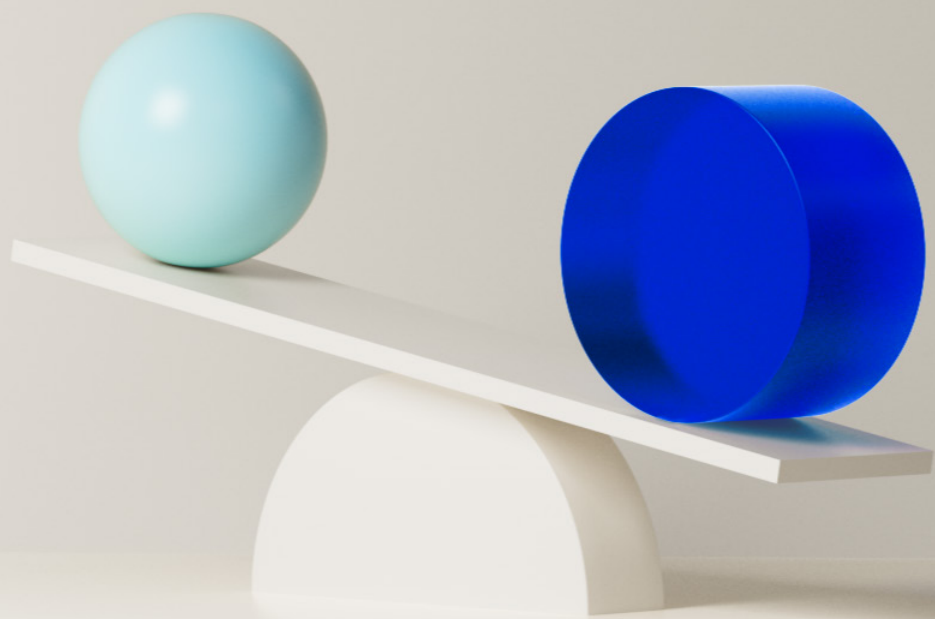


Pengepolitisk rapport

1 | 2024

Mars



Innhold

	Pengepolitiske vurderinger	5
1.	Internasjonal økonomi	10
2.	Finansielle forhold	17
3.	Norsk økonomi	21
3.1	Produksjon og etterspørsel	21
3.2	Arbeidsmarkedet	29
3.3	Priser og lønninger	34
	- Økt sysselsetting blant innvandrere løfter sysselsettingstrenden	42
	- Modeller for å anslå lønnsveksten	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
	- Avveiningene i pengepolitikken belyst ved prognosene for inflasjonen og produksjonsgapet	54
	Vedlegg	59

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. mars 2024. Pengepolitiske vurderinger er basert på informasjon frem til komitémøtet 20. mars 2024. Rapporten ble publisert 21. mars 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 1/24*

På møtene 5. og 13. mars 2024 drøftet komiteen de økonomiske utsiktene og innretningen av pengepolitikken. På grunnlag av drøftingene og en anbefaling fra bankens administrasjon fattet komiteen på møtet 20. mars 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. mars å holde styringsrenten uendret på 4,5 prosent. Slik komiteen nå vurderer utsiktene og risikobildet, vil styringsrenten trolig holdes på dette nivået en god stund fremover.

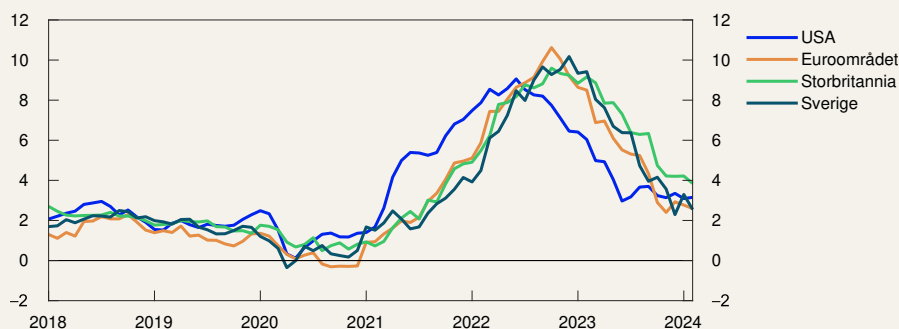
Lavere prisvekst internasjonalt

Konsumprisveksten hos våre viktigste handelspartnere avtok gjennom fjoråret, men den er fortsatt over sentralbankenes mål på 2 prosent. Prisveksten på varer har falt videre siden forrige rapport, mens prisveksten på tjenester har holdt seg oppe. Den underliggende prisveksten hos handelspartnere har avtatt om lag som anslått. Prisene på gass og kraft har også avtatt, og fremtidsprisene er lavere enn i desember. Oljeprisen har derimot steget siden forrige rapport. Uroligheter i Rødehavet har bidratt til at prisen for å frakte varer fra Asia til Europa har økt, men prisen er fortsatt klart lavere enn i kjølvannet av pandemien.

Den økonomiske veksten hos våre handelspartnere samlet sett var lav i 2023, og presset i økonomiene avtok. I fjerde kvartal var aktiviteten litt høyere enn anslått i forrige rapport. I USA var det sterk vekst, mens veksten var nær null hos flere av våre handelspartnere i Europa. Arbeidsledigheten har holdt seg lav.

Figur A Prisveksten internasjonalt har avtatt

Konsumpriser. Tolvmånedersvekst. Prosent



Kilde: LSEG Datastream

Figur B Sterkere krone

Importveid valutakursindeks. I-44



Kilde: Norges Bank

Høyere styringsrenteforventninger og sterkere krone

Sentralbankene hos våre viktigste handelspartnere har holdt renten i ro siden desember. I markedet er det forventede tidspunktet for første rentenedsettelse skjøvet noe ut i tid. Markedsprisingen indikerer nå forventninger om at sentralbankene vil begynne å sette ned rentene i sommer. Rentene på langsiktige statsobligasjoner er lite endret siden forrige rapport, mens aksjeindeksene i flere land har steget.

Styringsrenteforventningene her hjemme har steget siden desember. Markedsprisingen indikerer nå forventninger om at renten vil settes ned i løpet av høsten. Markedsrentene har steget mer hjemme enn ute. Kronen har styrket seg mer enn anslått. Påslaget i norsk pengemarkedsrente har falt og er lavere enn anslått.

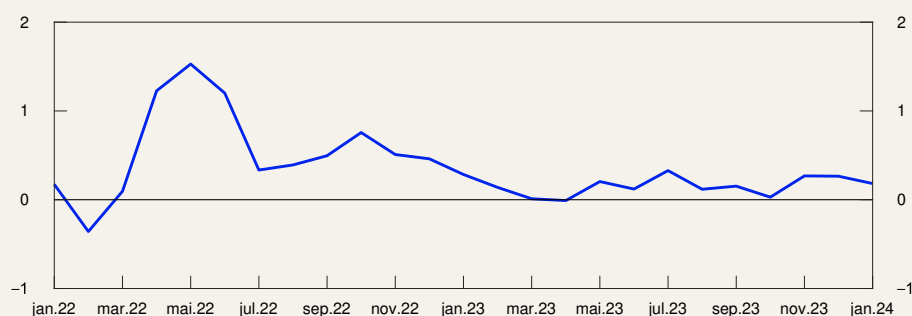
Presset i norsk økonomi har avtatt

Det er lav vekst i norsk økonomi. Gjennom fjoråret ble den økonomiske veksten dempet av en nedgang i husholdningenes konsum og et stort fall i boliginvesteringene. Siden forrige rapport har BNP for Fastlands-Norge vært høyere enn anslått. Både husholdningenes konsum og offentlig etterspørsel har vært høyere enn ventet. På den annen side har boliginvesteringene falt kraftig og vært lavere enn ventet.

Presset i norsk økonomi har avtatt, og kapasitetsutnyttningen samlet sett er nå trolig nær et normalt nivå. Andelen av befolkningen som er i jobb

Figur C Lav vekst i norsk økonomi

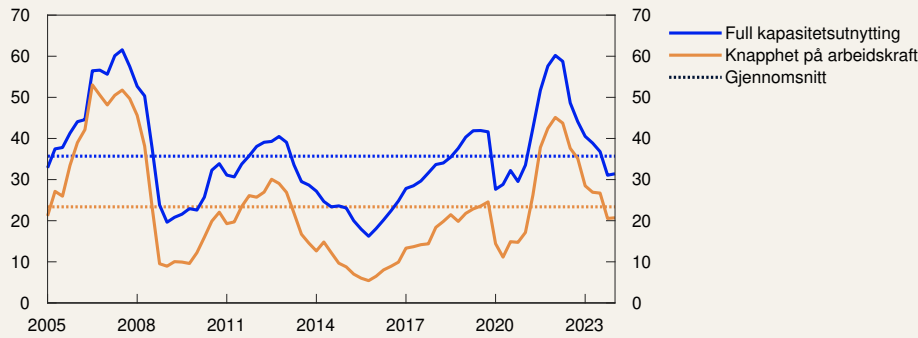
BNP for Fastlands-Norge. Glidende tremånedersvekst. Prosent



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

har etter pandemien økt til et høyt nivå, men det siste året har andelen avtatt noe. Sysselsettingen har likevel vært høyere enn anslått i forrige rapport. Arbeidsledigheten har steget litt det siste året. Den registrerte arbeidsledigheten er fortsatt lav og var i februar uendret på 1,9 prosent. Arbeidskraftundersøkelsen har vist en svakere utvikling de siste månedene enn andre indikatorer for arbeidsmarkedet. Kontaktene i vårt regionale nettverk rapporterer at det de siste to årene gradvis har blitt lettere å få tak i arbeidskraft. Andelen bedrifter som sier at mangel på arbeidskraft begrenser produksjonen, endret seg lite fra fjerde til første kvartal.

Bedriftene i nettverket venter samlet sett om lag uendret aktivitet frem til sommeren, men det er store forskjeller mellom næringene. Høye investeringer i petroleumsnæringen gir fortsatt vekst i oljeleverandørnæringen, og de tjenesteytende næringene venter at aktiviteten vil øke fremover. Både varehandelen og bygge- og anleggsnæringen venter ytterligere fall i aktiviteten i andre kvartal, men flere varehandelsbedrifter melder nå om litt lysere utsikter. Salget av nye boliger er fortsatt på et svært lavt nivå. I bruktboligmarkedet har prisene steget og vært høyere enn anslått. Antallet usolgte boliger har avtatt, men er fortsatt høyere enn et historisk gjennomsnitt.

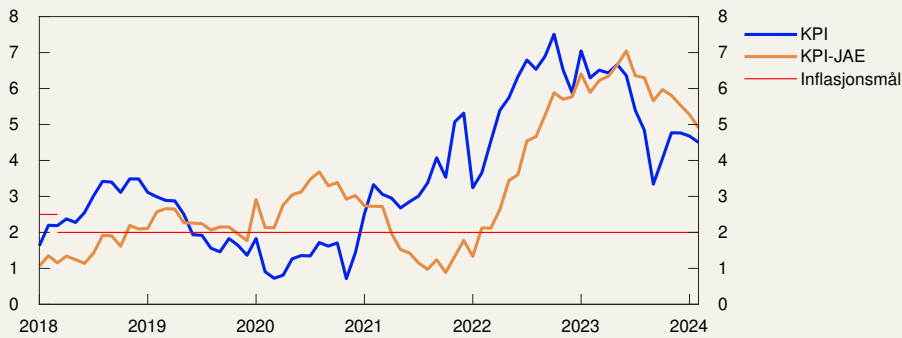
Vi venter lav vekst i norsk økonomi gjennom første halvdel av 2024, men aktiviteten ser ut til å bli litt høyere enn anslått i forrige rapport. Veksten i husholdningenes konsum ventes å holde seg svak gjennom første halvår, før den tiltar over sommeren. Vi venter at salget av nye boliger gradvis tar seg opp, og at boliginvesteringene begynner å øke igjen i andre halvår. Høye petroleumsinvesteringer, videre oppgang i eksporten og høy offentlig etterspørsel ventes å holde aktiviteten i norsk økonomi oppe i år. Kapasitetsutnyttningen samlet sett ventes å avta til noe under et normalt nivå.

Prisveksten er fortsatt høy

Prisveksten har avtatt videre siden forrige rapport, men er fortsatt høy. I februar var tolv månedersveksten i den samlede konsumprisindeksen (KPI) 4,5 prosent, som var lavere enn anslått. Gjennomsnittet av ulike

Figur E Prisveksten er fortsatt klart over målet

KPI og KPI-JAE. Tolvmånedersvekst. Prosent



Kilde: Statistisk sentralbyrå

indikatorer for underliggende inflasjon falt videre fra januar til februar. Tolvmånedersveksten i konsumprisindeksen justert for avgiftsendringer og uten energivarer (KPI-JAE) var 4,9 prosent i februar, også den lavere enn anslått. Prisveksten på varer har avtatt, mens prisveksten på tjenester har holdt seg oppe de siste månedene.

