalersvekst på henholdsvis 1,2 prosent i tredje kvartal og 0,7 prosent i fjerde kvartal.

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

Firekvartalersvekst. Prosent

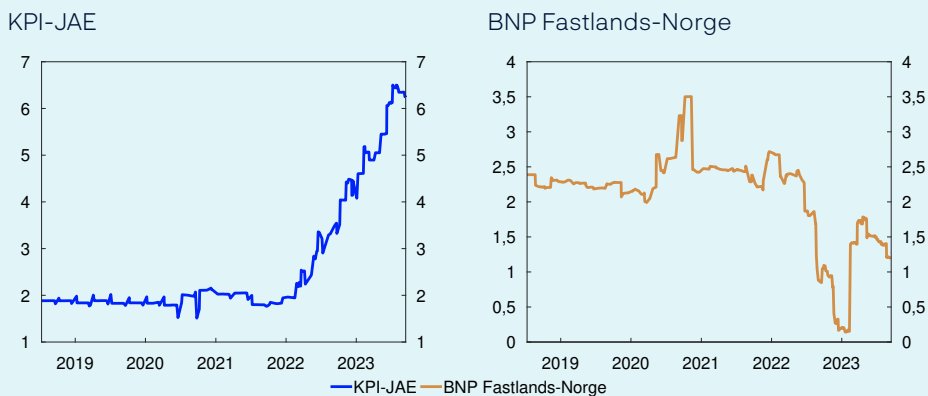


Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

¹ 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.

Figur 3.B SMART-anslag endrer seg over tid med ny informasjon

SMART-anslag for tredje kvartal 2023 ved ulike tidspunkt. Firekvartalersvekst. Prosent



Kilde: Norges Bank

Oppjusteringene av SMART-anslagene for KPI-JAE skyldes i stor grad at den faktiske prisveksten har vært høyere enn SMART-anslagene ved forrige rapport, se venstre panel i figur 3.B. Modellanslagene for tredje kvartal 2023 har blitt oppjustert mye siden begynnelsen av 2022, i takt med tiltagende prisvekst. Gjennom sommeren har det vært mindre endringer i modellanslagene, og ny informasjon har bidratt til en liten nedgang den siste tiden.

Nedjusteringen av SMART-anslagene for BNP for Fastlands-Norge skyldes i stor grad at aktiviteten kom inn svakere enn modellsystemet ventet i andre kvartal, se høyre panel i figur 3.B. Tilbake i tid har modellanslaget for veksten i tredje kvartal 2023 variert, og siden begynnelsen av året har anslaget løftet seg en god del.

3.2 Arbeidsmarkedet

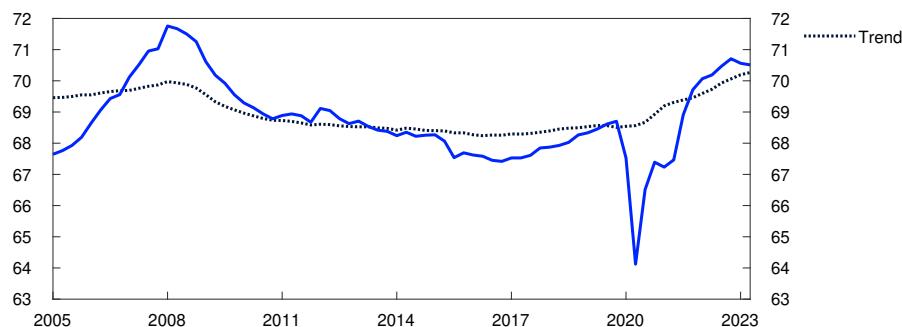
Arbeidsmarkedet er stramt

Ledigheten er fortsatt lav, og en høy andel av befolkningen er i jobb, se figur 3.12. Samtidig er det tegn til at presset i arbeidsmarkedet avtar. Veksten i sysselsettingen har falt gjennom første halvår i år, etter en markert oppgang gjennom fjoråret. Andelen av befolkningen som er i jobb har også avtatt litt. Sysselsettingen har likevel vært litt høyere enn vi anslo i forrige rapport, og i andre kvartal var det 47 000 flere i jobb enn på samme tid i fjor. Så langt i år har sysselsettingen økt mer enn produksjonen, slik at produktiviteten har gått ned.

Ledigheten har økt litt siden forrige rapport, i tråd med anslagene. I august var 54 600 personer registrert som helt ledige, og justert for normale sesongvariasjoner utgjorde ledigheten 1,9 prosent av arbeidsstyrken. Etter at ledigheten begynte å stige i fjor sommer, har det særlig blitt flere ledige innen bygg og anlegg. Også innen de fleste andre yrker har ledigheten økt noe. En del av økningen skyldes at flere ukrainere har kommet inn på arbeidsmarkedet det siste året.

Figur 3.12 En høy andel av befolkningen er i jobb

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



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Som følge av at det både er litt flere ledige og flere som er i jobb enn i fjor, har det samlede tilbudet av arbeidskraft økt. Det gjenspeiler blant annet at det har kommet flere innvandrere og litt flere arbeidstakere på korttidsopphold til Norge i løpet av det siste året.

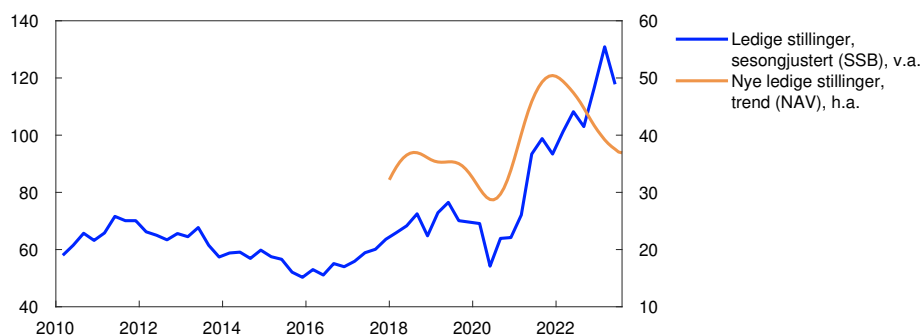
Høy etterspørsel etter arbeidskraft

Etterspørselen etter arbeidskraft er høy, selv om den viser tegn til å avta. Ifølge Statistisk sentralbyrås utvalgsundersøkelse falt antall ledige stillinger markert i andre kvartal, men det er fortsatt mange ledige stillinger, se figur 3.13. NAVs statistikk viser samtidig at antallet nye ledige stillinger falt videre de siste månedene og er nær nivået fra før pandemien. At tilstrømmingen av nye ledige stillinger er avtakende, tilsier at også beholdningen av ledige stillinger trolig vil gå videre ned fremover.

Andelen bedrifter i vårt regionale nettverk som melder om knapphet på arbeidskraft var lite endret fra andre til tredje kvartal og er fortsatt litt høyere enn normalt, se figur D på [side 7](#). Siden i fjor vår har andelen falt mye. Nivået er klart lavere i de fleste næringer, men det har særlig blitt lettere å rekruttere innen bygg og anlegg.

Figur 3.13 Færre ledige stillinger

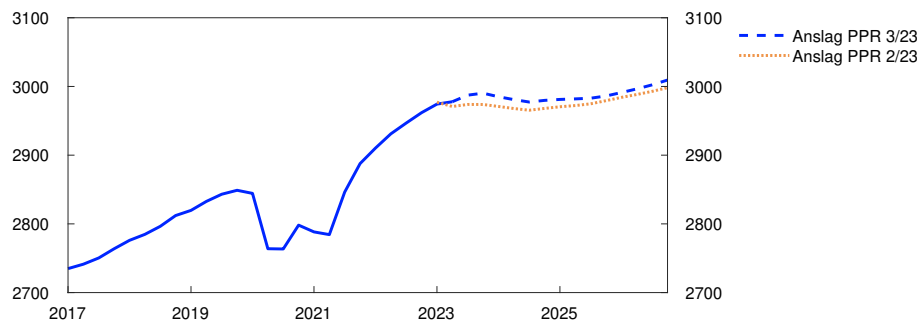
Antall ledige stillinger i 1000



Kilder: NAV, Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 3.14 Svak vekst i sysselsettingen fremover

Antall sysselsatte i 1000. Sesongjustert



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Utsikter til økt ledighet

Høy etterspørsel etter arbeidskraft indikerer at sysselsettingen vil øke videre den nærmeste tiden, se figur 3.14. Registerstatistikken tyder på at sysselsettingen steg videre i juli, og bedriftene i vårt regionale nettverk venter at sysselsettingen vil fortsette å stige frem mot årsskiftet. Norges Banks forventningsundersøkelse indikerer at veksten i sysselsettingen etter hvert vil avta. Utsikter til lav vekst i norsk økonomi tilsier at sysselsettingen vil avta litt neste år. Deretter fører høyere aktivitetsvekst til at sysselsettingen igjen begynner å øke.

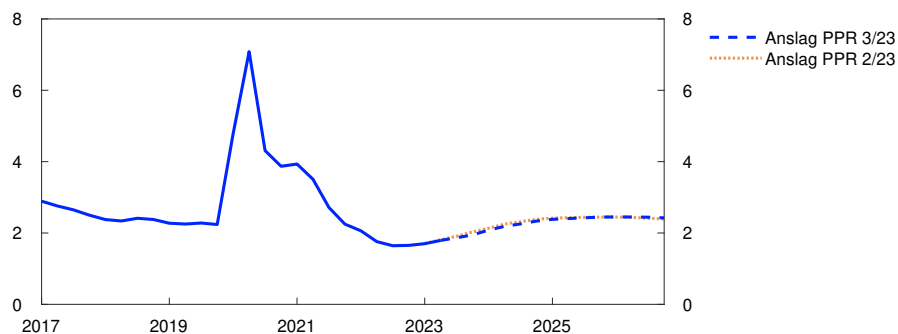
Antall arbeidstakere på korttidsopphold har økt litt, om lag som ventet. I andre kvartal var det nesten 3000 flere arbeidstakere på korttidsopphold enn på samme tid i fjor. De kommende årene ser vi for oss at antallet vil øke noe videre. At kronekursen har svekket seg det siste året kan bidra til å dempe oppgangen i antall arbeidstakere på korttidsopphold, men det er stor usikkerhet om hvor stor denne effekten vil være.

Som følge av krigen i Ukraina har antall ukrainere i Norge økt markert, og norske myndigheter anslår at antallet ukrainere vil øke videre neste år. Det vil trolig ta noe tid før hoveddelen av denne gruppen kommer inn i arbeidsmarkedet.

Med utsikter til svak vekst i sysselsettingen de nærmeste årene venter vi at arbeidsledigheten vil ta seg noe opp. Vi anslår at ledigheten vil øke til om lag 2,4 prosent i løpet av de neste par årene og deretter holde seg nær dette nivået ut prognoseperioden, se figur 3.15. Ledigheten vil da være litt over nivået fra de siste årene før pandemien. Anslagene for ledigheten er litt nedjustert fra forrige rapport i år og neste år, men er deretter lite endret.

Figur 3.15 Utsikter til litt høyere ledighet

Registrert ledighet som andel av arbeidsstyrken. Sesongjustert. Prosent



Kilder: NAV og Norges Bank

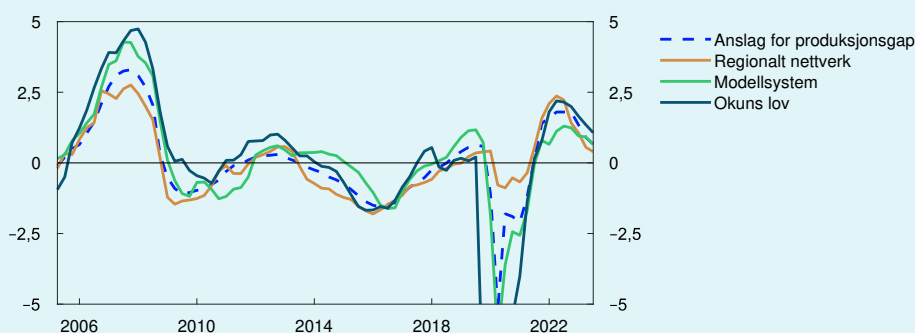
Kapasitetsutnyttningen avtar

Vi venter at kapasitetsutnyttningen vil avta fremover og komme under et normalt nivå i løpet av neste år. Deretter er det utsikter til at kapasitetsutnyttningen vil være lavere enn normalt, men at den øker litt i 2026.