Prisveksten ser ut til å bli lavere i år enn tidligere anslått. De internasjonale prisimpulsene til konsumvarer i Norge ser ut til å være noe svakere enn tidligere lagt til grunn. I tillegg vil en sterkere krone enn tidligere anslått og lavere energipriser dempe prisveksten fremover.

Lønnsveksten i 2023 økte til 5,2 prosent, som var lavere enn anslått. Både Regionalt nettverk og Norges Banks forventningsundersøkelse indikerer at lønnsforventningene for 2024 har økt, og partene i arbeidslivet venter i gjennomsnitt en lønnsvekst rundt 5 prosent. Vi venter en årslønnsvekst i 2024 på 4,9 prosent.

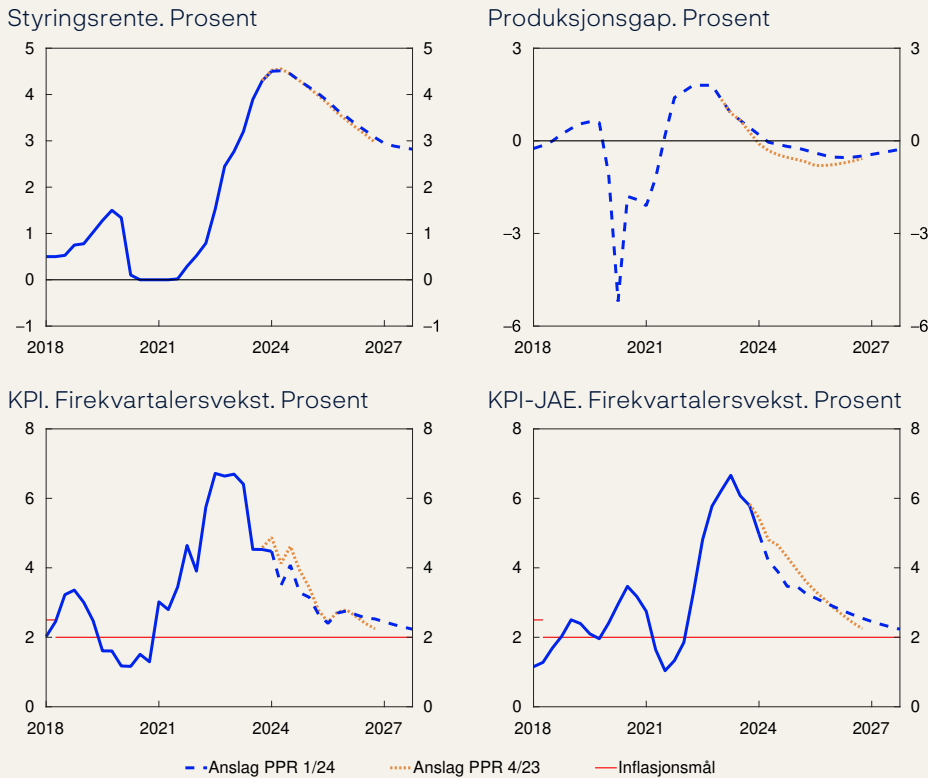
Ifølge forventningsundersøkelsen ligger de langsiktige forventningene til prisveksten fortsatt høyere enn inflasjonsmålet på 2 prosent, og forventningene økte litt i første kvartal.

Uendret rente på 4,5 prosent

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

Komiteens vurdering er at det er behov for å holde renten på dagens nivå en god stund fremover for å bringe prisveksten tilbake til målet innen rimelig tid. Pengepolitikken virker innstrammende, og det er lav vekst i norsk økonomi. Prisveksten avtar, men inflasjonen er fortsatt klart over målet. Bedriftenes kostnader har økt mye de siste årene, og høy lønnsvekst og kronesvekkelsen gjennom fjoråret vil bidra til å holde prisveksten oppe fremover.

Siden forrige rapport har aktiviteten i norsk økonomi vært høyere enn ventet, og prisveksten har vært lavere enn anslått. I vurderingen av rente-



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

utsiktene var komiteen opptatt av at dersom renten settes ned for tidlig, kan prisene fortsette å stige raskt, blant annet fordi kronen kan svekke seg. På den annen side kan en for høy rente bremse økonomien mer enn nødvendig. Komiteen mener at en renteutvikling om lag som prognosen i forrige rapport, gir en god avveining mellom målene i pengepolitikken.

Prognosen i denne rapporten indikerer en styringsrente som blir liggende på 4,5 prosent frem til høsten, før den gradvis avtar. Den økonomiske veksten ventes å holde seg lav gjennom første halvdel av 2024, før den tar seg opp. Arbeidsledigheten vil trolig øke noe, men litt mindre enn anslått i forrige rapport. Inflasjonen ventes å avta noe raskere i år enn tidligere anslått og nærme seg 2 prosent mot slutten av 2027.

Det er usikkerhet om den videre utviklingen i norsk økonomi. I diskusjonen av risikobildet var komiteen opptatt av de store forskjellene mellom de ulike næringene og hvordan de påvirker utsiktene for økonomien. Dersom kostnadsveksten holder seg oppe 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 igjen. Dersom vi får en kraftigere oppbremsing i norsk økonomi eller inflasjonen faller raskere, kan renten bli satt ned tidligere enn vi nå ser for oss.

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

Ida Wolden Bache
Pål Longva
Øystein Børsum
Ingvild Almås
Steinar Holden

20. mars 2024

1. Internasjonal økonomi

Konsumprisveksten hos våre handelspartnere har avtatt markert siden toppen, og vi anslår at den underliggende prisveksten vil avta videre. BNP-veksten hos handelspartnerne samlet var lav i fjor, men anslås å ta seg opp i løpet av inneværende år. Styringsrenteforventningene hos handelspartnerne er litt høyere enn i desember, mens de langsiktige rentene er lite endret.

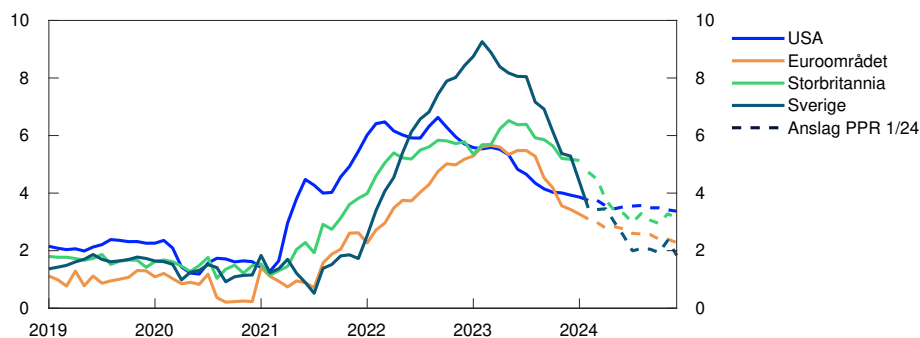
Underliggende konsumprisvekst ventes å avta videre

Siden toppen i slutten av 2022 har samlet konsumprisvekst falt betydelig hos alle våre viktigste handelspartnere, men de siste månedene har den vært lite endret. Samlet konsumprisvekst var i februar på 2,6 prosent i euroområdet og 3,2 prosent i USA.

Den underliggende konsumprisveksten har fortsatt å falle de siste månedene, særlig i Europa. Tolvmånedersveksten har avtatt til 3,1 prosent i euroområdet og 3,8 prosent i USA. I Storbritannia er inflasjonstakten noe høyere, se figur 1.1. Samlet sett har den underliggende prisveksten hos våre viktigste handelspartnere vært om lag som anslått i desemberrapporten.

Figur 1.1 Underliggende konsumprisvekst ventes å avta fremover

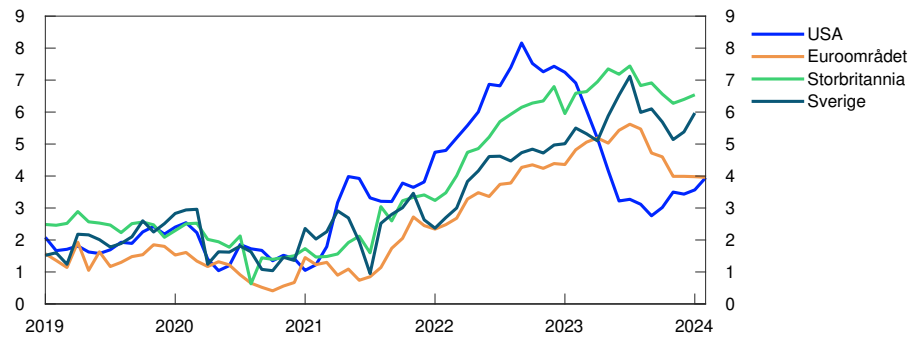
Underliggende konsumpriser. Tolvmånedersvekst. Prosent



Kilder: LSEG Datastream og Norges Bank

Figur 1.2 Tjenestepriśveksten holder seg oppe

Konsumpriser. Tjenester. Tolvmånedersvekst. Prosent



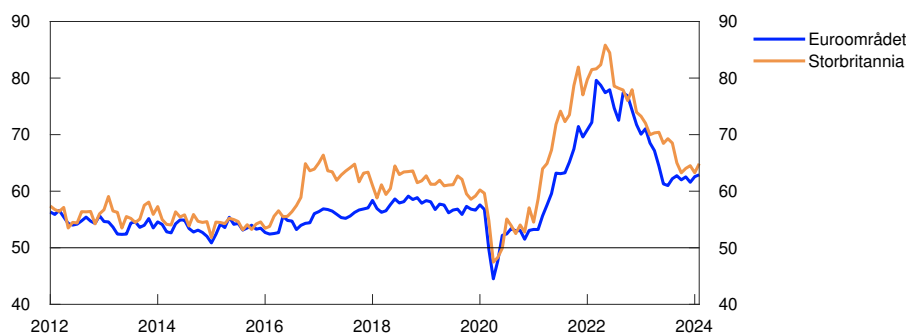
Kilde: LSEG Datastream

Vareprisveksten er på god vei ned, mens prisveksten på tjenester har holdt seg oppe i flere land de siste månedene, se figur 1.2. I USA er det særlig husleie som holder prisveksten oppe, men også for andre tjenester har prisveksten økt den siste tiden. I Europa er indikatorer for veksten i innkjøpspriser i tjenestesektoren fortsatt høyere enn i årene før pandemien, og de siste månedene har de økt litt, se figur 1.3. Sammen med høy lønnsvekst og svak utvikling i produktiviteten tyder dette på at tjenestepriśveksten trolig holder seg oppe den nærmeste tiden.

Vi venter at lavere kapasitetsutnyttning bidrar til at lønns- og prisveksten gradvis faller i årene fremover. Fortsatt lav arbeidsledighet bidrar til at lønnsveksten de nærmeste årene trolig holder seg over gjennomsnittet fra det siste tiåret før pandemien. Lønnsveksten hos våre viktigste handelspartnere anslås å avta fra 4,9 prosent i fjor til 4 prosent i år. Langsiktige markedsbaserte inflasjonsforventninger har endret seg lite siden forrige rapport og er nær inflasjonsmålene i både USA og euroområdet. Vi anslår at den underliggende prisveksten for våre viktigste handelspartnere samlet avtar fra 5,3 prosent i fjor til 3 prosent i år og til litt over 2 prosent i 2026. Anslagene for lønns- og prisveksten er lite endret fra desemberrapporten, se tabell 1 i vedlegget.

Figur 1.3 Fortsatt økte innkjøpspriser i tjenestesektoren

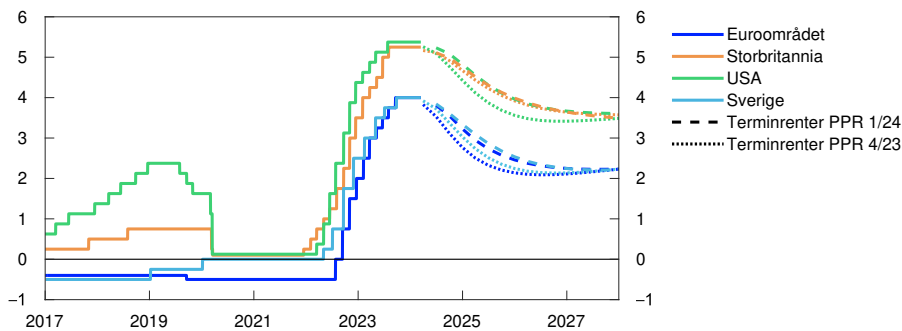
PMI tjenester. Innkjøpspriser



Kilde: LSEG Datastream

Figur 1.4 Styringsrenteforventningene ute har økt litt

Styringsrenter og beregnede terminrenter. Prosent



Kilder: Bloomberg, LSEG Datastream og Norges Bank

Styringsrenteforventningene ute har økt litt

Sentralbankene hos våre viktigste handelspartnere har holdt styringsrentene i ro det siste halvåret. Flere sentralbanker fremhever at det ikke blir aktuelt å redusere renten før de er tryggere på at inflasjonen er under kontroll.