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 (BNP for Fastlands-Norge) og produksjonspotensialet i fastlands-økonomien. Produksjonspotensialet avgjøres av produktivitetsutviklingen og sysselsettingspotensialet. Den potensielle sysselsettingen kan tolkes som det høyeste nivået på sysselsettingen som kan opprettholdes over tid uten at lønns- og prisveksten tiltar. Produksjonspotensialet og produksjonsgapet kan ikke observeres og må derfor anslås. Vårt anslag på produksjonsgapet bygger på en samlet vurdering av en rekke indikatorer og modeller, der vi særlig legger vekt på utviklingen i arbeidsmarkedet.

Figur 3.C Lavere kapasitetsutnyttning blant bedriftene

Prosent



Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Etter vår vurdering steg kapasitetsutnyttningen inn i fjoråret og holdt seg godt over et normalt nivå gjennom året, se figur 3.C. I denne perioden var arbeidsledigheten lav, det var mange ledige stillinger og en høy andel av bedriftene i vårt regionale nettverk meldte om kapasitetsproblemer. Samtidig tiltok lønnsveksten.

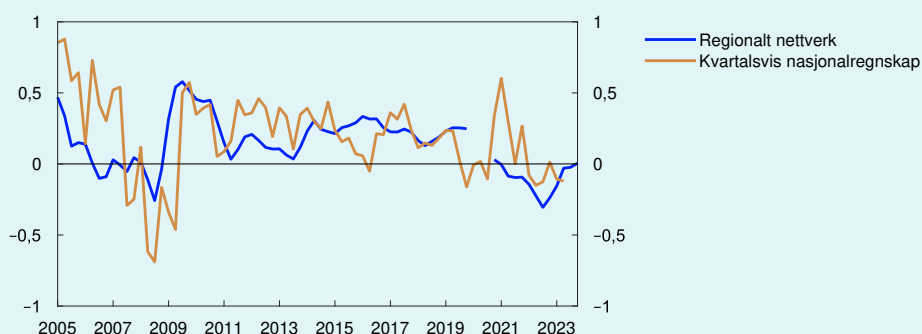
Så langt i år er det flere tegn til at kapasitetsutnyttningen har avtatt. Veksten i norsk økonomi falt gjennom første halvår. I tredje kvartal meldte færre bedrifter i Regionalt nettverk om kapasitetsproblemer. I tillegg har arbeidsledigheten økt litt, og antall ledige stillinger har falt. Samtidig anslår vi nå en mindre nedgang i kapasitetsutnyttningen gjennom 2023 enn i forrige rapport. Det må ses i lys av at sysselsettingen er høyere enn anslått, og både registertall og kontaktene i regionalt nettverk indikerer videre oppgang i sysselsettingen frem mot årsskiftet. Videre var andelen bedrifter i Regionalt nettverk som meldte om knapphet på arbeidskraft lite endret i tredje kvartal. Vårt modellsystem for å anslå produksjonsgapet, som er basert på informasjon om blant annet BNP for Fastlands-Norge, arbeidsledighet, lønnsvekst og innenlandsk prisstigning, indikerer noe nedgang i kapasitetsutnyttningen i tredje kvartal. Vår samlede vurdering er at produksjonsgapet avtar til 0,7 prosent i tredje kvartal.

Fremover venter vi at produksjonsgapet avtar videre og når en bunn på -0,9 prosent ved utgangen av 2025. Utsikter til nedgang i husholdningenes konsum og lavere boliginvesteringer vil bidra til nedgangen. Anslagene for kapasitetsutnyttningen er litt oppjustert for i år og neste år, og er deretter lite endret.

De siste årene har produktivitetsutviklingen vært svak, se figur 3.D. Produktiviteten har utviklet seg svakt i de fleste næringer. Svakere produktivitet enn ventet gjør at vi har nedjustert anslaget på økonomiens produksjonspotensial litt i år, se tabell 3.A. Utsikter til litt høyere befolkningsvekst har ført til at vi har oppjustert anslaget på produksjonspotensialet fremover.

Figur 3.D Regionalt nettverk indikerer svak produktivitetsutvikling

Produktivitet. Kvartalsvekst. Glidende snitt. Prosent



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

TABELL 3.A Produksjon og produksjonspotensial¹

Endring i anslag fra Pengepolitisk rapport 2/23 i parentes	Prosentvis endring fra foregående år					
	1995–2009	2010–2022	2023	2024	2025	2026
BNP for Fastlands-Norge	3,1	2,0	1,3 (0,1)	0,3 (0,1)	0,8 (-0,1)	1,4 (0,0)
Produksjonspotensialet	3,1	1,8	2,2 (-0,1)	1,4 (0,1)	1,3 (0,0)	1,4 (0,1)
Sysselsettingspotensialet	0,8	1,1	1,5 (0,1)	0,7 (0,2)	0,7 (0,0)	0,7 (0,1)
Underliggende produktivitetsvekst	2,3	0,6	0,7 (-0,2)	0,6 (-0,1)	0,6 (0,0)	0,6 (0,0)

¹ Bidraget fra veksten i sysselsettingspotensialet og produktiviteten summerer ikke nødvendigvis eksakt til veksten i produksjonspotensialet grunnet avrunding.

3.3 Priser og lønninger

Fortsatt høy prisvekst

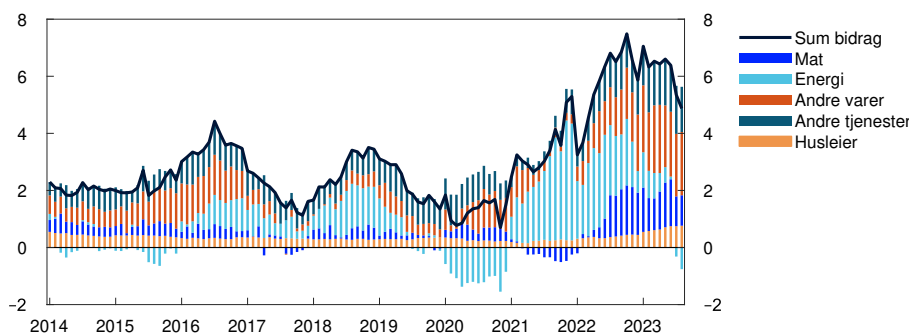
Prisveksten har avtatt gjennom sommeren, men er fortsatt klart høyere enn inflasjonsmålet på 2 prosent. I august var konsumprisindeksen (KPI) 4,8 prosent høyere enn samme måned i fjor. Det var 1,3 prosentenheter lavere enn anslått i forrige rapport og skyldes i hovedsak at energiprisene har vært lavere enn ventet.

I 2021 var det en markert oppgang i energipriser som bidro til høyere prisvekst, se figur 3.16. Gjennom 2022 økte også matvareprisene mye. Veksten i både varepriser og tjenestepriker har holdt seg høy i 2023. Den markerte oppgangen i energi- og råvarepriser i 2021 og deler av 2022 har bidratt til oppgangen i vare- og tjenestepriker den siste tiden, se utdyping på [side 45](#). Siden nyttår har også prisveksten på husleier, som normalt er en treg størrelse med stor vekt i KPI, tatt seg tydelig opp.

Underliggende prisvekst har samlet sett avtatt siden forrige rapport. Tolvmånedersveksten i KPI justert for avgiftsendringer og uten energi-varer (KPI-JAE) avtok til 6,3 prosent i august, se figur 3.17. Det var om lag som anslått ved forrige rapport. Også andre indikatorer for under-

Figur 3.16 Prisveksten er bredt basert

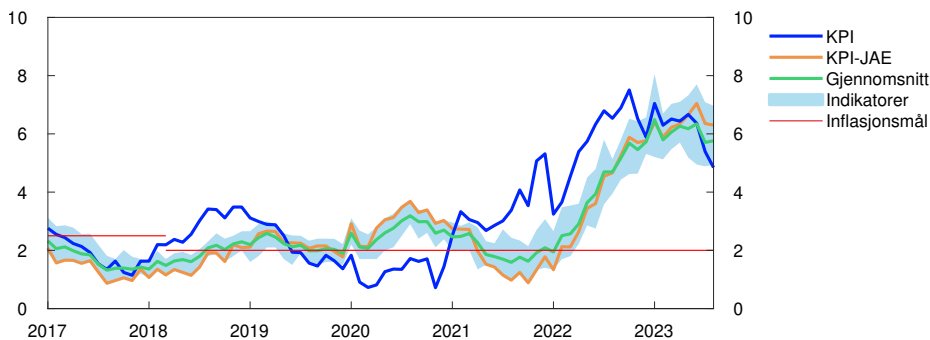
KPI. Tolvmånedersvekst. Prosent. KPI fordelt på undergrupper. Prosentenheter



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 3.17 Underliggende prisvekst er høy

KPI og indikatorer for underliggende inflasjon. Tolvmånedersvekst. Prosent



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

liggende inflasjon har falt i sommer, og gjennomsnittet av indikatorene er nå lavere enn veksten i KPI-JAE.

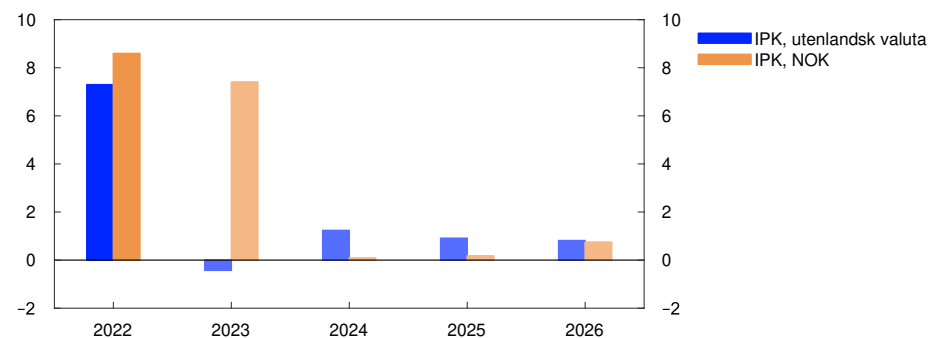
Prisimpulser fra utlandet avtar

Prisveksten på importerte varer har holdt seg høy gjennom sommeren. Det må ses i sammenheng med at kronekursen svekket seg gjennom første halvår. Importert prisvekst har vært høyere enn anslått i forrige rapport.

Etter en sterk økning i internasjonale fraktpriser etter pandemien er kostnaden ved å frakte varer nå tilbake på normale nivåer. Prisene på energi og andre råvarer har også falt. Sammen med avtakende prisvekst på varer vi importerer fra våre handelspartnere bidrar dette til svakere prisimpulser fra utlandet, se figur 3.18. Svekkelsen i valutakursen gjennom våren bidrar derimot til at impulsene på norske konsumvarer holder seg oppe i 2023. De neste årene anslår vi at importert prisvekst vil avta, og bidra til å trekke ned samlet prisvekst. Anslagene er litt høyere enn i forrige rapport.