Styringsrenteforventningene i markedet indikerer at de første rentekuttene ute vil komme til sommeren. Sammenlignet med forrige rapport er styringsrenteforventningene hos handelspartnerne litt høyere, og det forventede tidspunktet for første rentenedsettelse er skjøvet noe ut i tid, se figur 1.4. Det må ses i sammenheng med sterke nøkkeltall, særlig i USA, og at nedgangen i inflasjonen synes å gå litt saktere enn tidligere ventet i markedet. Langsiktige statsrenter er lite endret siden desember.

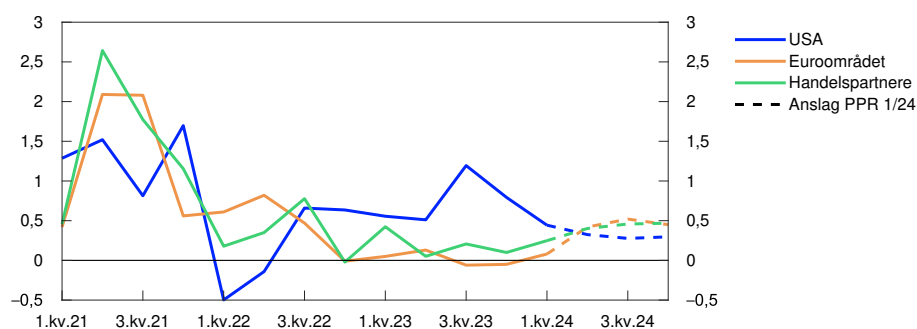
Aksjeindeksene hos våre viktigste handelspartnere har steget siden forrige rapport, samtidig som kredittpåslagene for foretaksobligasjoner har falt videre.

Veksten ute anslås å ta seg opp

Hos våre viktigste handelspartnere er kapasitetsutnyttningen trolig litt under et normalt nivå, men arbeidsledigheten holder seg lav. Etter svak

Figur 1.5 Høyere vekst i USA enn i euroområdet

BNP. Kvartalsvekst. Prosent



Kilder: LSEG Datastream og Norges Bank

BNP-vekst gjennom fjoråret, venter vi at veksten tar seg opp i løpet av inneværende år, se figur 1.5.

For handelspartnerne samlet var BNP-veksten i fjerde kvartal litt høyere enn anslått i desemberrapporten. Blant våre viktigste handelspartnere økte BNP mest i USA og Kina. Aktivitetsnivået var lite endret i euroområdet og Sverige og falt litt i Storbritannia.

I USA har lav sparing hos husholdningene, nedgang i prisveksten, finanspolitisk stimulans og god vekst i produktiviteten bidratt til at BNP-veksten har vært mye høyere enn i Europa. I tillegg bidrar stor utbredelse av fastrenteavtaler med lang løpetid til at mange amerikanske husholdninger er skjermet fra renteøkninger på sine boliglån. Aktivitetsindikatorer tyder på avtakende vekst i starten av inneværende år, og vi venter at husholdningenes sparing vil tilta. Dette vil trolig dempe BNP-veksten i år.

Høy prisvekst og økte renter bidro til svak utvikling i europeiske husholdningers kjøpekraft og forbruk i fjor. Økt reallønn vil trolig øke husholdningenes kjøpekraft i år. I tillegg bidrar lavere europeiske gasspriser til å løfte aktivitetsnivået noe i år. Utviklingen i energi- og råvarepriser er nærmere omtalt på [side 14](#).

Vi legger til grunn at råvareprisene utvikler seg i tråd med fremtidsprisene. Vårt anslag på styringsrentene tar utgangspunkt i markedets renteforventninger. Økte forsvars- og energiinvesteringer i Europa vil trolig løfte aktiviteten utover i prognoseperioden. Vi venter at veksten i Kina vil avta de nærmeste årene på grunn av et svakt eiendomsmarked, lav etterspørsel etter kinesiske varer og høy gjeld blant lokale myndigheter, eiendomsutviklere og statseide selskaper. Vi anslår at BNP-veksten hos handelspartnerne øker fra 1 prosent i 2023 til 1,1 prosent i 2024 og 1,8 prosent i 2025 og 2026. Anslagene er samlet sett lite endret fra forrige rapport.

Usikkerhet om den økonomiske utviklingen

Det er fremdeles usikkerhet knyttet til husholdningers og bedrifters tilpasning til både de store prisøkningene og til den raske renteoppgangen vi har bak oss. Dersom lønnsinntakene kompenseres for den høye prisveksten i større grad enn vi anslår eller inflasjonsforventningene skulle øke, kan pris- og lønnsveksten bli høyere enn vi nå venter. For å få inflasjonen helt ned til målet, kan sentralbankene måtte holde sine styringsrenter oppe i en lengre periode enn lagt til grunn nå. Pågående kriger i flere land bidrar også til usikkerhet om den internasjonale utviklingen fremover.

Nedgang i gass- og kraftpriser

Prisene for gass, utslippskvoter og kraft har falt siden desember, mens oljeprisen har steget. Siden toppen i 2022 har disse energiprisene falt mye, men de kan forbli høye sammenliknet med perioden 2010–2019. Veksten i indeksen for priser på importerte innsatsvarer har falt og vært negativ den siste tiden. Vi venter noe videre fall i veksten før den tar seg litt opp igjen mot slutten av 2024. Også indeksen for prisimpulser til importerte konsumvarer har avtatt videre og ventes å være lav gjennom året.

Oljeprisen har steget siden rapporten i desember. Fremtidsprisene har også økt noe. Det må ses i sammenheng med at OPEC-pluss fortsatt holder igjen på produksjonen for å understøtte prisen. Oljeprisen holdes også oppe av krigen i Gaza og angrep på skip i Rødehavet, med fare for spredning til større deler av Midtøsten. Fremtidsprisene for olje indikerer at oljeprisen vil falle noe fremover, se tabell 1.A.

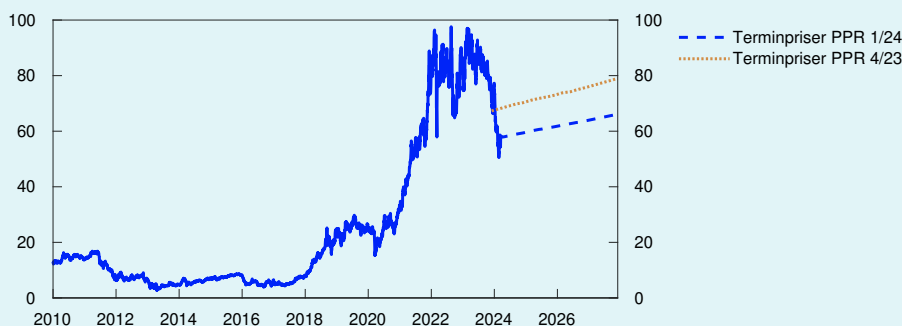
Prisene for gass, utslippskvoter og kraft har falt mye siden desember.¹ Fremtidsprisene har også falt. Mildt vær, energisparing og svak utvikling i energikrevende industri har dempet etterspørselen. Det har vært god tilgang på flytende gass (LNG) til Europa, og produksjon av fornybar- og kjernekraft har økt. Prisedgangen på utslippskvoter ble forsterket av at EU har fremskyndet kvotesalg for å finansiere energiomstillingen, se figur 1.A.

Generelt sett har energiprisene kommet mye ned siden toppen i 2022. OPEC-pluss økte produksjonen da prisen steg mye, og har senere kuttet i produksjonen for å stabilisere oljeprisen rundt dagens nivå. Bortfallet av russisk gass i rør til Europa har blitt møtt med markert økning av LNG-import. Nedgangen i produksjonen av fransk kjernekraft i 2022 har langt på vei blitt reversert, og mer nedbør har økt produksjonen av vannkraft. I tillegg har det vært omfattende tiltak for å spare energi i Europa, og utbygningstakten for vind- og solkraft har økt.

Samtidig gjenspeiler prisedgangen gjennom 2023 og inn i 2024 to vintre med mildt vær. Svak utvikling i verdensøkonomien har også ført til at veksten i energiforbruket holdes nede. Fallet i prisen på

Figur 1.A Lavere pris på utslippskvoter

USD/tonn



Kilde: LSEG Datastream

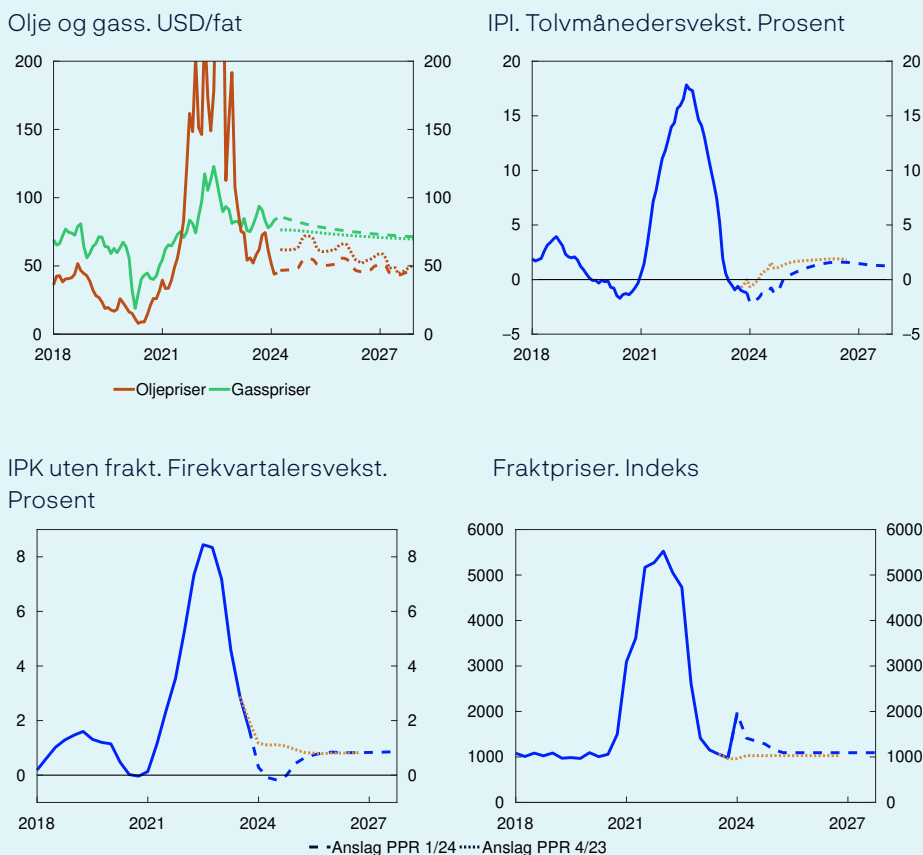
¹ Det er flere felles faktorer på etterspørselssiden for gass, utslippskvoter og kraft. Dessuten bestemmes kraftprisen ofte av kostnaden ved gasskraftproduksjonen (og tidvis kullkraftproduksjon), der prisen for utslippskvoter spiller en viktig rolle sammen med gassprisen. Samtidig påvirkes gassforbruket i kraftsektoren av produksjonen av fornybar produksjon. Kraftprisen i Norge, i tillegg til å påvirkes av kraftprisen i nabolandene, avhenger også av de hydrologiske forholdene, som fyllingsgrad i vannmagasinene og snøforholdene i fjellet. Nedbør, temperatur og vindforhold innvirker også.

utslippskvoter siden sommeren 2023 kan snu hvis EU igjen strammer til tilgangen på kvoter for å sikre tilstrekkelige utslippskutt.

Fremtidsprisene for energi indikerer priser som er lavere enn vi har sett de siste årene. Svakere vekst i globalt oljeforbruk i forbindelse med klima- og energiomstillingen kan føre til lavere oljepris over tid. Fremtidspriser for gass og kraft dempes av en forventet økning i tilgangen på global LNG i annen halvdel av dette tiåret. Fremtidsprisene indikerer likevel nivåer fremover som fremdeles er høyere enn for perioden 2010–2019. Overgangen fra et fossilt til fornybart energisystem går sakte. Mye av energiforbruket må elektrifiseres, og kraftproduksjonen må bli utslippsfri. Nødvendige investeringer i ny energiproduksjon og kutt i klimautslipp innebærer trolig at energiprisene kan forbli høye i en overgangsperiode. Samtidig vil energiprisene trolig variere mer, dels som følge av mer væravhengig energiproduksjon uten at tilstrekkelige lagringsalternativer som batterier og hydrogen er bygget ut og etterspørselsfleksibilitet utviklet, og dels som følge av vedvarende geopolitisk usikkerhet knyttet til fossil energiproduksjon.

Metallpriser ligger også godt under tidligere toppnivåer. Nedgangen skyldes svak økonomisk aktivitet i store industrialiserte land, utfordringer i Kinas boligsektor, samt reversering av tilbudsforstyrrelser for en del metaller. Fall i energipriser har også bidratt til lavere produksjonskostnader for energiintensive metaller. Fremtidsprisene indikerer en viss oppgang fremover. Økt behov for metaller i energiomstillingen vil understøtte prisene.

Figur 1.B Lavere prisimpulser fra utlandet



Kilder: LSEG Datastream og Norges Bank

Tabell 1.A Energipriser

Prosentvis endring i anslag fra Pengepolitisk rapport 4/23 i parentes	Snittpris (2010–2019)	Faktiske priser og fremtidspriser ¹					
		2022	2023	2024	2025	2026	2027
Olje, USD/fat	80	101	83	83 (9)	78 (6)	74 (4)	72 (3)
Nederlandsk gass, USD/fat	40	205	70	48 (-24)	52 (-19)	49 (-14)	46 (-8)
Petroleum ² , USD/fat	63	163	77	65 (-7)	67 (-3)	63 (-3)	60 (-1)
Kull, Euro/tonn	66	290	118	98 (-3)	100 (-3)	102 (1)	101 (-1)
Utslippskvoter, Euro/tonn	10	81	84	59 (-15)	61 (-16)	63 (-16)	66 (-16)
Tysk kraft, Øre/kWh	36	258	116	79 (-27)	91 (-18)	82 (-22)	74 (-25)
Nordisk kraft, Øre/kWh	32	142	66	50 (-13)	45 (-11)	44 (-12)	47 (-8)
Kraft sør i Norge, Øre/kWh	31	206	84	62 (-22)	59 (-16)	57 (-19)	60 (-)
Kraft nord i Norge, Øre/kWh	32	38	43	37 (9)	32 (3)	31 (-14)	34 (-)
Aluminium, i tusen USD/tonn	2	2,7	2	2,3 (5)	2,4 (5)	2,5 (5)	2,6 (4)
Kobber, i tusen USD/tonn	7	8,8	9	8,9 (6)	9,2 (7)	9,1 (5)	9,1 (3)
Stål, i tusen USD/tonn	0,5	0,7	1	0,6 (-4)	0,6 (-2)	-	-
Hvete, USD/tonn	210	202	331	207 (-10)	228 (-6)	234 (-2)	-
Mais, USD/tonn	183	143	271	176 (-11)	192 (-6)	192 (-5)	-

1 Terminpriser per 15. mars 2024.

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.

Kilder: LSEG Datastream og Norges Bank

Prisene på olje, aluminium og stål er viktige for den videre utviklingen i importerte innsatspriser. Siden forrige rapport har vår indikator for internasjonale prisimpulser til innsatsvarer (IPI) vært lavere enn ventet, se figur 1.B. Nedgangen har vært bredt basert på tvers av undergrupper. Vi venter at IPI vil falle noe mer gjennom året før den stiger og blir liggende nær sitt historiske gjennomsnitt. Nedjustering skyldes både at indeksen har vært lavere, og noe lavere fremtidspriser for noen viktige råvarer.

Vår indeks for internasjonale prisimpulser til importerte konsumvarer (IPK) ekskludert frakt har også vært litt lavere enn vi la til grunn sist. Selv om IPK fanger opp priser senere i verdikjeden enn IPI, påvirkes også denne av utviklingen i råvarepriser. For eksempel bidrar lavere matvarepriser, se tabell 1.A, etter hvert til lavere vekst i IPK. I tillegg er energipriser viktige for mange av produsentprisene som inngår. Vi venter at prisimpulsene fra importerte konsumvarer vil være lavere fremover enn i forrige rapport.

Siden desember har prisene på å frakte varer fra Asia til Europa økt. Økningen skyldes særlig urolighetene i Rødehavet som trekker opp fraktratene og fører til lengre leveringstider. Prisoppgangen har stoppet opp de siste ukene. Den har vært mer moderat enn i 2021 og 2022. Risikoen for svært høye fraktrater er denne gangen trolig mindre ettersom veksten i internasjonal handel er lavere og kontainerkapasiteten bedre. Oppgangen i fraktratene mer enn motvirkes av lavere innsats- og konsumvarepriser ute.

2. Finansielle forhold

Markedsrentene har økt og indikerer at styringsrenten ventes å falle saktere fremover enn ved forrige rapport. Det bidrar til strammere finansielle forhold. Boliglånsrenten anslås å stige til 5,7 prosent i år før den gradvis avtar. Kronekursen er sterkere enn lagt til grunn i forrige rapport og anslås å holde seg om lag uendret fremover.

Markedet venter at styringsrenten holdes oppe lenger

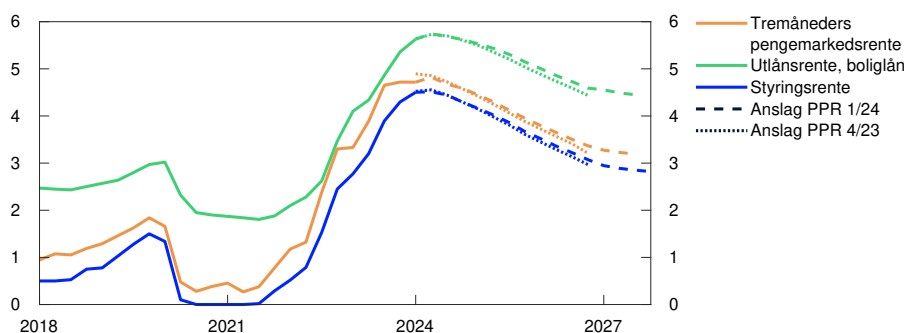
Markedets renteforventninger økte etter at styringsrenten ble hevet til 4,5 prosent i desember. Økningen har fortsatt i år, noe som også må ses i lys av at renteforventningene har steget hos våre viktigste handelspartnere. Markedets forventede styringsrente ligger nær vår prognose for styringsrenten de neste årene.

Boliglånsrenten øker noe mer frem mot sommeren

Den gjennomsnittlige renten for alle utestående boliglån med flytende og fast rente var 5,5 prosent ved utgangen av januar. Det var 0,2 prosentenheter høyere enn tre måneder tidligere. Frem mot sommeren venter vi at boliglånsrenten vil øke videre, til 5,7 prosent. Det gjenspeiler at det tar tid før oppgangen i styringsrenten vi har bak oss, får full virkning. Utover i prognoseperioden anslås boliglånsrenten å avta gradvis igjen, se figur 2.1.

Figur 2.1 Husholdningenes boliglånsrente vil øke litt mer

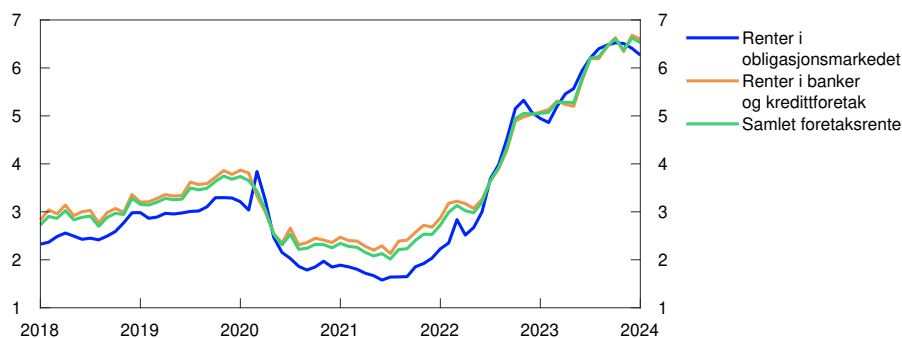
Renter. Prosent



Kilder: LSEG Datastream, Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 2.2 Renten på ny foretaksfinansiering er lite endret

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



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

Innskuddsrenten har økt klart mindre enn styringsrenten siden høsten 2021, men har siden i fjor høst økt mer i takt med oppgangen i styringsrenten. I januar var gjennomsnittlig innskuddsrente 2,9 prosent. Vi anslår at den vil fortsette å øke frem mot sommeren, og noe mer enn boliglånsrenten. Bankenes rentemargin er nå høyere enn sitt historiske gjennomsnitt, men den anslås å falle gradvis utover i prognoseperioden.

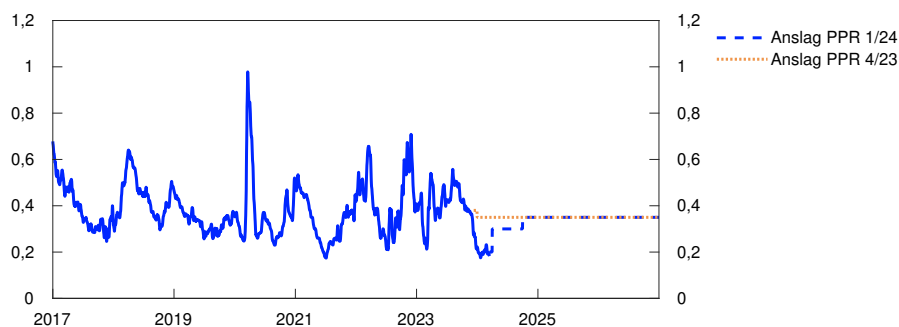
Utlånsrentene til foretak er lite endret

Renten på nye lån til foretak med flytende rente var 6,5 prosent i januar, målt som et veid gjennomsnitt av bank- og obligasjonsgjeld. Det var om lag uendret sammenlignet med tre måneder tidligere, se figur 2.2.

Renten på banklån til foretak tar utgangspunkt i tremåneders Nibor, som har økt litt siden forrige rapport. Høyere forventet styringsrente har bidratt til å trekke Nibor opp, men det har blitt motvirket av at risiko-påslaget utover forventet styringsrente har falt. Så langt i første kvartal har påslaget vært rundt 0,2 prosentenheter, som er klart lavere enn gjennomsnittet de siste ti årene. Nibor er knyttet til rentene på amerikanske dollar, og fallet i Nibor-påslaget siden desember henger trolig sammen med lavere påslag i det amerikanske pengemarkedet. Fremover venter vi at Nibor-påslaget vil øke gradvis mot 0,35 prosentenheter, se figur 2.3. Anslagene ligger nær markedets prising av påslaget frem i tid.

Figur 2.3 Pengemarkedspåslaget anslås å øke

Pengemarkedspåslag. Prosentenheter



Kilder: Bloomberg og Norges Bank

Utover Nibor betaler foretak en margin som blant annet gjenspeiler kreditt risikoen til den enkelte bedrift. Den gjennomsnittlige marginen for nye banklån har økt noe siden i fjor høst, og den var i januar på om lag samme nivå som før renteoppgangen startet høsten 2021. For foretak som låner i obligasjonsmarkedet, har risikopåslagene falt litt siden forrige rapport. Fallet har vært mest markert for foretak innen næringsseiendom, men avstanden ned til påslagene for andre sektorer som industri og banker er fortsatt klart større enn den var høsten 2021. For industri, banker og kredittforetak har obligasjonspåslagene endret seg lite siden forrige rapport.

For foretak som låner til fast rente vil ikke renteoppgangen slå inn før lånene refinansieres. Nye foretakslån prises med utgangspunkt i swaprenter med tilsvarende løpetid. Swaprentene har økt siden forrige rapport. Noe skyldes en generell økning i langsiktige renter internasjonalt, men norske renter har steget noe mer. For swaprenter med ti års løpetid har renteforskjellen mellom Norge og de viktigste handelspartnerne økt med vel 0,2 prosentenheter siden forrige rapport.

Hovedindeksen på Oslo Børs er lite endret siden forrige rapport. Energi-sektoren har falt med nærmere 10 prosent, til tross for at oljeprisen har steget i samme periode. Det synes blant annet å gjenspeile usikkerhet om lønnsomhet i prosjekter knyttet til fornybar energi.

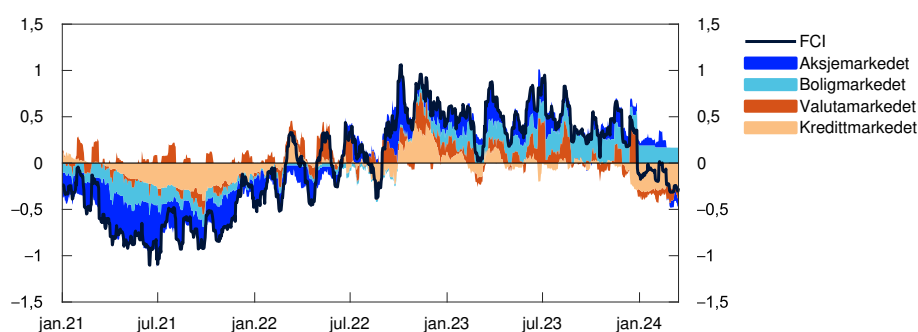
Økningen i forventet styringsrente bidrar til strammere finansielle forhold enn ved forrige rapport. Øvrige finansielle forhold som har betydning for husholdninger, banker og andre foretak, har derimot blitt mer lempelige. Det kommer også til uttrykk i vår indeks for finansielle forhold (FCI), se figur 2.4. Indeksen viser nå at øvrige finansielle forhold er noe mer lempelige enn sitt historiske gjennomsnitt, mens de var noe strammere ved forrige rapport. Det er særlig fallet i Nibor-påslaget som bidrar til at indeksen nå er lavere.