Figur 3.18 Utlandet vil trekke prisveksten ned

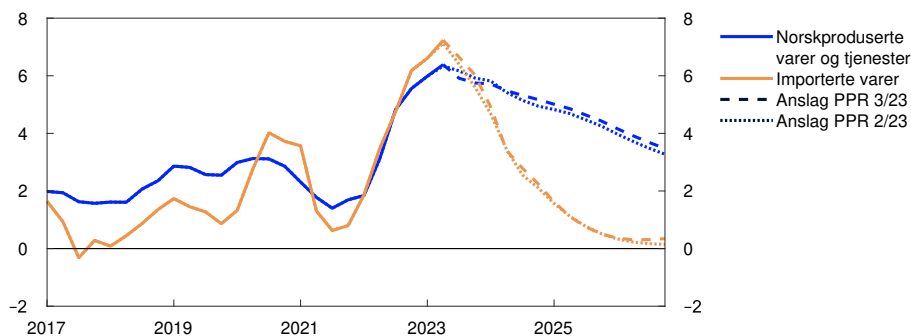
Internasjonale prisimpulser til importerte konsumvarer (IPK) inkludert frakt i norsk og utenlandsk valuta. Årsvekst. Prosent



Kilder: Refinitiv Datastream og Norges Bank

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

Innenlandske forhold holder prisveksten oppe

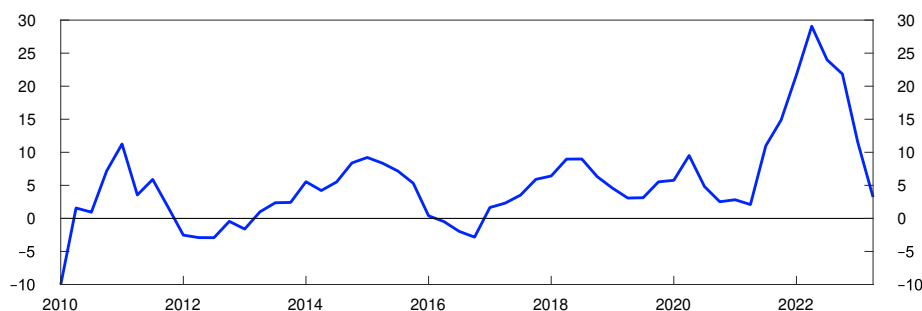
Prisveksten på norskproduserte varer og tjenester har steget mye de siste årene, se figur 3.19. Dette henger sammen med at prisene på inn-satsvarer har økt mye, og at lønnsveksten har tiltatt samtidig som produktivitetsveksten har vært lav. De siste månedene har prisveksten på norskproduserte varer og tjenester avtatt og vært lavere enn anslått i forrige rapport.

Gjennom fjoråret bidro høye strømpriser til å øke kostnadene for bedriftene. Nå har strømprisene falt. Det reduserer kostnadene og vil bidra til å dempe den innenlandske prisveksten fremover (se utdyping i [Pengepolitisk rapport 3/2022](#) om hvordan kraftpriser påvirker bedriftenes kostnader og konsumprisene). Prisveksten på importert vareinnsats har også avtatt markert fra fjorårets høye nivåer, se figur 3.20. Dette vil trolig også bidra til å dempe den innenlandske prisveksten fremover. Utsikter til lavere kapasitetsutnyttning trekker også i retning av lavere prisvekst.

På den annen side ser vi tegn til at andrerundeeffekter i form av høyere lønnskostnader og driftsmarginer i økende grad har bidratt til prisveksten den siste tiden, se utdyping på [side 45](#). Fremover venter vi at slike

Figur 3.20 Prisveksten på vareinnsats har falt

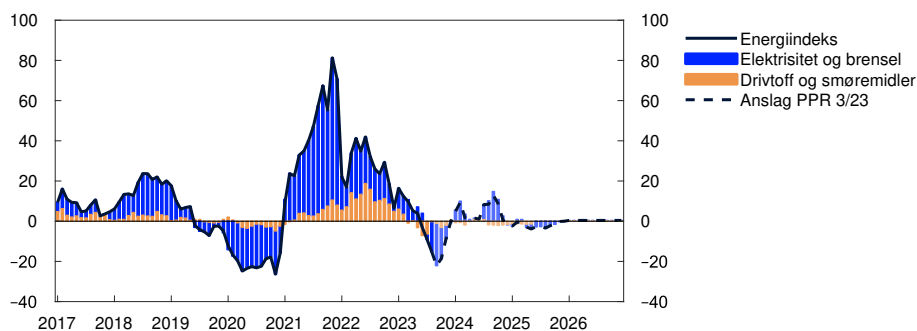
Firekvartalersvekst. Prosent



Kilde: Statistisk sentralbyrå

Figur 3.21 Elektrisitet og brensel trekker ned energiprisveksten i 2023

Energiindeks. Tolv månedersvekst. Prosent. Bidrag til vekst i energiindeks. Prosentenheter



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

andrerundeeffekter vil bidra til at prisveksten avtar saktere enn bortfallet av de opprinnelige prisimpulsene. Vi anslår at prisveksten på norskproduserte varer og tjenester vil avta resten av året og inn i neste år. Fra midten av neste år er anslagene for prisveksten på norskproduserte varer og tjenester litt høyere enn forrige rapport, se figur 3.19. Dette kan særlig ses i sammenheng med litt høyere utsikter til lønnsveksten fremover.

Trolig har vi nå inflasjonstoppen bak oss. Vi venter at veksten i KPI-JAE skal avta fra og med tredje kvartal i år. Høyere anslag på innenlandsk prisvekst bidrar til at anslaget på KPI-JAE er litt oppjustert fremover.

Energipriser trekker ned prisveksten fremover

Energiindikatoren som inngår i KPI har falt med 15 prosent de siste tolv månedene, se figur 3.21. Det er særlig kraftprisene som har avtatt og bidrar til nedgangen i energipriser, se boks på [side 14](#).

Vi legger til grunn fremtidspriser på kraft og petroleumsprodukter for å anslå konsumprisene på energi. I tillegg tas det hensyn til andre faktorer som avgifter og nettleie. Fremtidsprisene for resten av 2023 har samlet sett falt siden forrige rapport. Dette bidrar til at energiprisene vil trekke prisveksten mer ned på kort sikt enn vi la til grunn da. Også lengre frem venter vi at energiprisene vil bidra til å dempe prisveksten, men mindre enn vi la til grunn i juni.

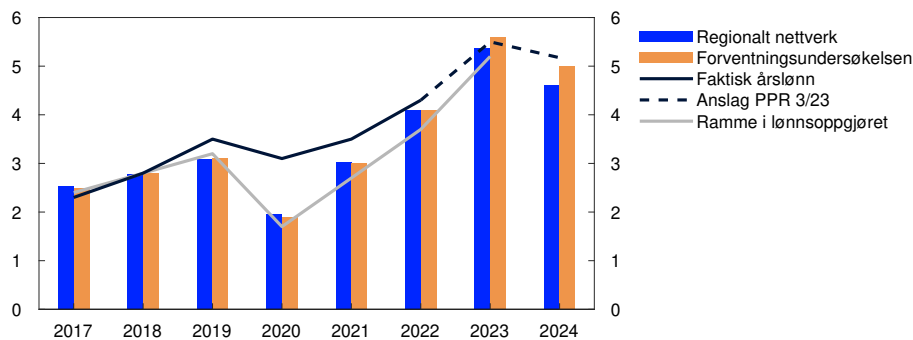
Høyere lønnsvekst

Som følge av høy prisvekst, et stramt arbeidsmarked og god lønnsomhet i deler av næringslivet har lønnsveksten tatt seg opp de siste par årene. I fjor økte lønningene med 4,3 prosent.

Vi anslår at årslønnsveksten vil øke videre til 5,5 prosent i år, noe over rammen for frontfagoppgjøret. Anslaget er uendret fra forrige rapport. Lønnsstatistikk for andre kvartal i år indikerer at lønnsveksten har utviklet seg om lag som vi så for oss i juni. Partene i arbeidslivet har oppjustert sine forventninger noe, og forventer nå en lønnsvekst på 5,6 prosent i år,

Figur 3.22 Forventninger til litt lavere lønnsvekst neste år

Årslønnsvekst, Prosent



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

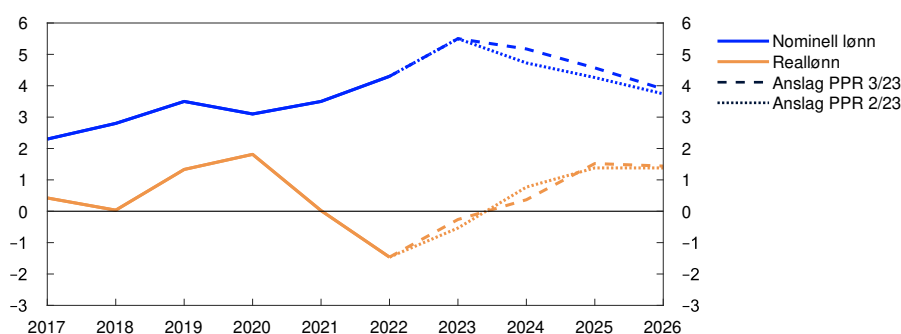
se figur 3.22. Kontaktene i vårt regionale nettverk venter fortsatt at lønningene i egen bedrift øker med 5,4 prosent i år.

Utsikter til lavere prisvekst og kapasitetsutnyttning vil dempe lønnsveksten gradvis i årene fremover. For neste år anslår vi en årslønnsvekst på 5,2 prosent. Det er høyere enn i forrige rapport og må ses i sammenheng med at både prisveksten og kapasitetsutnyttningen ser ut til å bli høyere enn tidligere anslått. Høyere oljepris og utsikter til høyere aktivitet i petroleumsrettede næringer trekker også i retning av høyere lønnsvekst enn tidligere anslått, blant annet som følge av økt lønnsomhet i deler av industrien. Oppjusteringen er også i tråd med at partene i arbeidslivet har oppjustert sine forventninger til lønnsveksten neste år. Samlet forventer de nå en lønnsvekst i 2024 på 5,0 prosent. Også lønnsanslagene for årene fremover er litt oppjustert siden forrige rapport.

Ifølge forventningsundersøkelsen venter partene i arbeidslivet at reallønnen øker litt i 2023. Vi ser for oss en nedgang i reallønningene i år på 0,3 prosent, se figur 3.23. Det må ses i lys av at utsiktene for prisveksten har steget siden lønnsoppgjøret i vår. Vi anslår at reallønnen øker med i overkant 1 prosent årlig i snitt fra 2024 til 2026, i tråd med anslått produktivtetsvekst og bedring i bytteforholdet.

Figur 3.23 Positiv reallønnsvekst fra neste år

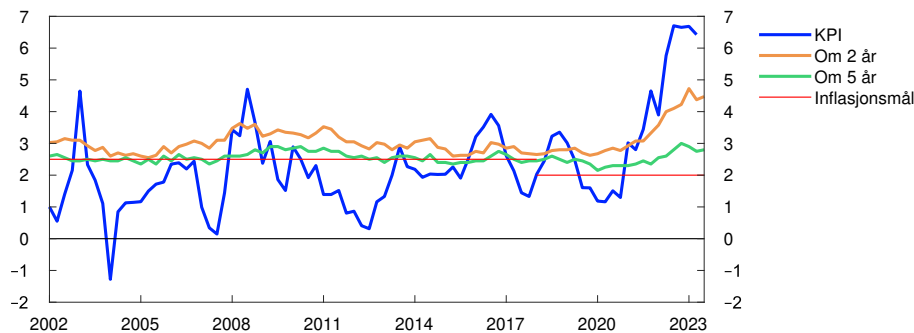
Årsvekst, Prosent



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 3.24 Forventninger til prisveksten er over inflasjonsmålet

Forventninger til inflasjonen frem i tid. Prosent



Kilder: Epinion, Ipsos, Opinion og Statistisk sentralbyrå

Usikkerheten er større når prisveksten er høy

Det er stor usikkerhet knyttet til pris- og lønnsutviklingen fremover. En modellteknisk øvelse tyder på at inflasjonsusikkerheten er større enn normalt både på kort og mellomlang sikt, se boks på [side 41](#). Drivkreftene som har bidratt til den markerte oppgangen i prisveksten de siste årene ventes å bidra til lavere prisvekst fremover. Samtidig er det andre drivkrefter som vil bidra til at prisveksten holder seg oppe (se utdyping på [side 45](#)). Dette gjør det vanskeligere å anslå hvor lang tid det vil ta å få ned prisveksten.