Lavere kredittvekst, men fortsatt god tilgang på kreditt

Tolv månedersveksten i kreditt til husholdninger og foretak har avtatt videre siden forrige rapport og ligger klart lavere enn sine historiske

Figur 2.4 FCI har falt siden desember

Indeks for finansielle forhold. Standardavvik fra gjennomsnitt



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

gjennomsnitt. Lavere kredittvekst til husholdninger må trolig ses i lys av lavere etterspørsel etter lån som følge av høyere rente og lavt salg av nye boliger. Fallet i kredittveksten til ikke-finansielle foretak har trolig sammenheng med lavere foretaksinvesteringer.

I Norges Banks utlånsundersøkelse meldte bankene samlet sett om uendret kredittpraksis i fjerde kvartal i fjor, og at kredittpraksisen ville være den samme i innværende kvartal. For å innvilge nye lån til foretak innen næringseiendom stiller bankene fortsatt strengere krav til egenkapital og evne til gjeldsbetjening enn de gjorde for halvannet år siden. Samlet sett synes tilgangen på kreditt fortsatt å være god for kredittverdige husholdninger og foretak.

Kronen har styrket seg

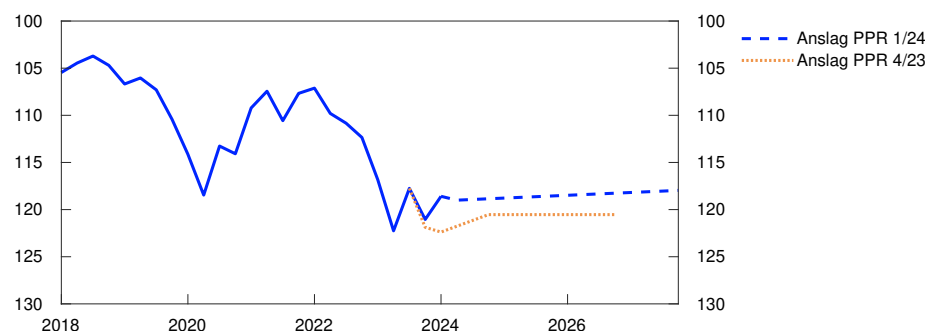
Kronen har styrket seg mot de fleste av våre handelspartneres valutaer siden forrige rapport. Det meste av styrkingen kom rett etter rentemøtet i desember. Hevingen av styringsrenten til 4,5 prosent ga en økning i norske renter og sammenfalt med at rentene hos våre handelspartnere gikk ned. Så langt i første kvartal har kronen svekket seg noe igjen, men målt ved den importveide indeksen I-44 er den fortsatt klart sterkere enn før fremleggelsen av forrige rapport. Gjennomsnittet hittil i første kvartal er 3,3 prosent sterkere enn vi anslo i desember.

Prognosen for styringsrenten i denne rapporten ligger nær markedets forventninger. Vi anslår at kronkursen de nærmeste årene blir liggende nær nivået den hadde da denne rapporten ble ferdigstilt, se figur 2.5. Det innebærer en viss styrking av den reelle kronkursen, siden inflasjonen i Norge anslås å være noe høyere enn hos våre handelspartnere de nærmeste årene.

Det er stor usikkerhet rundt anslagene for kronkursen. Både endringer i forventet renteforskjell mot handelspartnerne og skiftende risikopremier i valutamarkedet kan føre til at kronkursen utvikler seg annerledes enn vi har lagt til grunn i denne rapporten.

Figur 2.5 Små endringer i kronkursen fremover

Importveid valutakursindeks. I-44



Kilde: Norges Bank

3. Norsk økonomi

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

Renteoppgangen demper aktiviteten i norsk økonomi. Sammen med svakere prisimpulser fra utlandet og lavere energipriser vil det bidra til at prisveksten avtar og nærmer seg inflasjonsmålet på noe sikt. Samtidig bremser svekkelsen av kronen gjennom fjoråret og fortsatt høy lønnsvekst nedgangen i prisveksten. Vi venter at arbeidsledigheten vil øke noe.

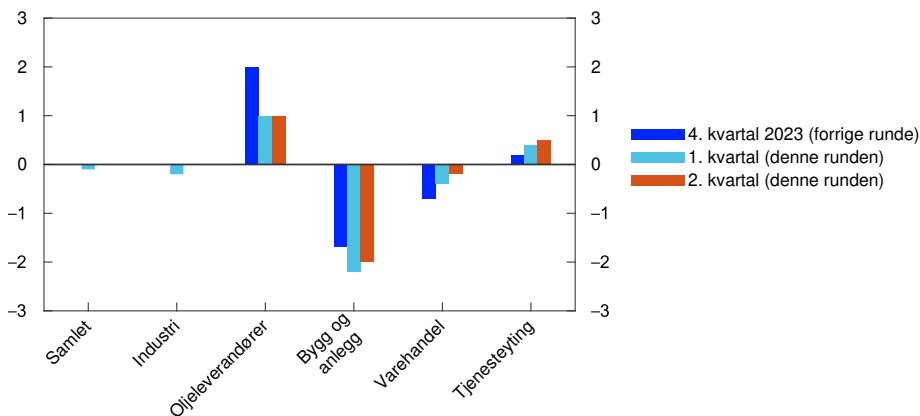
3.1 Produksjon og etterspørsel

Svak vekst i fastlandsøkonomien

Vi anslår at norsk økonomi nådde konjunkturtoppen mot slutten av 2022. Siden det har veksten avtatt. BNP for Fastlands-Norge økte med 1,1 prosent i 2023. I fjerde kvartal var veksten 0,2 prosent. Utviklingen har vært litt sterkere enn vi anslo i desemberrapporten.

Figur 3.1 Store forskjeller mellom næringene

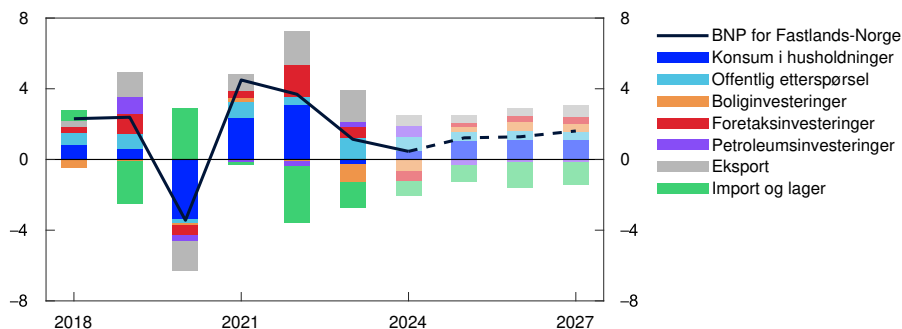
Forventet produksjonsvekst ifølge Regionalt nettverk. Sesongjustert. Prosent



Kilde: Norges Bank

Figur 3.2 Lav vekst i norsk økonomi

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



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Bedriftene i vårt regionale nettverk venter samlet at aktiviteten vil holde seg stabil frem til sommeren, se figur 3.1. Forskjellene mellom næringene er fortsatt stor. I bygge- og anleggsnæringen ventes det at aktiviteten vil fortsette å falle som følge av svak utvikling i nyboligmarkedet. Aktiviteten i oljeleverandørnæringen er fortsatt høy, men veksten ventes å avta ettersom mange av bedriftene i næringen allerede opererer nær full kapasitet.

Økte renter og høy prisvekst har dempet etterspørselen i norsk økonomi. Vi venter at boliginvesteringene faller videre i år. Husholdningenes konsum vil trolig vokse i år, etter fall i fjor. Kronesvekkelsen har bedret den kostnadmessige konkurranseevnen for norske bedrifter, men veksten i eksporten vil trolig avta fra i fjor. Høy aktivitet i petroleumsmessige næringer og høy offentlig etterspørsel løfter aktiviteten i 2024. I tråd med Regionalt nettverk og vårt prognosesystem SMART venter vi uendret aktivitet i økonomien frem mot sommeren. Deretter tror vi at veksten tar seg opp. Vi anslår en årsvekst i BNP for Fastlands-Norge på 0,5 prosent i 2024, se figur 3.2. Vi venter at veksten tar seg gradvis opp utover i prognoseperioden, i hovedsak som følge av høyere privat konsum. Økt offentlig etterspørsel bidrar også til høyere aktivitet. Årsvekstanslagene for BNP for Fastlands-Norge er litt høyere i år, men i årene fremover er det små endringer fra forrige rapport.

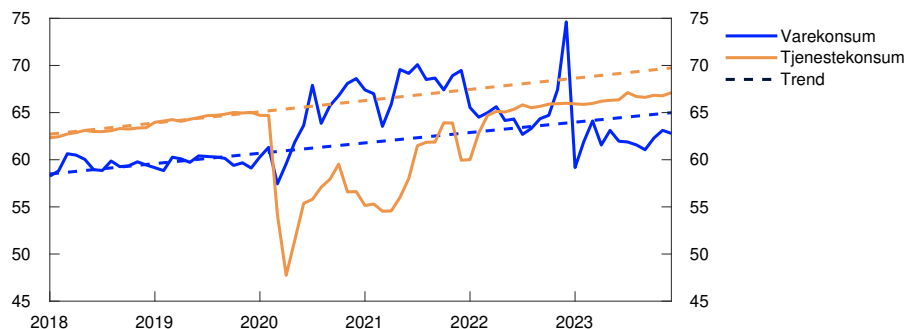
Konsumet tar seg trolig opp i andre halvår

Husholdningenes konsum falt med 0,5 prosent i 2023. Mesteparten av fallet kom tidlig på året. Høyt forbruk av særlig elektrisitet og brensel mot slutten av fjoråret på grunn av kaldt vær bidro til at konsumet samlet har utviklet seg sterkere enn anslått i forrige rapport, se figur 3.3. Varekonsumet falt i januar og korttransaksjonsdata indikerer videre fall i februar. Tjenestekonsumet var uendret fra tredje til fjerde kvartal og korttransaksjonsdata tyder på at denne utviklingen har fortsatt i januar og februar.

Reallønnsnedgang og økte renter førte til at husholdningenes disponible realinntekt falt i fjor. Fra i år venter vi at kjøpekraften igjen vil øke, som følge av positiv reallønnsvekst og etter hvert lavere renter. At flere ventes

Figur 3.3 Utviklingen i konsumet har vært svak

Vare- og tjenestekonsum i husholdningene. Faste 2021-priser. Sesongjustert. Mrd. kroner



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

å komme i jobb vil også bidra til vekst i husholdningenes samlede kjøpekraft.

Vi venter at konsumet vil være om lag uendret frem til sommeren for så å øke gjennom høsten. Anslaget for 2024 er oppjustert fra forrige rapport, ettersom utviklingen har vært litt sterkere enn ventet. Oppjusteringen er også i tråd med ny informasjon fra Regionalt nettverk, der både husholdningsrettede tjenesteytere og varehandelsbedriftene nå venter høyere vekst enn i desember. Vi venter at god vekst i disponibel realinntekt vil løfte konsumet gjennom hele prognoseperioden.

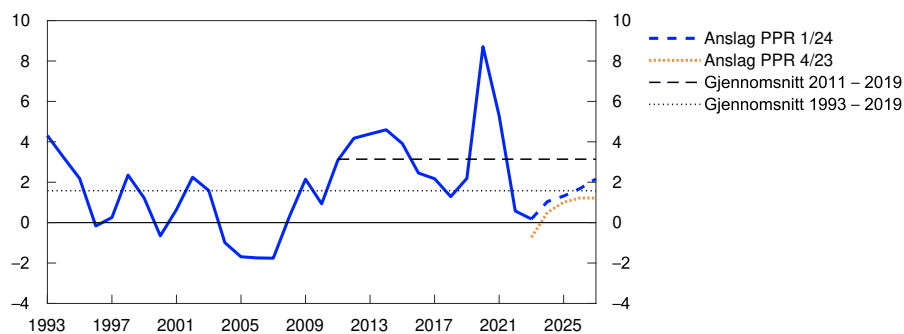
Spareraten var på et lavt nivå i 2023, men var høyere enn lagt til grunn i forrige rapport, se figur 3.4. Dette skyldes i hovedsak økt pensjonssparing. Ser vi bort fra pensjonssparingen, var sparingen negativ. Det tyder på at mange husholdninger enten har tært på oppsparte midler eller økt gjeldsopptaket for å opprettholde konsumet. Vi anslår at husholdningenes sparing gradvis vil øke noe som følge av høyere inntekter.