Det er også stor usikkerhet knyttet til den fremtidige produktivitetsveksten. Vi anslår at produktivitetsveksten gradvis vil øke gjennom prognoseperioden. Dersom produktivitetsveksten blir svakere enn anslått, kan prisveksten avta mer langsomt enn vi nå ser for oss.

Forventningene til fremtidig prisvekst økte litt i tredje kvartal ifølge Norges Banks forventningsundersøkelse. Forventningene ligger over inflasjonsmålet på 2 prosent, både to og fem år frem i tid, se figur 3.24. Dersom inflasjonsforventningene forblir høye, kan det føre til at det tar lengre tid før inflasjonspresset avtar enn vi nå legger til grunn.

Indikatorer for usikkerhet på kort og mellomlang sikt

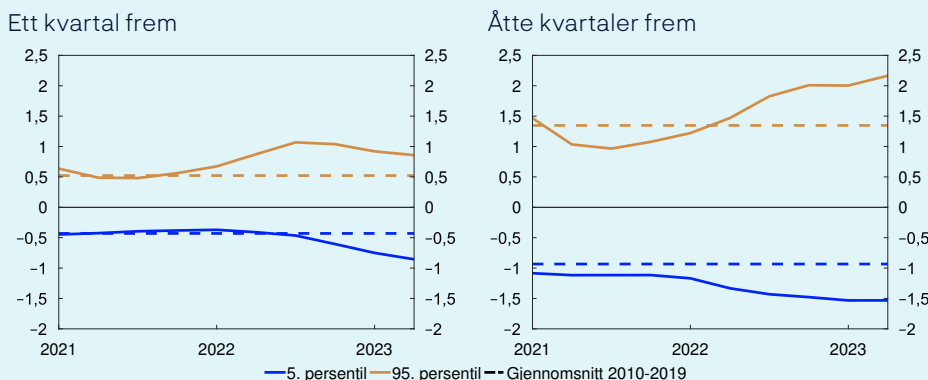
Forventninger og anslag om den økonomiske utviklingen fremover vil alltid være forbundet med stor usikkerhet. Denne usikkerheten vil variere over tid og vurderinger av usikkerhetsbildet er sentralt for økonomiske beslutninger og utforming av økonomisk politikk, inkludert pengepolitikk. Som et hjelpemiddel i å forstå makroøkonomisk usikkerhet benytter vi et modellrammeverk til å tallfeste usikkerheten knyttet til utviklingen i tre sentrale makroøkonomiske størrelser; produksjon-, boligpris- og konsumprisvekst. 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 indikator for risiko-utviklingen over tid, men vil ikke kunne gi en fullstendig beskrivelse av usikkerheten. Våre samlede vurderinger av risikoen fremover vil alltid være en kombinasjon av skjønn og modellberegninger.

Modellene benytter kvantilregresjoner med flere ulike indikatorer til å anslå fordelingen til produksjon-, boligpris- og konsumprisveksten frem i tid. Usikkerhet kan variere over tid og være asymmetrisk. En formell evaluering av rammeverket indikerer at det har gode empiriske egenskaper.¹ I denne boksen benytter vi differansen mellom medianen og henholdsvis 95. og 5. persentil i modellapparatets estimerte fordeling fremover som et mål på opp- og nedsiderisiko. Figurene nedenfor viser hvordan opp- og nedsiderisikoen for de ulike variablene har utviklet seg over tid. De illustrerer både endringer i størrelsen på det estimerte utfallsrommet, og om det er betydelig asymmetri på tvers av opp- og nedsiden.

Usikkerheten rundt inflasjonsutviklingen har ifølge modellene økt mye de siste årene. Venstre panel i figur 3.E viser at størrelsen på usikkerheten på kort sikt er stor sammenlignet med det historiske snittet. Modellene indikerte i slutten av 2021 at usikkerheten var skjev i retning høyere inflasjon. Skjevheten toppet seg i 2022. Den har vært fallende siden årsskiftet og er nå mer balansert. Utviklingen forklares særlig av at prisveksten på en rekke importerte innsatsvarer har avtatt. Også på mellomlang sikt er usikkerheten høy i en historisk sammenheng, og har fortsatt å stige den siste tiden, se høyre panel i figur 3.E. På denne horisonten stiger oppsiderisikoen mer enn nedsiderisikoen. Det gjør at risikobildet er blitt mer asymmetrisk lenger frem. Dette drives i stor grad av at inflasjonen den siste tiden har vært høy. I modellene vil tidligere utvikling i inflasjon påvirke forventet fremtidig usikkerhet rundt inflasjonen. Høy inflasjon i dag innebærer derfor risiko for høyere inflasjon også fremover.

Figur 3.E Stor usikkerhet rundt konsumprisveksten fremover

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

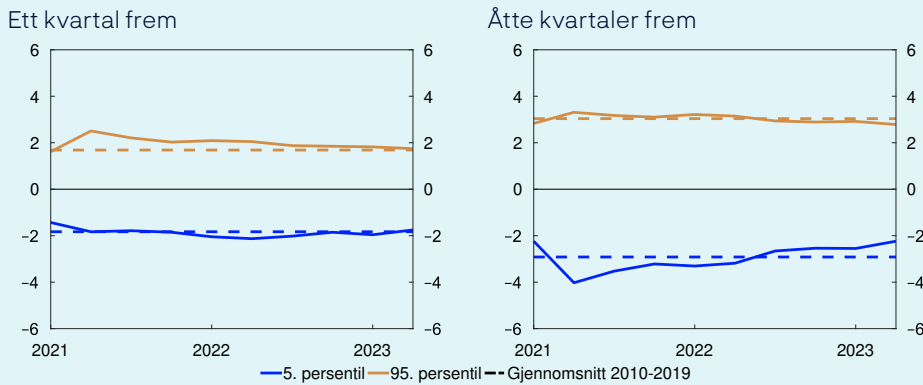


Kilde: Norges Bank

¹ 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.F Om lag gjennomsnittlig usikkerhet rundt produksjonsveksten

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



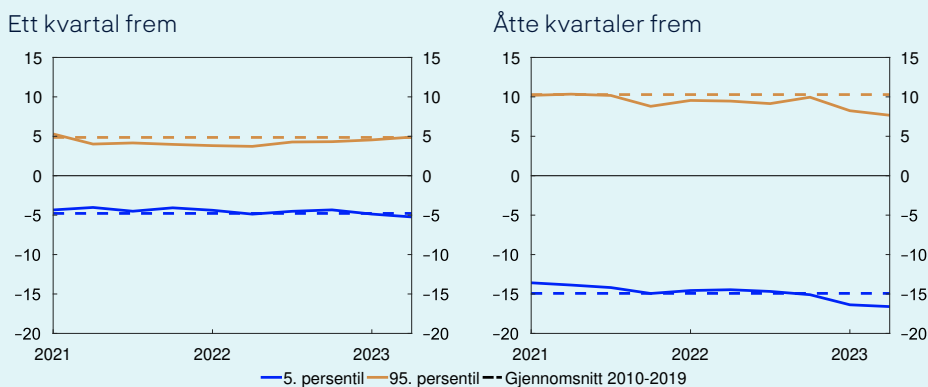
Kilde: Norges Bank

For produksjonsveksten indikerer modellene at usikkerheten rundt utviklingen på kort sikt er på normale nivåer og det er lite asymmetri, se venstre panel i figur 3.F. På mellomlang sikt er usikkerheten litt mindre enn det historiske snittet, og noe skjev mot oppsiden, se høyre panel i figur 3.F. Med dette menes at det er litt høyere sannsynlighet for betydelig høyere vekst enn ventet sammenlignet med betydelig lavere vekst. Det er særlig svakere vekst i husholdningskreditten som bidrar til lavere samlet usikkerhet på mellomlang sikt for produksjonsveksten. Dette kan skyldes at rask oppbygging av kreditt historisk har økt sannsynligheten for en finansiell krise, for eksempel i forkant av bankkrisen på 80-tallet og finanskrisen i 2008. Lav kredittvekst kan derfor redusere nedsiderisikoen knyttet til produksjonsveksten.

Modellene indikerer at usikkerheten knyttet til boligprisveksten fremover er nær det historiske snittet på kort sikt, se venstre panel i figur 3.G. På mellomlang sikt er utviklingen skjev mot nedsiden, se høyre panel i figur 3.G. På denne horisonten har oppsiderisikoen falt og nedsiderisikoen blitt større gjennom det siste året. Det er i stor grad fallet i husholdningenes realdisponible inntekt og en svakere vekst i husholdningskreditten som forklarer denne utviklingen i modellene.

Figur 3.G Små bevegelser i usikkerheten knyttet til boligprisveksten

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



Kilde: Norges Bank

Kortdata hjelper oss å lage anslag på husholdningenes konsum

Siden koronapandemien har Norges Bank mottatt aggregerte korttransaksjonsdata for en stor andel av norske husholdninger. Kortdata gir oss nyttig informasjon om utviklingen i konsumet slik det måles i nasjonalregnskapet i sanntid, og hjelper oss å gi prognoser på konsumet i nasjonalregnskapet.

Husholdningenes konsum utgjør om lag 50 prosent av BNP for Fastlands-Norge. En god forståelse av husholdningenes økonomiske tilpasning er viktig for å treffe beslutninger i pengepolitikken. Nasjonalregnskapet og annen offisiell statistikk er hovedkilden til informasjon om husholdningenes tilpasning, men publiseres med et tidsetterslep og gir kun informasjon om den samlede månedsutviklingen. Under koronapandemien begynte Norges Bank å motta daglige korttransaksjonsdata. Denne informasjonen var svært nyttig for å forstå utviklingen i husholdningenes konsum i sanntid, i en periode der det var store svingninger i forbruket.¹ De siste årene har vi jobbet for å motta kortdata fra flere aktører slik at vi kan fange opp en større del av husholdningenes forbruk og bedre forstå husholdningenes tilpasning.

Vi mottar nå løpende transaksjonsdata fra BankID BankAxept, TietoEvry og Nets Branch Norway på daglig frekvens fordelt på ulike konsumkategorier. Dataene er aggregert opp på landsbasis og inneholder ikke personsensitiv informasjon. Til sammen dekker transaksjonsdataene vi mottar over 90 prosent² av alle debet- og kredittkorttransaksjoner. Det vil si at vi får god løpende informasjon om nordmenns kortbruk i Norge, men ikke utlendingers kjøp i Norge.

Korttransaksjoner dekker en stor andel av det løpende konsumet til norske husholdninger. Samtidig er det flere konsumgrupper hvor det er mer vanlig å betale med faktura fremfor bankkort, for eksempel bilkjøp og elektrisitet. Dersom vi sammenlikner korttransaksjonene på varekjøp med verditall på varekonsumet i nasjonalregnskapet utenom elektrisitet og biler, finner vi at disse følger hverandre tett, se venstre panel i figur 3.H.

Samvariasjonen mellom kortdata og nasjonalregnskapet er dårligere for tjenestekonsumet³ enn for varekonsumet⁴, se høyre panel i figur 3.H. Det kan blant annet skyldes at nasjonalregnskapet også fanger opp utlendingers kjøp i Norge.

Når vi lager anslag på husholdningenes konsum, ønsker vi å anslå den underliggende aktiviteten i norsk økonomi, korrigert for sesongvariasjoner

1 Fastbø, T. og K.N. Torstensen (2020). «Kortbruk gir rask informasjon om husholdningenes forbruk». Innlegg publisert på Bankplassen blogg 26. august 2020. Norges Bank.

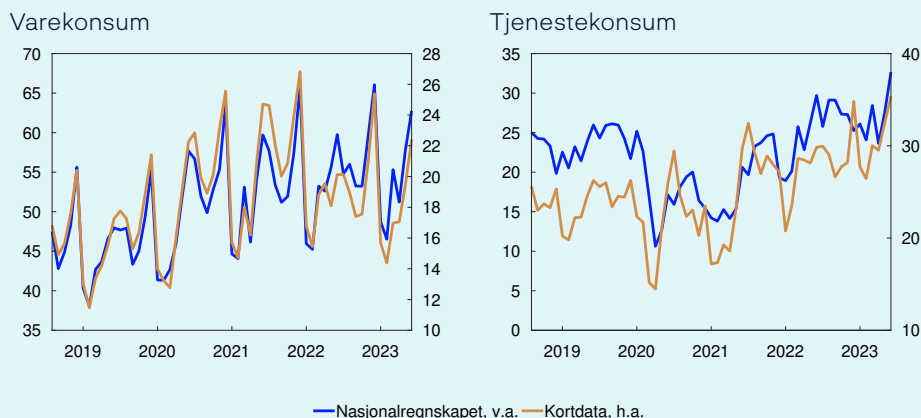
2 Norges Bank (2023). «Kunderetta betalingsformidling 2022». Norges Bank Memo 1/2023.

3 Tjenestekonsum inkluderer kun hotell- og restauranttjenester, fritidstjenester, passasjertransport og reparasjon av transportmidler.

4 Varekonsum utenom biler og elektrisitet.

Figur 3.H God samvariasjon mellom varekonsumet i nasjonalregnskapet og kortdata

Deler av vare- og tjenestekonsum i nasjonalregnskapet og korttransaksjonsdata. Verdi. Mrd. kr. Ujustert



Kilder: BankID BankAxept, Nets Branch Norway, Tietoevry, Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

og bevegelser i priser. Dersom vi justerer for sesongvariasjon⁵, ser vi at samvariasjonen og dataenes anslagssegenskaper er dårligere.

For å kunne bruke kortdataene til å lage prognoser for utviklingen i konsumet har vi derfor utviklet flere enkle modeller. Modellene tar utgangspunkt i den historiske samvariasjonen mellom kortdata og nasjonalregnskapet, og brukes til å gi direkte anslag på konsumet for perioder der kortdata er tilgjengelig, men nasjonalregnskapet ikke er publisert. Modellene er estimert i pseudorealtid. Det vil si at de kun benytter informasjon som var tilgjengelig da anslaget ble laget, men er estimert på siste tilgjengelige publisering av nasjonalregnskapet. En utfordring med transaksjonsdataene er at vi har svært kort historikk.

Tabell 3.B viser den relative anslagsbommen til en enkel modell med kortdata og en enkel modell uten kortdataene. Til å anslå sesongjustert tjenestekonsum er modellen med kortdata bedre enn en enkel modell. Forbedringen i anslagssegenskapene til modellen som inneholder kortdata er likevel mindre for tjenestekonsumet enn for komponenter i varekonsumet. Kortdata er særlig nyttig til å anslå kjøp av dagligvarer i nasjonalregnskapet sammenlignet med en enkel modell uten kortdata.

Kortdata fungerer godt til å gi informasjon om utviklingen i konsumet i sann tid, særlig i perioder med store svingninger i konsumet som under koronapandemien. I perioder der konsumet har en mer stabil utvikling, har kortdata vist seg å være særlig nyttig for å anslå utviklingen i deler av varekonsumet som dagligvare, men utfordringer knyttet til sesongjustering gjenstår.

Utover prognoseegenskapene, er dataene svært nyttig for å forstå husholdningenes tilpasning over tid. Kortdataene inneholder mer detaljert informasjon om netthandel og husholdningenes kjøp av ulike konsumvarer.

⁵ Korttransaksjonsdata er sesongjustert ved bruk av X-12-ARIMA.

Tabell 3.B RMSE¹ for ujustert verdi vs. sesongjustert volum for vare- og tjenestekonsumet

Prosent. Januar 2020 – juni 2023

	Enkel modell uten kortdata	Modell med kortdata	Anslagsforbedring ²
	Konsum t+1	Konsum t+1	Konsum t+1
Sesongjustert volum			
Tjenester	0,13	0,08	38 %
Varer			
Dagligvarer	0,06	0,03	50 %
Andre varer	0,04	0,03	12 %

1 Root mean square error (RMSE) er et mål på gjennomsnittlige anslagsfeil over tid. Verdier nær null indikerer treffsikre anslag.

2 Prosentvis forbedring i RMSE.

Fremover kommer vi til å jobbe videre med å utvikle modeller for tjenestekonsumet ved bruk av kortdataene samt forbedre anslagene på den sesongjustert volumutvikling av varekonsumet. I tillegg vil vi benytte transaksjonsdataene for raskt å kunne ta innover oss brå svingninger i husholdningenes konsum, endringer i sammensetningen og husholdningenes tilpasning over tid.

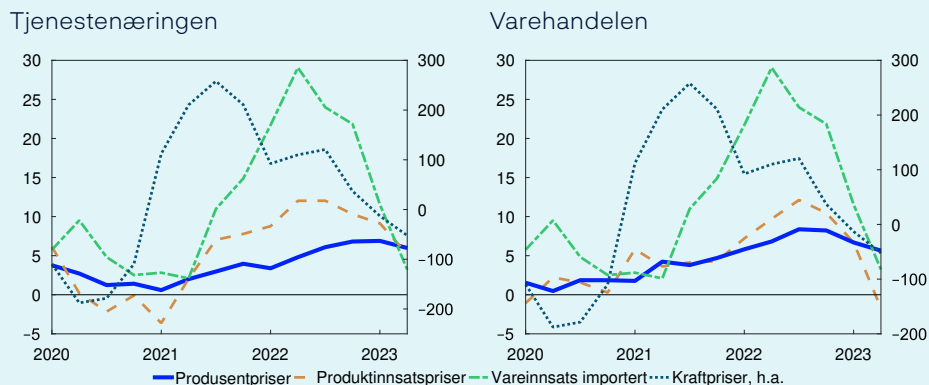
Inflasjonen drives i økende grad av lønn og driftsmarginer

Mens den høye prisveksten gjennom 2022 langt på vei kunne tilskrives økte kraft- og importpriser, ser vi nå tegn til at lønn og driftsmarginer i økende grad bidrar til å holde prisveksten oppe. Utviklingen kan trolig et stykke på vei tolkes som et utslag av at både lønnstakere og kapital-eiere ønsker å motvirke nedgangen i reallønn og realavkastning som isolert sett følger av økte konsumpriser.

Inflasjonsutviklingen de siste par årene har i stor grad vært drevet av en serie markante, men hver for seg trolig forbigående inflasjonssjokk. Koronapandemien bidro til en kraftig vridning fra tjenestekonsum til varekonsum både her hjemme og internasjonalt. Det førte til flaskehals i globale forsyningskjeder, skyhøye fraktrater og en sterk oppgang i prisene på importerte varer. Krigene i Ukraina løftet blant annet gassrisene til rekordhøye nivåer og bidro til en mangedobling av kraftprisene i mange land, inkludert Norge. Begge forhold har bidratt både direkte og indirekte til å drive opp konsumprisveksten. Til sammen utgjør dette det vi kan omtale som førsterundeeffektene. Høy prisvekst kan i seg selv også bidra til å løfte lønnsvekst og driftsmarginer. Det vil i så fall gi en ytterligere inflasjonsimpuls. Vi omtaler dette som andrerundeeffektene av de initiale prissjokkene.

Figur 3.I Prisvekst i ulike deler av produksjonskjeden

Firekvartalersvekst. Prosent



Kilde: Statistisk sentralbyrå, Refinitiv Datastream og Norges Bank

De direkte effektene, først og fremst gjennom økte strømpriser, bensinpriser og økte priser på importerte konsumvarer, kommer relativt raskt til syne i konsumprisindeksen, mens de indirekte førsterundeeffektene, som grovt sett går fra råvarer og importert produktinnsats via innenlandske produktledd med videre bearbeiding til sluttlevering av varer og tjenester produsert innenlands, virker med et tidsetterslep. Det innebærer samtidig at det vil ta tid før en reversering av de initiale inflasjonsimpulsene slår fullt ut inflasjonstallene. I figur 3.I har vi forsøkt å illustrere hvordan en økning i prisene på kraft og importerte innsatsvarer har gitt ringvirkninger nedover i produksjonskjeden gjennom blant annet prisene på norskprodusert produktinnsats videre til produsentprisene i tjenestenæringene og varehandelen. Produsentprisene i disse næringene følger prisveksten for sammenlignbare vare- og tjenestegrupper i konsumprisindeksen relativt tett.¹

Det er her særlig to forhold som er verdt å merke seg. For det første viser figuren at det er kraftprisene som har hatt den største prisoppgangen, mens prisveksten har vært noe mer avdempet for de mer bearbeidede produktene som befinner seg lenger ned i produksjonskjeden. Det skyldes at produkter med en høyere bearbeidingsgrad, slik begrepet antyder, inneholder et større bidrag fra blant annet arbeidskraft, og prisen på arbeidskraft, dvs. lønningene, har økt moderat sammenlignet med prisene på ulike typer produktinnsats lenger opp i kjeden. For det andre antyder figuren at det tar tid før økte kraft- og importpriser finner veien til prisene på varer og tjenester produsert innenlands.

Flere av faktorene som har bidratt til å løfte inflasjonen er nå helt eller delvis reversert. Både kraft- og fraktpriser er lavere enn for ett år siden – selv om terminprisene på strøm fortsatt ligger på relativt høye nivåer. Lenger ned i produksjonskjeden bidrar også en avdemping i prisveksten på andre innsatsvarer og -tjenester isolert sett til å dempe den innenlandske prisveksten. Produsentprisene i de ulike næringene drives

¹ Det er ikke så overraskende siden konsumprisene er en delmengde av produsentprisene i nevnte næringer.

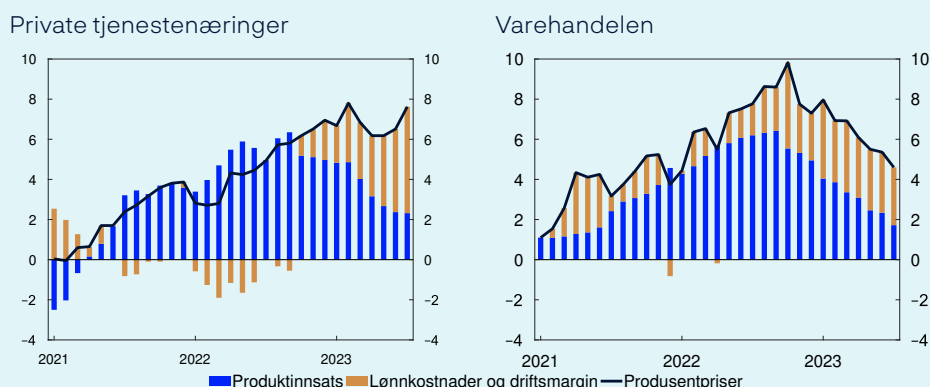
imidlertid ikke av produktinnsatsprisene alene. Både lønn og driftsmarginer er med på å bestemme utviklingen i de næringsvise produsentprisene. Så hva er det nå som driver prisveksten?

For å kaste lys over spørsmålet, gjør vi en dekomponering av veksten i produsentprisene i de konsumrettede næringene privat tjenesteyting og varehandel, basert på månedlige nasjonalregnskapstall. Produsentprisene er definert implisitt som produksjonsverdi per produserte enhet i de respektive næringsaggregatene. Siden produksjonsverdien er lik summen av lønnskostnader, brutto driftsresultat² og produktinnsats, følger det at *endringer* i produsentprisene kan uttrykkes som en vektet sum av endringer i lønnskostnadene per produserte enhet (LPE) og driftsmargin – definert som brutto driftsresultat per produserte enhet – på den ene siden og produktinnsatsprisene (per produserte enhet) på den andre.³ Endringer i driftsmarginene reflekterer blant annet endringer i kapitalkostnader og prispåslag.