Markert fall i boliginvesteringene

Aktiviteten i bruktboligmarkedet har holdt seg oppe. Frem til i fjor høst økte antall usolgte boliger. Denne beholdningen er redusert de siste

Figur 3.4 Husholdningenes sparingrate er lav

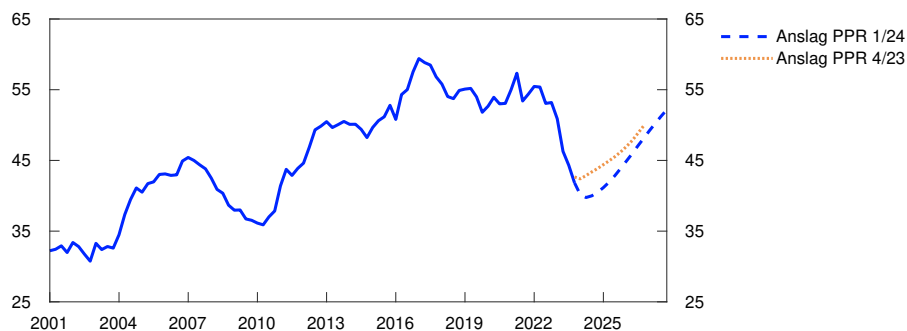
Husholdningenes sparingrate uten aksjeutbytte. Prosent



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 3.5 Boliginvesteringene har falt mye

Boliginvesteringer. Faste 2021-priser. Sesongjustert. Mrd. Kroner



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

månedene, men den er fortsatt på et høyt nivå. Boligprisene falt i fjor høst, men de har hatt en sterk utvikling hittil i år. Vi venter at denne utviklingen fortsetter den nærmeste tiden. På sikt venter vi at lav boligbygging og etter hvert lavere renter vil bidra til at boligprisene stiger videre. Våre anslag for boligprisene er høyere enn i desemberrapporten gjennom prognoseperioden.

Utviklingen i boliginvesteringene har vært svak de siste årene. Det skyldes både lavt nyboligsalg og svak lønnsomhet på nye prosjekter som følge av økte renter og høye byggekostnader. Nivået på boliginvesteringene i fjerde kvartal i fjor var 27 prosent lavere enn toppen i andre kvartal 2021. Dette er et større fall enn under finanskrisen, men mindre enn fallet under bankkrisen 1988–1993. Få igangsatte boliger og et svakt nyboligsalg i fjor høst tilsier at boliginvesteringene vil falle videre den nærmeste tiden. Informasjon så langt i år viser tegn til bedring i nyboligmarkedet. Ulike sentimentsindikatorer har vist en oppgang, tall for nyboligsalget kan tyde på at fallet har avtatt og flere bedrifter i Regionalt nettverk melder om høyere salgstall på nye boligprosjekter. I tråd med de mer positive signalene venter vi at boliginvesteringene gradvis vil ta seg opp fra sommeren. Lenger frem i tid vil trolig høyere boligprisvekst, økte realinntekter og befolkningsvekst bidra til å løfte boliginvesteringene. Anslaget for årsveksten i 2024 er nedjustert, men vi venter høyere vekst videre utover i prognoseperioden enn i desemberrapporten, se figur 3.5.

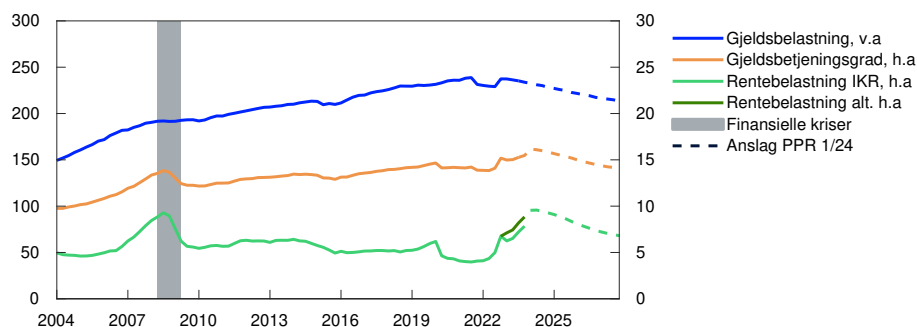
Husholdningenes rentebelastning har økt mye

Styrringsrenten har blitt hevet mye de siste to årene. Høyere rente i kombinasjon med en høy gjeldsbelastning, i hovedsak til flytende rente, har bidratt til en markert oppgang i husholdningenes renteutgifter, se figur 3.6. Dette har redusert husholdningenes disponible inntekt og bidrar til at mange husholdninger har måttet stramme inn på konsumet. Våre analyser indikerer likevel at de aller fleste husholdningene har økonomi til å håndtere de økte renteutgiftene.¹ Vi venter at rentebelastningen øker litt videre gjennom 2024. Videre fremover vil lavere gjeldsbelastning og nedgang i styrringsrenten bidra til at rentebelastningen gradvis avtar.

¹ Se [Finansiell stabilitet 2023 – 2. halvår](#). Norges Bank, side 23–24.

Figur 3.6 Husholdningenes rentebelastning har økt

Prosent



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Husholdningenes gjeldsopptak har avtatt siden i fjor sommer. Som følge av et høyere rentenivå og lavere boligbygging anslår vi at gjelden øker mindre enn inntekten også i årene fremover. Det innebærer at husholdningenes gjeldsbelastning ventes å avta utover i prognoseperioden. Som følge av høyere boligpriser er anslagene på husholdningenes gjeldsopptak litt oppjustert siden forrige rapport.

Lavere foretaksinvesteringer i år

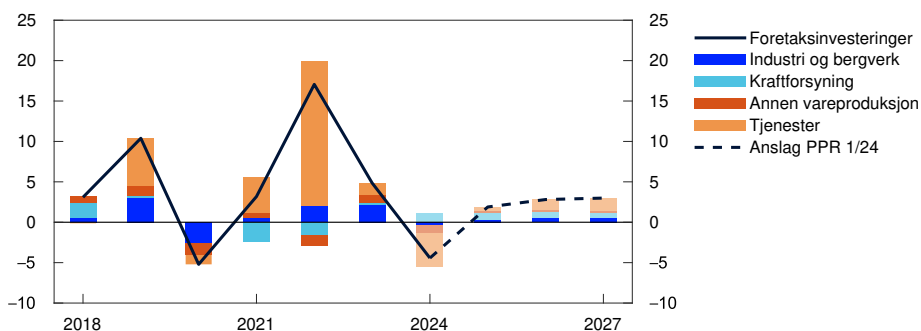
Investeringene i fastlandsbedriftene har økt mye siden høsten 2020, men de har falt de to siste kvartalene. Vi anslår at nedgangen vil fortsette i første halvdel av 2024, se figur 3.7. Det må sees i sammenheng med økte renter, høy kostnadsvekst, sterk investeringsvekst de siste årene og svak utvikling i den økonomiske aktiviteten. Det er først og fremst utsikter til lavere investeringsaktivitet innen tjenesteyting som trekker ned anslaget på investeringsveksten. Videre fremover venter vi at tjenesteinvesteringene vil ta seg opp. Investeringer innen kraftforsyning anslås å øke på grunn av klima- og energiomstillingen. Etter hvert som renten kommer ned, vil det også øke investeringene.

Investeringene i olje- og gasssektoren økte med 10,5 prosent i 2023. Vi anslår høy vekst også i år, før investeringene ventes å falle gjennom

Figur 3.7 Utsikter til lavere investeringer i tjenestesektoren

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

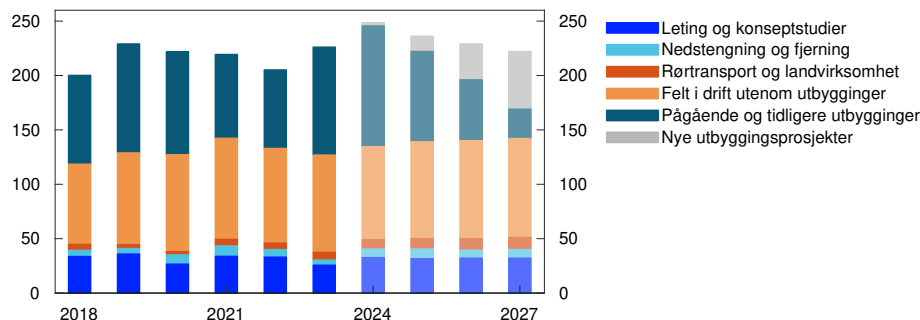
Prosentenheter



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 3.8 Høyere petroleumsinvesteringer i år

Petroleumsinvesteringer. Faste 2024-priser. Mrd. kroner



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

resten av prognoseperioden, se figur 3.8. Den høye veksten i 2023 og 2024 gjenspeiler at det ble satt i gang en rekke utbyggingsprosjekter høsten 2022 som følge av oljeskattepakken og høye energipriser. Flere av disse prosjektene vil fases ut de neste årene. Anslaget for petroleumsinvesteringene i 2024 er oppjustert i lys av investeringstillingen for første kvartal. På nivå er anslagene for resten av prognoseperioden lite endret.

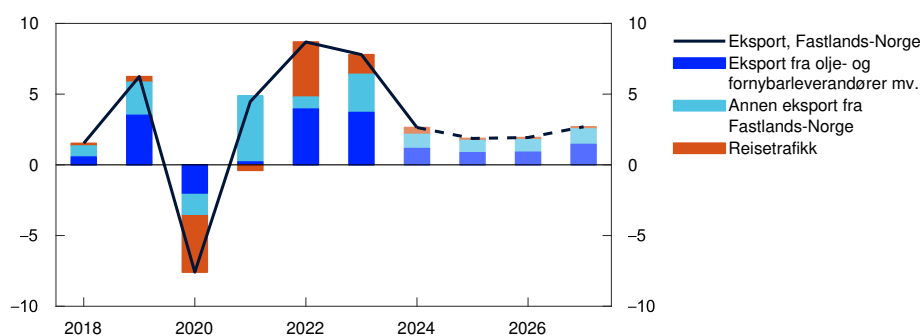
Lavere vekst i eksporten fremover

Eksporten fra fastlandsbedriftene har økt mye de to siste årene. Veksten har særlig vært drevet av økt eksport fra leverandører til virksomhet innen olje, gass og fornybar energi, se figur 3.9. Svekkelsen av kronen har bidratt til økt turisme, samt å løfte annen eksport. Vi venter lavere eksportvekst i år og årene fremover, blant annet som følge av en sterkere krone og lav økonomisk vekst hos våre handelspartnere. Mange leverandørbedrifter innen olje- og gassektoren opererer dessuten nær full kapasitet.

Etter sterk vekst i 2022 falt importen gjennom store deler av fjoråret. Vi anslår at importen vil holde seg om lag uendret frem mot sommeren som følge av lav aktivitet i norsk økonomi. Deretter venter vi at høyere økonomisk vekst og en sterkere krone vil føre til at importen gradvis tar seg opp.

Figur 3.9 Lavere vekst i eksporten fremover

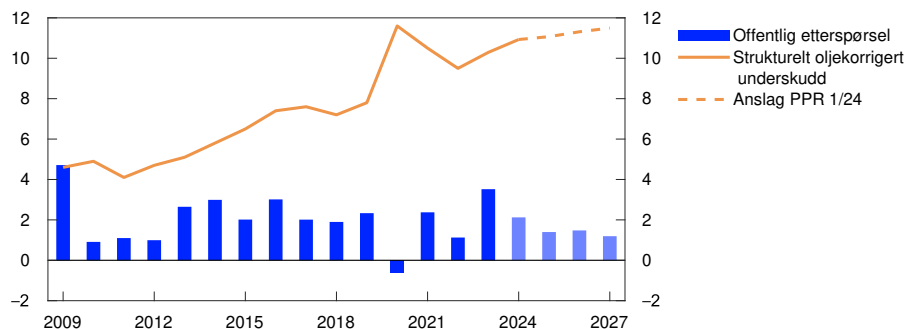
Eksport fra Fastlands-Norge. Årsvekst. Bidrag til årsvekst. Prosentenheter



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 3.10 Utsikter til litt avtakende 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

Våre anslag for importveksten fremover er om lag som i forrige rapport, men nivået er lavere.

Høy etterspørsel i offentlig sektor

Veksten i offentlig etterspørsel var høy i 2023. Offentlig konsum økte mye, både i stats- og kommuneforvaltningen, men det var særlig høye offentlige investeringer mot slutten av året som bidro til at veksten i offentlig etterspørsel var sterkere enn lagt til grunn i forrige rapport. Vi legger til grunn at veksten avtar de neste årene, se figur 3.10. Utsikter til lavere kapasitetsutnyttning tilsier isolert sett at offentlig etterspørsel holdes oppe. Vi venter at strukturelt oljekorrigert underskudd som andel av Statens pensjonsfond utland vil falle i år og holde seg på 2,7 prosent av fondsverdien resten av prognoseperioden. Som følge av økende verdi på fondet anslår vi at underskuddet som andel av trend-BNP vil øke gradvis ut prognoseperioden. Anslaget på strukturelt oljekorrigerte underskudd er oppjustert fra forrige rapport.