De månedlige nasjonalregnskapstallene tillater ikke en videre oppsplitting av bruttoproduktet i henholdsvis lønnskostnader og driftsresultat. Vi nøyer oss derfor her med å antyde det samlede bidraget. Dekomponeringen er vist i figur 3.J. Tallene indikerer at veksten i produsentprisene, og dermed trolig også konsumprisene, innenfor både de private tjenestene næringene og varehandelen gjennom 2022 i all hovedsak kan tilbakeføres til en økning i produktinnsatsprisene. Det er nærliggende å tenke at dette har sitt opphav i høyere kraft- og importpriser gjennom store deler av 2022, slik også forskere i SSB har konkludert.⁴ Produktinnsatsprisene inneholder riktignok i sin tur også en ikke ubetydelig lønns- og kapital-

Figur 3.J Dekomponering av tolv månedersveksten i produsentprisene

Vekstbidrag. Prosentenheter



Kilder: Statistisk Sentralbyrå og Norges Bank

² Driftsresultat inklusive kapitalslit og netto næringskatter.

³ Vi understreker at dette er en rent mekanisk, regnskapsbasert oppstilling som tilordner løpende endringer i produsentprisene samtidige endringer i produktinnsatspriser, LPE og driftsmargin. Nasjonalregnskapstallene er beheftet med usikkerhet, og fremtidige revisjoner vil kunne endre konklusjonene. Dekomponeringen reflekterer ikke nødvendigvis årsakssammenhenger. For eksempel kan produsentprisene i dag utelukkende være bestemt av faktorkostnadene i tidligere perioder og være fullstendig uavhengige av kostnader som påløper i inneværende periode. Ved å følge utviklingen over tid får vi likevel trolig et overordnet inntrykk av de relative bidragene.

⁴ Se blant annet denne artikkelen i [DN 23. februar 2023](#)

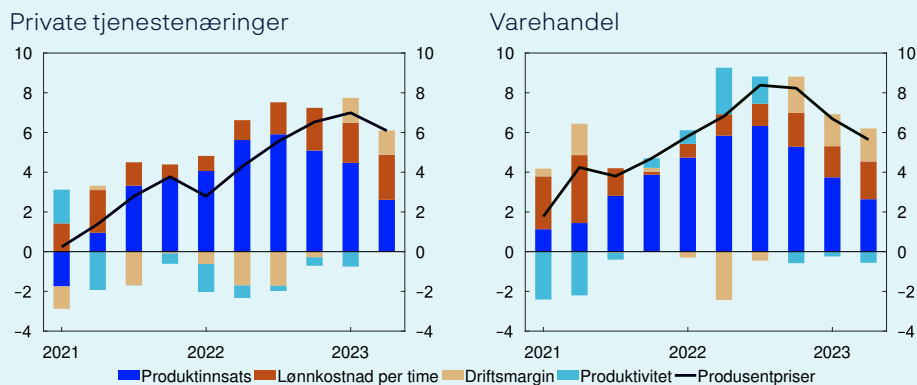
kostnadskomponent, men en tidligere analyse på årstall⁵ tyder på at avlønning knyttet til arbeid og kapital i liten grad bidro til å løfte den gjennomsnittlige veksten i produktinnsatsprisene i tjenestenæringene og varehandelen gjennom 2022. I 2023 synes imidlertid veksten i produsentprisene, både i tjenestenæringene og varehandelen, i tiltakende grad å gå sammen med økt vekst i LPE og driftsmarginer. Den videre utviklingen i inflasjonen vil blant annet avhenge av i hvilket omfang arbeidstakere og kapitaleiere blir kompensert for prisveksten og i hvilken grad en reverse-ring av førsterundeeffekten dominerer andrerundeeffektene.

For å kunne skille mellom bidragene fra lønnskostnader og driftsmarginer, kan vi anvende tall fra kvartalsvis nasjonalregnskap, der bruttoproduktet i de ulike næringene er fordelt på lønnskostnader og brutto driftsresultat. I figur 3.K viser vi en dekomponering av veksten i produsentprisene i henholdsvis tjenestenæringene og varehandelen der vi også isolerer bidraget fra produktivitetsveksten. Overordnet ser vi at inflasjonsimpulsene fra både lønnskostnader (per time) og driftsmarginer økte relativt til kostnader knyttet til produktinnsats fra midten av 2022. I tjenestenæringene synes bidraget fra timelønnskostnadene i inneværende år å tilta, mens bidragene fra både lønnskostnader og driftsmarginer til produsentprisveksten i varehandelen har ligget relativt fast de siste tre kvartalene.

Reverseringen av inflasjonsimpulsene fra økte kraft- og importpriser bidrar nå samlet sett til å dempe prisveksten, selv om bidraget fra kronkursen isolert sett trekker opp. Figur 3.K antyder en slags normalisering av inflasjonsprosessen så langt i år etter at prisveksten gjennom 2022 langt på vei ble drevet av økte kraft- og importpriser. Inflasjonen spiller i økende grad utviklingen i LPE og driftsmarginer. Utfasingen av de initiale inflasjonssjokkene og utsikter til en gradvis avdemping i lønnsveksten litt lenger frem vil isolert sett – og over tid – bidra til å trekke konsumprisveksten nærmere inflasjonsmålet.

Figur 3.K Dekomponering av firekvartalersveksten i produsentprisene

Vekstbidrag. Prosentenheter



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

⁵ Se rammen «Økte driftsmarginer har i liten grad bidratt til inflasjonen», *Pengepolitisk rapport 2/2023*.

4. Pengepolitisk analyse

Samlet sett tilsier våre analyser en høyere rentebane enn i forrige rapport. I vår modellanalyse trekkes banen opp hovedsakelig av høyere kapasitetsutnyttning, høyere lønnsvekst, høyere renter ute og høyere petroleumspris og -investeringer enn anslått i forrige rapport.

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 oppjustert fra forrige rapport. Renten ble hevet med 0,25 prosentenheter til 4,25 prosent på møtet 20. september, og prognosen indikerer at den mest sannsynlig vil øke til 4,5 prosent i desember. Ved utgangen av prognoseperioden anslås styringsrenten å være litt over 3 prosent.

Det er alltid usikkerhet knyttet til anslag, men usikkerheten rundt inflasjonsanslagene er spesielt høy nå som inflasjonen er høy, og våre prognoser har blitt betydelig revidert i løpet av det siste året. Enkle modellestimat for usikkerheten knyttet til den videre utviklingen for enkelte nøkkelindikatorer er nærmere beskrevet i rammen på [side 41](#). 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

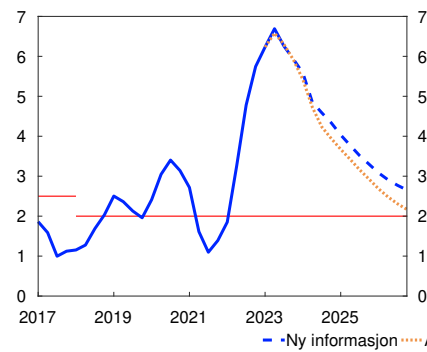
Ny informasjon tilsier en høyere rentebane

For å belyse hvordan ny informasjon siden forrige rapport påvirker de økonomiske utsiktene, legger vi ny informasjon og nye vurderinger av den økonomiske situasjonen inn i vårt modellapparat, men beholder rentebanen fra juni. Denne øvelsen viser hvilke prognoser modellapparatet ville gitt dersom rentebanen ikke ble endret. Her ser vi spesielt

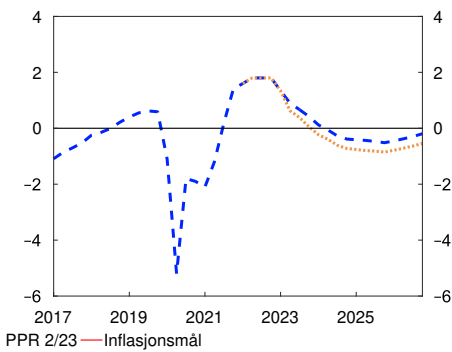
Figur 4.1 Høyere inflasjon og kapasitetsutnyttning

Anslag betinget på ny informasjon om den økonomiske utviklingen og prognosen for styringsrenten fra PPR 2/23

KPI-JAE. Firekvartalersvekst. Prosent



Anslag på produksjonsgapet. Prosent



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

på utsiktene for kapasitetsutnyttningen og prisveksten, som er to viktige hensyn komiteen legger vekt på i utformingen av pengepolitikken.

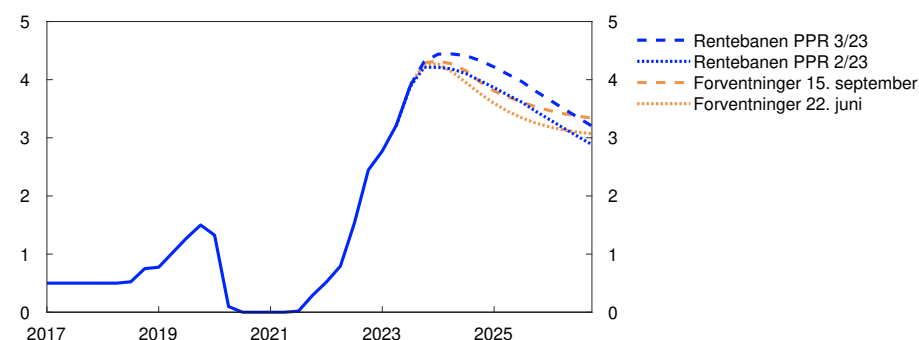
I øvelsen med uendret rentebane blir både inflasjonen og kapasitetsutnyttningen høyere enn i anslagene fra forrige rapport gjennom hele perioden, se figur 4.1. Produksjonsgapet trekkes særlig opp av et mindre fall i konsumet og høyere petroleumsinvesteringer enn anslått. Lavere boliginvesteringer trekker noe ned. Prisveksten målt ved KPI-JAE har utviklet seg om lag som anslått, men det er utsikter til høyere prisvekst framover som følge av høyere importert prisvekst og høyere kapasitetsutnyttning. Utover i anslagsperioden trekker også høyere lønn opp prisveksten.

Markedets forventninger til styringsrenten har økt

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.

Figur 4.2 Markedets forventninger til styringsrenten har økt

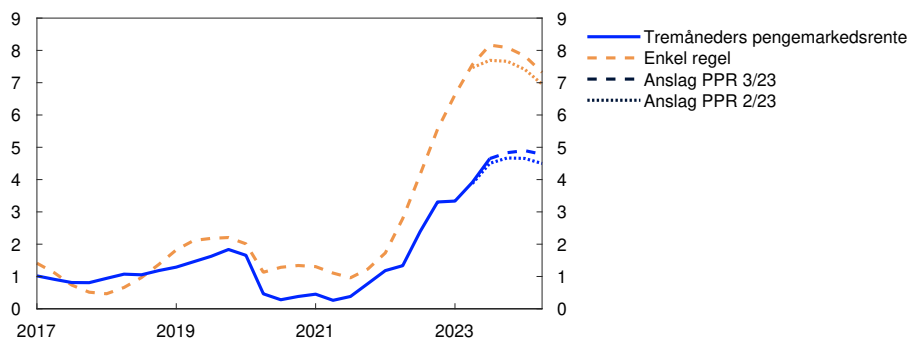
Styringsrenten. Prosent



Kilder: Bloomberg og Norges Bank

Figur 4.3 Enkel regel indikerer høyere rente

Tremåneders pengemarkedsrente. Prosent



Kilder: Refinitiv Datastream og Norges Bank

Markedets forventninger har økt noe siden rentemøtet i juni og indikerer nå en rentetopp på i overkant av 4,3 prosent, se figur 4.2. Styringsrente-forventningene er nå høyere enn rentebanen fra forrige rapport i starten av anslagsperioden og mot slutten, men er ellers om lag i tråd med rentebanen fra forrige gang.

En enkel regel indikerer økt styringsrente

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 2009–2021. På kort sikt er anslaget for produksjonsgapet oppjustert, mens anslaget for inflasjonen er uendret. Det gjør at den enkle regelen indikerer en høyere rente de nærmeste kvartalene enn i forrige rapport, se figur 4.3. Den enkle regelen indikerer en noe større oppjustering enn den faktiske oppjusteringen av rentebanen i denne rapporten.

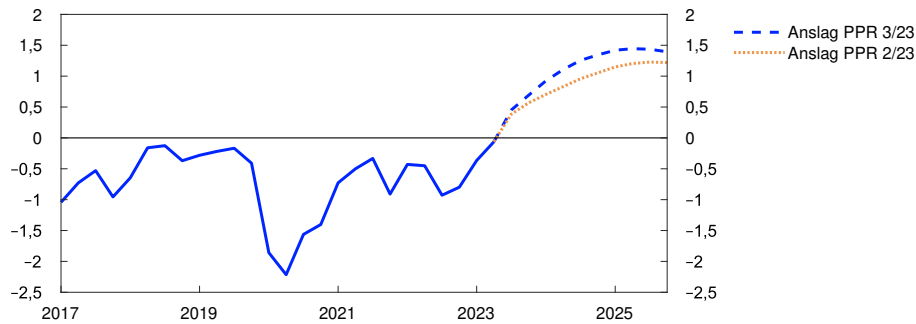
Det har i løpet av det siste året oppstått et unormalt stort avvik mellom den enkle regelen og den faktiske pengemarkedsrenten. Selv om den enkle regelen er basert på hvordan Norges Bank tidligere har satt renten, kan det kan være gode grunner til å avvike fra den enkle regelen i dagens situasjon. Pengepolitikken skal være fleksibel og framoverskuende, blant annet fordi renten virker med et tidsetterslep. Den enkle regelen derimot, er relativt nærsynt og bruker i stor grad prognoser for samme kvartal for å sette renten. I dagens situasjon, der inflasjonen kommer mye ned gjennom prognoseperioden, vil avviket mellom den nærsynte enkle regelen og den framoverskuende politikktøvelsen bli større enn normalt.

4.3 Pengepolitisk innretning og drivkrefter bak endringene i rentebanen

Pengepolitikken påvirker økonomien både gjennom nominelle og reelle renter. Den gjennomsnittlige boliglånsrenten har økt om lag i takt med styringsrenten. Dette reduserer husholdningenes disponible inntekt, og fører til at mange husholdninger vil redusere konsumet. Økte nominelle

Figur 4.4 Høyere anslag på realrenten

Anslag på forventet realrente i pengemarkedet. Prosent



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

renter vil derfor virke innstrammende på økonomien. For en utdypning om hvordan ulike renter påvirker husholdningenes konsum, se ramme på [side 54](#).

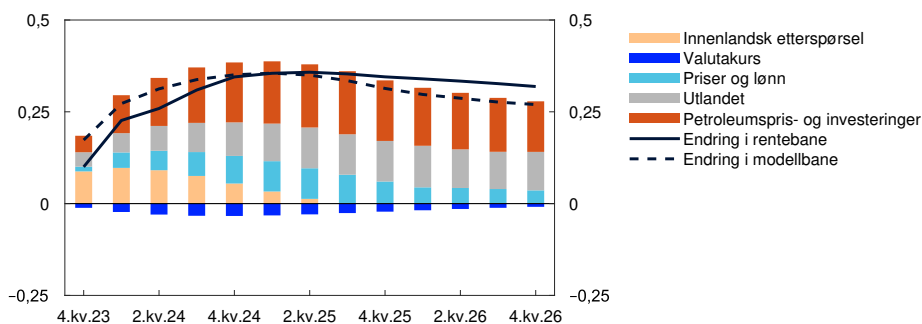
Sammenliknet med forrige rapport er prognosen for styringsrenten oppjustert mer enn anslagene for prisveksten. Det innebærer at vårt anslag for forventet realrente er oppjustert hele anslagsperioden, se figur 4.4. Den nøytrale realrenten er en usikker størrelse, men vi anslår at den ligger i det øvre sjiktet av intervallet -0,5 til 0,5 prosent, se [Pengepolitisk rapport 2/2023](#) for en nærmere beskrivelse. Vi anslår at realrenten vil ligge over det nøytrale nivået fra neste kvartal. Det indikerer at pengepolitikken målt ved realrenten vil virke innstrammende på økonomien gjennom resten av anslagsperioden.

Modellanalysen tilsier en høyere rentebane

Komiteens begrunnelse for rentebeslutningen og signalene om renten frem i tid kommer frem av Pengepolitiske vurderinger på [side 5–9](#) i denne rapporten. I renteregnskapet i figur 4.5 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

Figur 4.5 Modellen tilsier høyere bane for styringsrenten

Akkumulerte bidrag. Prosentenheter



Kilde: Norges Bank

den stiplede linjen viser summen av søylene. Den heltrukne linjen viser den faktiske endringen i rentebanen.

Markedsprisingen indikerer at styringsrentene i utlandet blir noe høyere enn tidligere lagt til grunn gjennom hele anslagsperioden. Det bidrar isolert sett til en litt svakere kronekurs. Den økonomiske veksten blant våre handelspartnere ventes å bli noe svakere fremover enn tidligere lagt til grunn. Det vil isolert sett føre til lavere eksport av norske varer og tjenester. Samlet trekker faktorer knyttet til *utlandet* i retning av en noe høyere modellbane, se grå søyler.

Siden forrige rapport har spotprisen på olje økt betydelig. Terminprisene på olje og gass er også samlet sett høyere utover i anslagsperioden. Det bidrar til høyere aktivitet på norsk sokkel. Investeringstillingen fra SSB indikerer også høyere petroleumsinvesteringer i år og neste år enn tidligere anslått. Anslagene for petroleumsinvesteringene er derfor oppjustert de nærmeste årene. Samlet bidrar faktorer knyttet til *petroleumspris og -investeringer* til å trekke modellbanen opp, se røde søyler.

Kronekursen har vært sterkere enn vi la til grunn i forrige rapport, og sterkere enn endringene i rentedifferansen mot utlandet og prisene på olje og gass skulle tilsi. En sterkere krone er med på å dempe prisveksten på importerte varer, men bidrar også til å dempe aktiviteten noe gjennom lavere eksport. Samlet trekker faktorer knyttet til *valutakursen* modellbanen litt ned, se mørkeblå søyler.

Kapasitetsutnyttningen anslås å være på et høyere nivå enn vi så for oss i juni, blant annet som følge av at sysselsettingen og konsumet har vært høyere enn ventet. Dette bidrar samtidig til høyere lønns- og prisvekst enn tidligere anslått, og taler for en høyere modellbane. Boligprisene har utviklet seg svakere enn antatt i forrige rapport og veksten er nedjustert framover, blant annet som følge av en økning i antall usolgte boliger. Boliginvesteringene har også falt mer enn ventet i forrige rapport. Dette bidrar isolert sett til en litt lavere modellbane. Samlet sett bidrar *innenlandsk etterspørsel* til en litt høyere modellbane de neste årene, se oransje søyler.

Kjerneprisveksten har vært om lag som vi så for oss i juni. Anslagene på importert prisvekst er noe oppjustert, til tross for sterkere kronekurs. Det trekker modellbanen litt opp. Lønnsanslagene er oppjustert utover i anslagsperioden, og noe mer enn utviklingen i kapasitetsutnyttningen og oljeprisen isolert sett skulle tilsi. Det bidrar til en litt høyere modellbane. Lavere kraftpriser enn anslått i forrige rapport trekker modellbanen litt ned. Samlet sett taler faktorer knyttet til *priser og lønn* for en litt høyere modellbane, se lyseblå søyler.

Modellanalysen tilsier en høyere styringsrente enn anslått i forrige rapport gjennom hele prognoseperioden. Rentebanen er oppjustert mindre enn modellbanen første halvdel av anslagsperioden, men noe mer mot slutten.

Både nominelle og reelle renter påvirker konsumet

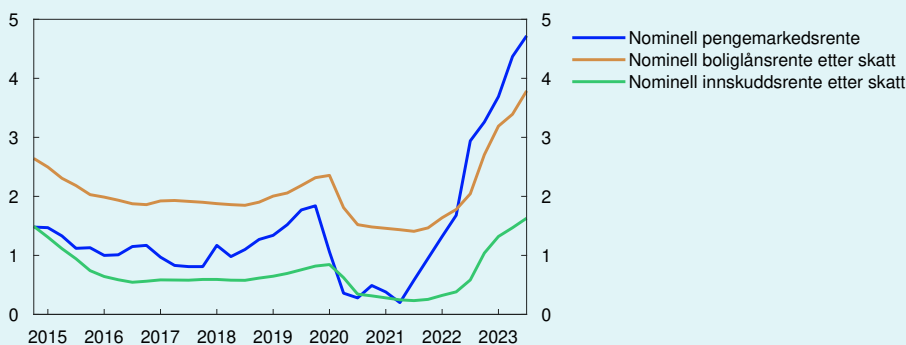
Husholdninger forholder seg til flere ulike renter når de tar avgjørelser, og både reelle og nominelle renter har betydning for konsumet. Hvordan ulike renter virker på konsumet, er viktig for hvordan renten virker på økonomien samlet.

Renten påvirker husholdningenes konsum gjennom flere kanaler. Denne rammen tar for seg kontantstrømkanalen og substitusjonskanalen, men andre kanaler (blant annet formueskanalen og pantekanalene) vil også kunne ha betydning. Kontantstrømkanalen virker ved at økte nominelle renter vil ha en effekt på husholdningenes disponible inntekt. For husholdninger med netto rentebærende gjeld vil høyere rente redusere inntekten som er tilgjengelig for konsum og sparing, og kontantstrømeffekten på konsumet er derfor negativ. For husholdninger med mer bankinnskudd enn gjeld vil kontantstrømeffekten trekke i motsatt retning. Som vi ser av figur 4.A, har den nominelle boliglånsrenten økt betydelig siden 2021. Innskuddsrenten har også økt, men mindre enn boliglånsrenten. Det, sammen med at nordmenn i gjennomsnitt har høyere rentebærende gjeld enn innskudd, gjør at økte nominelle renter virker innstrammende. Styrken på kontantstrømkanalen til konsumet avhenger av hvor høy gjeldsbelastning husholdningen har, men også av i hvor stor grad husholdningene har mulighet til å senke avdragsbetalingene, ta opp nye lån eller trekke på oppsparte midler. Også faktorer som innretningen av skattesystemet og lånebetingelser vil ha betydning.

For en familie med en million kroner i boliglån vil en økning i boliglånsrenten på 4 prosentenheter bety om lag 40 000 kr i økte årlige rentekostnader. Den disponible inntekten faller likevel ikke en-til-en med de økte rentekostnadene. For det første vil økte rentekostnader gi et skattefradrag, slik at kostnaden etter skatt reduseres med skattesatsen på alminnelig inntekt, 22 prosent. Videre er de aller fleste boliglån til norske husholdninger annuitetslån. Ved annuitetslån vil avdragsprofilen justeres slik at økte rentekostnader i noen grad motsvares av lavere avdrag på

Figur 4.A Nominelle renter er høyere enn før pandemien

Nominelle renter



Kilder: Refinitiv Datastream, Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

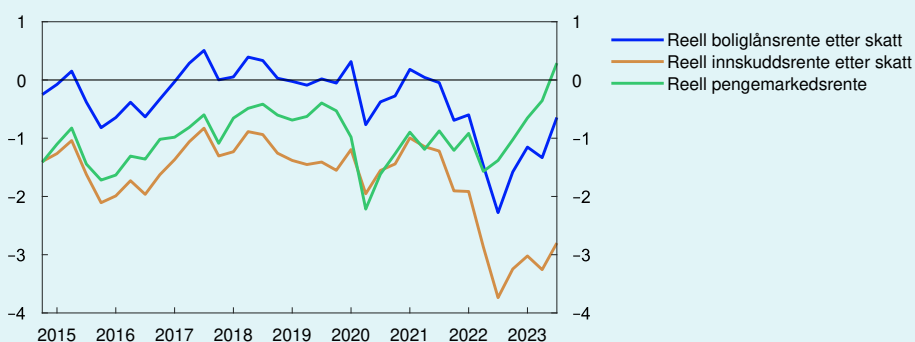
kort sikt (lavere sparing). Det betyr at økningen i de løpende utgiftene på boliglånet på kort sikt blir lavere enn økningen i renten ellers skulle tilsi. Det bidrar til at gjeldsbetjeningsgraden har økt mindre enn rentebelastningen de senere årene, se figur 3.7.