Anslagene er usikre

De store forskjellene mellom næringene gjør det krevende å tolke de samlede vekstutsiktene for økonomien. Det er fortsatt usikkerhet knyttet til husholdningenes tilpasning til høyere rente. Renteutgiftene til husholdningene økte mye i 2023, og de forventes å forbli høye i år. Samtidig er spareraten fortsatt lav. Husholdningenes forbruk kan derfor bli svakere enn våre analyser tyder på. Hvis oppgangen i styringsrenten påvirker bolig- og foretaksinvesteringene med et lengre tidsetterslep enn vi legger til grunn, kan veksten i fastlandsøkonomien bli lavere fremover enn vi anslår. På en annen side kan en større oppgang i boligprisene enn vi venter, føre til at boliginvesteringene blir høyere enn våre anslag.

SMART – System for modellanalyse i realtid

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

Modellanslag er et viktig verktøy for å vurdere utsiktene for norsk økonomi, men de vil ikke nødvendigvis være identiske med våre endelige prognoser. Avvik kan for eksempel skyldes skjønnsmessige vurderinger av drivkrefter som er annerledes i dagens situasjon enn de historiske sammenhengene tilsier.

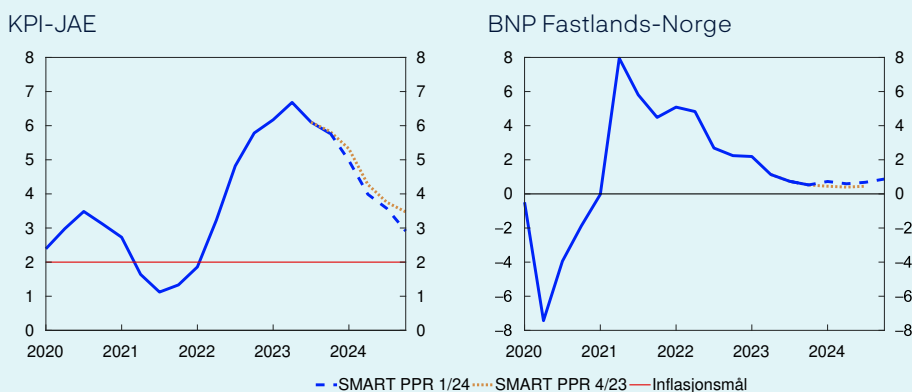
SMART-anslagene for prisveksten, målt ved firekvartalsveksten i KPI-JAE, er nedjustert sammenlignet med forrige rapport, se venstre panel i figur 3.A. SMART indikerer at prisveksten gradvis vil falle fremover. Modellsystemet anslår en firekvartalersvekst på 5,0 prosent i første kvartal og 4,0 prosent i andre kvartal 2024. Endringene i anslagene må ses i sammenheng med at den faktiske prisveksten har vært lavere enn SMART-anslagene ved forrige rapport.

SMART-anslagene for BNP Fastlands-Norge er litt høyere enn i forrige rapport, se høyre panel i figur 3.A. SMART anslår en firekvartalersvekst på 0,7 prosent i første kvartal og 0,6 prosent i andre kvartal. Oppjustering av SMART-anslagene for BNP for Fastlands-Norge skyldes i hovedsak at aktiviteten i fjerde kvartal var en del sterkere enn modellsystemet ventet ved forrige rapport.

Fra begynnelsen av 2022 oppjusterte SMART anslaget for prisveksten i andre kvartal 2024 betydelig, i takt med tiltakende prisvekst, se figur 3.B. Etter at faktisk prisvekst begynte å avta, har anslaget avtatt.

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

Firekvartalersvekst. Prosent

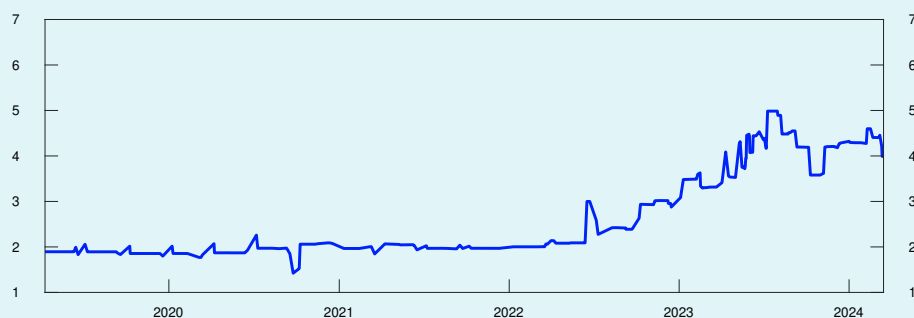


Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

¹ Bowe, F., I.N. Friis, A. Loneland, E. Njølstad, S.S. Meyer, P.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 KPI-JAE for andre kvartal 2024 ved ulike tidspunkt. Firekvartalersvekst. Prosent



Kilde: Norges Bank

3.2 Arbeidsmarkedet

Syssettingen er høy

En høy andel av befolkningen er i jobb, og den registrerte ledigheten er fortsatt lav, se figur 3.11. Samtidig er det tegn til at presset i arbeidsmarkedet avtar. Ledigheten har økt noe det siste året. I fjerde kvartal økte sysselsettingen videre, men ser vi fjoråret under ett, avtok veksten i sysselsettingen. Andelen av befolkningen som er i jobb, gikk også noe ned. Det må ses i sammenheng med det har kommet mange ukrainske flyktninger til landet de siste to årene, og om lag én av fem er i arbeid.

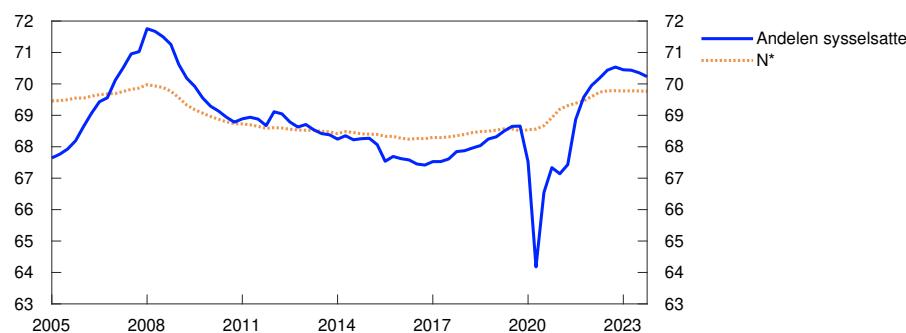
Over tid har mange innvandrere kommet i jobb og bidratt til at sysselsettingsandelen blant innvandrere har økt, se utdyping på [side 42](#).

Ledigheten har steget gradvis

Den registrerte ledigheten har steget gradvis siden den var på sitt laveste sommeren 2022. Økningen i ledigheten har særlig skjedd innen bygge- og anleggsnæringen. De siste månedene har den registrerte ledigheten endret seg lite og vært lavere enn anslått i forrige rapport. I februar var

Figur 3.11 En høy andel av befolkningen er i jobb

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



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

62 900 personer registrert som helt ledige, og justert for normale sesongvariasjoner utgjorde det 1,9 prosent av arbeidsstyrken.

I løpet av det siste året har det kommet færre arbeidstakere på korttidsopphold til Norge. Det har trolig bidratt til å dempe oppgangen i ledigheten, ettersom mange av disse har jobbet i næringer der sysselsettingen har falt. Samtidig har flere ukrainere kommet inn på arbeidsmarkedet og søkt etter jobb.

Arbeidskraftundersøkelsen (AKU) indikerer en svakere utvikling enn øvrige indikatorer for arbeidsmarkedet. AKU-ledigheten har økt den siste tiden og var i januar på 3,9 prosent. Det er om lag samme nivå som ved inngangen til pandemien, etter en litt større oppgang enn i den registrerte ledigheten. I AKU har ledigheten det siste året i stor grad økt blant unge, der mange forsøker å få seg jobb ved siden av skole og studier. AKU har samtidig rapportert om en noe mindre oppgang i sysselsettingen etter pandemien enn det som fremgår av registerdata.

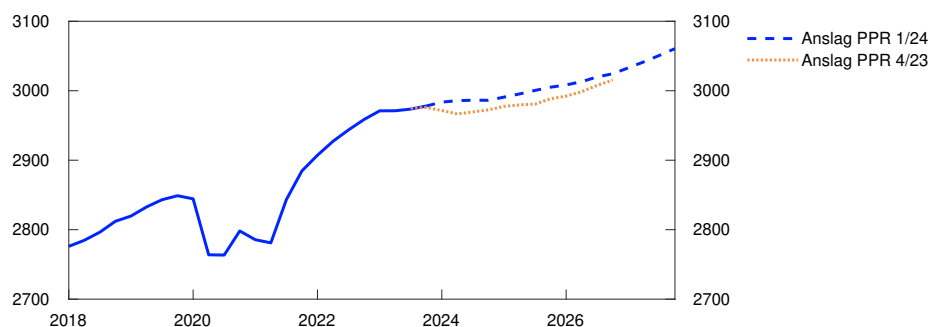
God etterspørsel etter arbeidskraft

Etterspørselen etter arbeidskraft er fortsatt høy, og de siste månedene har tilstrømmingen av nye ledige stillinger økt noe, ifølge NAV. Også beholdningen av ledige stillinger i Statistisk sentralbyrås utvalgsundersøkelse er på et høyt nivå, selv om antallet avtok i fjerde kvartal i fjor.

I første kvartal meldte om lag én av fem bedrifter i vårt regionale nettverk om knapphet på kvalifisert arbeidskraft, se figur D. Det var om lag som før årsskiftet, etter en tydelig nedgang i andelen gjennom fjoråret. Det er imidlertid store forskjeller mellom næringene. Oljeleverandørene meldte i stor grad at det er vanskelig å skaffe kvalifisert arbeidskraft. I bygge- og anleggsnæringen har andelen som melder om knapp tilgang på folk avtatt til det laveste nivået siden slutten av 2015. Ifølge vårt regionale nettverk har mange bygge- og anleggsbedrifter valgt å holde på en stor del av arbeidskraften i påvente av at oppdragsmengden skal ta seg opp igjen.

Figur 3.12 Svak vekst i sysselsettingen fremover

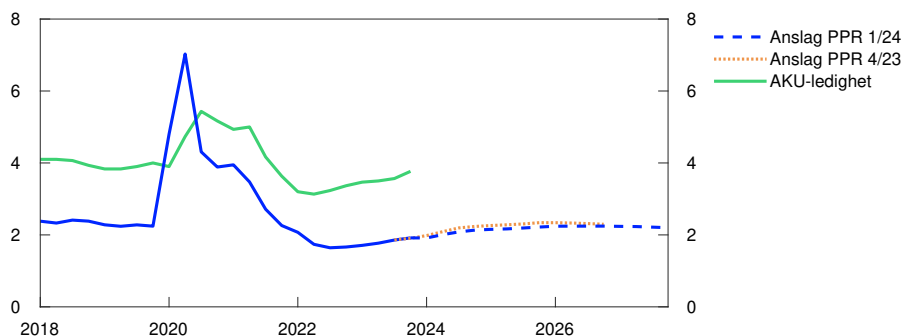
Antall sysselsatte i 1000. Sesongjustert



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 3.13 Ledigheten ventes å øke litt

Ledighet som andel av arbeidsstyrken. Sesongjustert. Prosent



Kilder: NAV, Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Utsikter til svak sysselsettingsvekst

Registerstatistikken tyder på at sysselsettingen steg videre i januar, og kontaktene i Regionalt nettverk venter noe vekst i sysselsettingen frem mot sommeren. Samtidig venter næringslivsledere i Norges Banks forventningsundersøkelse at sysselsettingen vil være nær uendret de neste tolv månedene. Utsikter til lav vekst i norsk økonomi tilsier at veksten i sysselsettingen vil være svak i år og neste år, se figur 3.12.

Lenger frem venter vi at høyere aktivitetsvekst vil bidra til at også sysselsettingsveksten tar seg opp. Vi anslår at antall arbeidstakere på korttidsopphold vil øke litt de nærmeste årene, i takt med at aktiviteten i bygge- og anleggsnæringen tar seg noe opp igjen.

Vi venter at svak vekst i sysselsettingen de nærmeste årene vil gi noe økt ledighet, se figur 3.13. Vi anslår at den registrerte ledigheten vil øke gradvis til rundt 2,2 prosent i begynnelsen av neste år og holde seg nær dette nivået gjennom 2026 og 2027. Ledigheten vil da være om lag på samme nivå som før pandemien. Sammenlignet med forrige rapport er anslagene for ledigheten litt nedjustert.