Substitusjonskanalen beskriver den effekten realrenten har på husholdningenes beslutninger om konsum i dag eller sparing til konsum senere. Dersom den nominelle renten øker med 1 prosentenheter, mens forventet inflasjon øker med 2 prosentenheter faller den forventede realrenten. Sparing vil kaste av seg flere kroner, men avkastningen i kroner vil kunne kjøpe færre varer og tjenester enn før. Det gjør det mer attraktivt å konsumere i dag, heller enn å spare til i morgen. Øker derimot den nominelle renten mer enn inflasjonsforventningene får vi høyere forventet realrente, noe som vil gi et incentiv til å spare mer og konsumere mindre i dag. Fra 2019 til 2021 falt reell pengemarkedsrente, målt som 3 måneders NIBOR fratrukket Norges Banks anslag for inflasjonen ett år frem, fra om lag -0,5 til om lag -1,25 prosent, se figur 4.B. Nedgangen ble drevet av lavere styringsrenter. Dette virket i utgangspunktet ekspansivt, men samtidig begrenset pandemien hvor mye husholdningene kunne konsumere. Siden har realrentene økt og reelle pengemarkedsrenter er nå på et positivt nivå. De er ventet å øke videre fremover. I tillegg viser figuren utviklingen i reell boliglånsrente etter skatt. Boliglånsrentene er de viktigste rentene for norske husholdninger og siden renteutgifter gir rett til skattefradrag, er den reelle kostnaden ved å låne penger den renten vi betaler etter skatt og fratrukket prisveksten. Den reelle boliglånsrenten etter skatt har steget i takt med nominelle renter, men er fortsatt negativ. I prognosen øker reell boliglånsrente for husholdninger til om lag 1,4 prosent ved utgangen av 2025. Den reelle innskuddsrenten etter skatt har også økt, men er fortsatt på et lavt nivå. Boliglåns- og innskuddsrentene brukt i figuren er et gjennomsnitt og ulike husholdninger vil oppleve både høyere og lavere renter enn disse.

I denne rammen har vi beskrevet hvordan både nominelle og reelle renter kan påvirke konsumet. Det er krevende å anslå presist styrken i de ulike rentekanalene siden kanalene virker samtidig. Samlet sett legger vi til grunn at dagens nivå på renten virker innstrammende på økonomien.

Figur 4.B Realrentene har vært lave

Nominelle renter fratrukket forventet inflasjon



Kilder: Refinitiv Datastream, Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Vedlegg

Tabeller med detaljerte anslag



TABELL 1 Internasjonale anslag

Endring i anslag fra Pengepolitisk rapport 2/23 i parentes	Vekter ¹ Prosent	Prosentvis endring fra foregående år				
		2022	2023	2024	2025	2026
BNP						
USA	9	2,1 (0)	2,2 (0,6)	1,1 (0,1)	1,5 (-0,2)	1,8 (0,1)
Euroområdet	35	3,4 (-0,1)	0,4 (-0,2)	0,9 (-0,5)	1,8 (0,1)	1,6 (0)
Storbritannia	11	4,1 (0)	0,4 (0,1)	0,4 (-0,2)	1,4 (-0,2)	1,7 (0)
Sverige	13	2,9 (0)	-0,5 (-0,4)	0,5 (-0,3)	2,3 (0,1)	2 (0,2)
Kina	6	3,2 (0)	4,9 (-0,3)	3,9 (-0,6)	4,1 (0,1)	4 (0,3)
13 handelspartnere ¹	100	3,4 (-0,1)	1 (-0,1)	1,3 (-0,3)	2,2 (0,1)	2,1 (0,1)
5 handelspartnere ²		3,2 (-0,1)	1 (-0,1)	1,1 (-0,4)	2,1 (0,1)	2 (0,1)
Priser						
Underliggende prisvekst ³		4,8 (0)	5,4 (0,1)	2,9 (0,1)	2,4 (0,1)	2,1 (0)
Lønnsvekst ³		4,3 (0)	5 (0)	4,1 (0,1)	3,5 (0)	3,1 (0)
Priser på konsumvarer som Norge importerer ⁴		7,3 (0)	-0,4 (-0,2)	1,2 (0,1)	0,9 (0,1)	0,8 (0)

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

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

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

⁴ Målt i utenlandsk valuta. Inkludert vridningseffekter og fraktrater.

Kilder: Refinitiv Datastream og Norges Bank

TABELL 2a Konsumpriser. Tolvmånedersvekst. Prosent

	2023						
	jun	jul	aug	sep	okt	nov	des
KPI							
Faktisk	6,4	5,4	4,8				
Anslag PPR 2/23	6,0	6,2	6,1	5,5			
Anslag PPR 3/23				4,2	4,4	5,4	5,7
KPI-JAE							
Faktisk	7,0	6,4	6,3				
Anslag PPR 2/23	6,6	6,3	6,4	6,2			
Anslag PPR 3/23				6,1	6,0	6,1	5,8
Importerte varer i KPI-JAE							
Faktisk	7,3	6,9	6,6				
Anslag PPR 2/23	6,9	6,5	6,5	6,2			
Anslag PPR 3/23				6,4	6,2	6,2	5,8
Norskproduserte varer og tjenester i KPI-JAE							
Faktisk	6,7	6,0	6,0				
Anslag PPR 2/23	6,6	6,3	6,3	6,0			
Anslag PPR 3/23				5,8	5,8	5,9	5,7

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

TABELL 2b Boligpriser. Månedsvkst. Sesongjustert. Prosent

	2023						
	jun	jul	aug	sep	okt	nov	des
Faktisk	-0,6	0,1	-0,6				
Anslag PPR 2/23	0,0	0,0	-0,1	-0,2			
Anslag PPR 3/23				-0,4	-0,3	-0,2	-0,1

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

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

	2023						
	jun	jul	aug	sep	okt	nov	des
Faktisk	1,8	1,8	1,9				
Anslag PPR 2/23	1,8	1,9	1,9	2,0			
Anslag PPR 3/23				1,9	1,9	2,0	2,0

Kilder: NAV og Norges Bank

TABELL 2d BNP for Fastlands-Norge. Månedsvkst. Sesongjustert. Prosent

	2023						
	jun	jul	aug	sep	okt	nov	des
Faktisk	0,1	0,2					
Anslag PPR 2/23	0,3	0,0	-0,1	-0,1			
Anslag PPR 3/23			-0,1	-0,1	0,1	0,1	0,1

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

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

	2023			
	1. kv.	2. kv.	3. kv.	4. kv.
Faktisk	0,2	0,0		
Anslag PPR 2/23		0,1	0,2	0,0
Anslag PPR 3/23			0,3	0,1

¹ Kvartalstall er beregnet fra månedlig nasjonalregnskap.

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

TABELL 3 Anslag på makroøkonomiske hovedstørrelser

Endring i anslag fra Pengepolitisk rapport 2/23 i parentes	Prosentvis endring fra foregående år (der annet ikke fremgår)					
	Mrd.kr. 2022	2022	Anslag			
			2023	2024	2025	2026
Priser og lønninger						
KPI		5,8	5,8 (-0,2)	4,8 (0,9)	3,1 (0,2)	2,5 (0,1)
KPI-JAE		3,9	6,3 (0,0)	4,7 (0,1)	3,4 (0,1)	2,6 (0,2)
Årslønn		4,3	5,5 (0,0)	5,2 (0,5)	4,6 (0,3)	3,9 (0,2)
Realøkonomi¹						
Bruttonasjonalprodukt (BNP)	5 545	3,2	1,4 (0,1)	0,4 (-0,1)	1,0 (-0,1)	1,1 (0,1)
BNP for Fastlands-Norge ²	3 559	3,7	1,3 (0,1)	0,3 (0,1)	0,8 (-0,1)	1,4 (0,0)
Produksjonsgap for Fastlands-Norge (nivå)		1,8	0,8 (0,2)	-0,3 (0,2)	-0,8 (0,0)	-0,7 (0,0)
Sysselsetting, personer, KNR		3,9	1,5 (0,3)	-0,1 (0,1)	0,1 (-0,1)	0,6 (0,0)
Registrert ledighet (rate, nivå)		1,8	1,8 (-0,1)	2,2 (-0,1)	2,4 (0,0)	2,4 (0,0)
Etterspørsel¹						
Etterspørsel fra Fastlands-Norge ²	3 762	4,9	-0,3 (0,3)	-0,1 (-0,4)	1,8 (0,0)	2,1 (0,2)
– Husholdningenes konsum	1 807	7,0	-0,6 (1,0)	0,1 (0,0)	1,9 (-0,2)	2,5 (-0,1)
– Foretaksinvesteringer	449	14,5	2,3 (-0,4)	-3,0 (-2,5)	1,9 (-0,3)	1,5 (0,2)
– Boliginvesteringer	232	-1,4	-14,5 (-3,8)	-4,7 (-2,6)	4,4 (1,6)	6,6 (2,8)
– Offentlig etterspørsel	1 275	0,3	1,6 (0,0)	1,3 (0,2)	1,2 (0,1)	1,0 (0,2)
Petroleumsinvesteringer ²	176	-6,5	6,0 (1,0)	6,0 (3,0)	2,0 (0,0)	-1,0 (-1,5)
Eksport fra Fastlands-Norge ²	935	8,4	8,0 (1,9)	1,1 (-1,3)	3,0 (-0,1)	3,2 (0,0)
Import	1 515	9,2	2,3 (-0,8)	-0,2 (-0,8)	3,9 (0,1)	2,2 (0,1)
Boligpriser og gjeld						
Boligpriser		4,9	-0,3 (-0,6)	0,8 (0,2)	4,3 (0,8)	6,0 (1,1)
Kreditt til husholdningene (K2)		4,5	3,7 (-0,3)	3,1 (-0,3)	2,7 (-0,3)	2,4 (-0,4)
Renter, valutakurs og oljepris						
Styrringsrente (nivå)		1,3	3,5 (0,0)	4,4 (0,3)	4,0 (0,3)	3,4 (0,3)
Importveid valutakurs (I-44) (nivå)		110,0	118,7 (-0,7)	117,4 (-0,7)	116,5 (-0,1)	116,4 (0,2)
Styrringsrente hos handelspartnere (nivå)		0,7	3,8 (0,0)	4,2 (0,2)	3,4 (0,2)	3,1 (0,3)
Oljepris Brent Blend. USD per fat		101,0	84,2 (6,2)	86,2 (12,8)	80,0 (9,0)	75,8 (6,6)
Husholdningenes inntekt og sparing¹						
Disponibel realinntekt utenom aksjeutbytte		2,7	-2,1 (0,3)	0,7 (-0,2)	2,3 (0,0)	2,9 (0,1)
Sparing utenom aksjeutbytte (rate, nivå)		0,2	-1,2 (-0,6)	0,1 (-0,8)	0,4 (-0,6)	1,0 (-0,4)
Finanspolitikken						
Strukturelt, oljekorrigert underskudd som andel av SPU ³		2,7	3,0 (0,0)	2,7 (0,1)	2,6 (0,0)	2,5 (0,0)
Strukturelt, oljekorrigert underskudd som andel av trend-BNP		9,4	10,2 (0,1)	10,3 (0,2)	10,2 (0,1)	10,1 (0,1)

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

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



Norges Bank
Pengepolitisk rapport 3-2023 september

Design: TRY

Layout: Aksell AS

ISSN 1894-0234 (online)