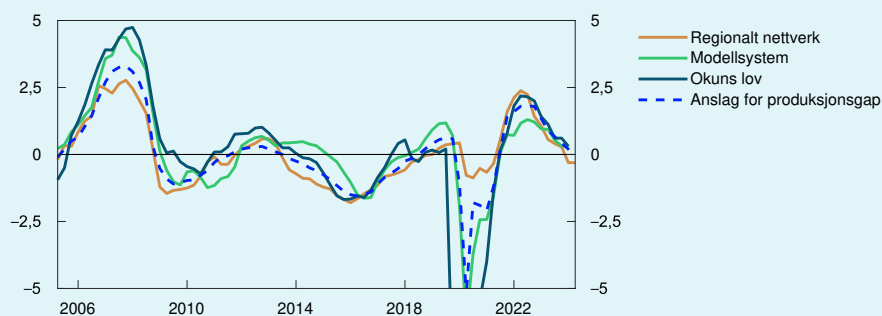
Kapasitetsutnyttningen avtar

Kapasitetsutnyttningen har falt det siste året og er nå nær et normalt nivå. Fremover venter vi at kapasitetsutnyttningen vil avta litt og ligge noe lavere enn normalt gjennom prognoseperioden. Anslagene er noe oppjustert fra forrige rapport.

Kapasitetsutnyttningen, eller produksjonsgapet, uttrykker hvor mye av de samlede ressursene i økonomien som er i bruk. Produksjonsgapet er definert som den prosentvise forskjellen mellom den faktiske produksjonen og produksjonspotensialet i fastlandsøkonomien. Produksjonspotensialet påvirkes av produktivitetsutviklingen og det høyeste nivået på sysselsettingen som kan opprettholdes over tid uten at lønns- og

Figur 3.C Lavere kapasitetsutnytting blant bedriftene

Prosent



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

prisveksten tiltar, heretter kalt N^* . Mange av størrelsene som ligger til grunn for produksjonsgapet kan ikke observeres og er derfor usikre. Vi anslår produksjonsgapet på grunnlag av en samlet vurdering av en rekke indikatorer og modeller. Vi legger særlig vekt på utviklingen i arbeidsmarkedet.

Kapasitetsutnyttingen avtok gjennom fjoråret, etter å ha holdt seg godt over et normalt nivå året før, se figur 3.C. Veksten i norsk økonomi var svak i fjor, og arbeidsledigheten økte noe. Gjennom fjoråret falt andelen bedrifter i vårt regionale nettverk som meldte om kapasitetsproblemer og knapphet på arbeidskraft.

I første kvartal i år er andelen bedrifter som rapporterer om kapasitetsproblemer og knapphet på arbeidskraft lite endret. Andelen er under gjennomsnittet fra 2005 til i dag. Den registrerte ledigheten har holdt seg på et lavt nivå og under det vi anslår er forenlig med normal kapasitetsutnytting. Også antall ledige har vært stabilt. Samlet kan dette tilsi at kapasitetsutnyttingen vil avta mindre frem mot sommeren enn vi tidligere har sett for oss.

Vårt modellsystem for å anslå produksjonsgapet er basert på informasjon om blant annet BNP for Fastlands-Norge, arbeidsledighet, lønnsvekst og innenlandsk prisstigning. Modellsystemet indikerer en liten nedgang i kapasitetsutnyttingen i første kvartal i år. Vår samlede vurdering er at produksjonsgapet har falt til 0,2 prosent i første kvartal, og at kapasitetsutnyttingen dermed er nær et normalt nivå. Anslaget er litt høyere enn i forrige rapport.

Fremover venter vi at veksten i BNP for Fastlands-Norge avtar og kapasitetsutnyttingen går videre ned. Vi anslår at produksjonsgapet når en bunn på -0,5 prosent ved utgangen av 2025. Sammenlignet med forrige rapport er anslagene for kapasitetsutnyttingen noe oppjustert gjennom hele anslagsperioden.

Vi har oppjustert anslaget for veksten i økonomiens produksjonspotensial litt i år og neste år. Det må ses i lys av at sysselsettingen har

TABELL 3.A Produksjon og produksjonspotensial¹

Endring i anslag fra Pengepolitisk rapport 4/23 i parentes	Prosentvis endring fra foregående år					
	1995–2009	2010–2023	2024	2025	2026	2027
BNP for Fastlands-Norge	3,1	1,9	0,5 (0,4)	1,2 (0,0)	1,3 (-0,2)	1,6
Produksjonspotensialet	3,1	1,8	1,3 (0,1)	1,6 (0,1)	1,5 (0,0)	1,4
N*	0,8	1,1	0,8 (0,1)	1,0 (0,1)	0,9 (0,0)	0,8
Underliggende produktivitetsvekst	2,3	0,7	0,5 (0,0)	0,6 (0,0)	0,6 (0,0)	0,6

¹ Bidraget fra veksten i N* og produktiviteten summerer ikke nødvendigvis eksakt til veksten i produksjonspotensialet grunnet avrundinger.

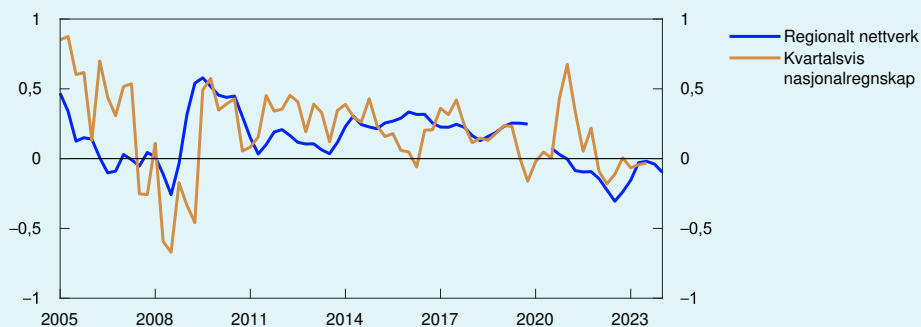
økt og vært høyere enn ventet samtidig som bedriftene i Regionalt nettverk over tid har rapportert at det har blitt gradvis lettere å få tak i arbeidskraften de trenger. Siden forrige rapport har befolkningen økt litt mer enn ventet og trukket opp N*. På den annen side har antall arbeidstakere på korttidsopphold avtatt og vært lavere enn anslått. Det bidrar isolert sett til at sysselsettingen som kan opprettholdes over tid uten at lønns- og prispresset øker, N*, blir lavere. Samlet vurderer vi at N* har økt og er noe høyere enn vi anslo sist. Les mer om N* og trender i sysselsettingen i utdyping på [side 42](#).

Vi venter at antall flyktninger fra Ukraina vil fortsette å øke i år og neste år, i tråd med myndighetenes anslag. Vi legger til grunn at det tar noe tid før de ukrainske flyktningene kommer i jobb, men at de etter hvert vil bidra til oppgang i N*. Vi ser også for oss at det vil komme noe flere arbeidstakere på korttidsopphold de nærmeste årene, men at antallet vil være litt lavere enn vi så for oss i desember.

De siste årene har produktivitetsutviklingen vært svak både samlet sett og i de fleste næringer, se figur 3.D. Kontaktene i Regionalt nettverk venter fortsatt svak utvikling i produktiviteten i første og andre kvartal i år. Anslagene for trenden i produktiviteten er lite endret fra forrige rapport.

Figur 3.D Regionalt nettverk indikerer svak produktivitetsutvikling

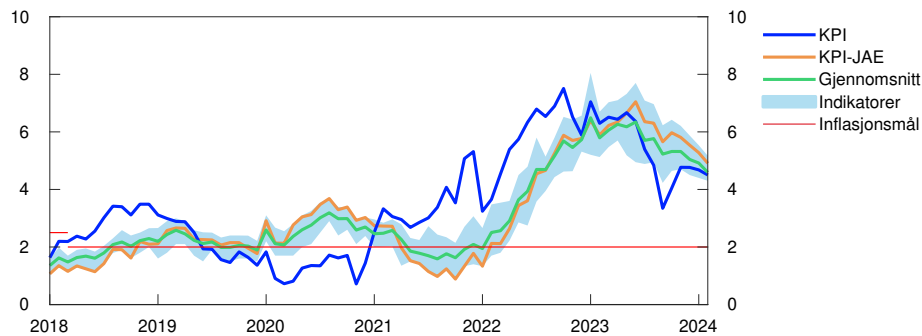
Produktivitet. Kvartalsvekst. Glidende snitt. Prosent



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 3.14 Prisveksten er fortsatt høy

KPI og indikatorer for underliggende inflasjon. Tolvmånedersvekst. Prosent



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

3.3 Priser og lønninger

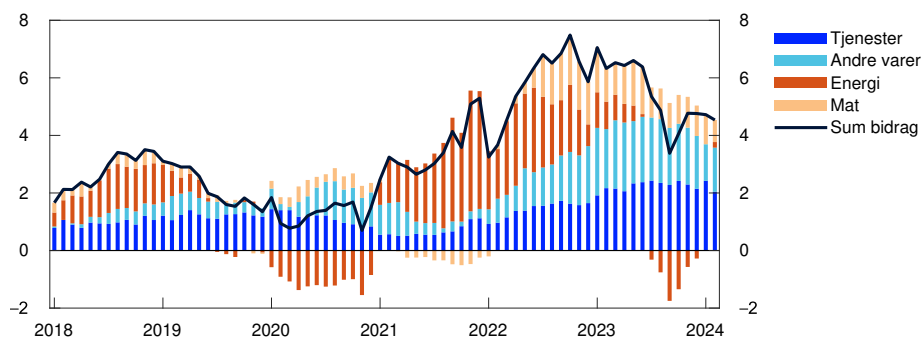
Fortsatt høy prisvekst

Konsumprisveksten har avtatt siden slutten av 2022, men er fortsatt høy. Konsumprisindeksen (KPI) var 4,5 prosent høyere i februar enn samme måned i fjor. Underliggende prisvekst, målt ved KPI justert for avgifts- endringer og uten energivarer (KPI-JAE) har også falt det siste halvåret. I februar avtok tolv månedersveksten til 4,9 prosent, 0,6 prosentenheter lavere enn anslått i forrige rapport. Andre indikatorer for underliggende inflasjon har avtatt i takt med nedgangen i KPI-JAE, se figur 3.14.

Prisveksten er fortsatt bredt basert, og den er høy både for varer og tjenester. Normalt hever dagligvarekjedene prisene i februar. I år falt derimot prisene, og det var det første registrerte fallet i februar siden 2001. Dette bidro til en nedgang i den samlede prisveksten i februar. Det siste halvåret har også prisveksten på andre varer falt, noe som bidrar til lavere tolv månedersvekst i KPI. Bidraget fra tjenester har derimot holdt seg oppe, se figur 3.15.

Figur 3.15 Prisveksten er bredt basert

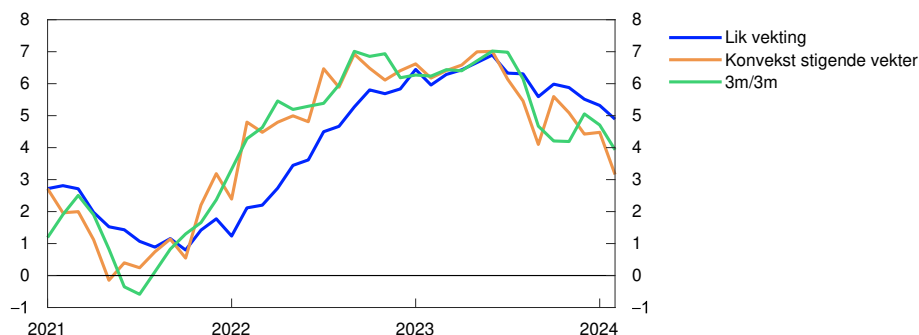
KPI. Tolvmånedersvekst. Prosent. KPI fordelt på undergrupper. Prosentenheter



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 3.16 Veksten i prisene har falt

KPI-JAE. Annualisert vekst. Sesongjustert. Prosent



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Normalt måler vi prisveksten som endring i KPI fra samme måned ett år tidligere, slik at utviklingen i alle de siste tolv månedene tillegges like stor vekt. Veksten fra måned til måned kan variere mye, og å bruke tolv-månedersvekst bidrar til å begrense støyen fra disse bevegelsene. Samtidig fører det også til at den målte prisveksten endrer seg tregt. Legger vi i stedet større vekt på prisveksten de siste månedene, får vi et mer oppdatert bilde av hvordan prisveksten har utviklet seg den siste tiden. Også målt ved denne metoden er veksten i KPI-JAE over inflasjonsmålet på to prosent, men veksten har avtatt mer enn målt ved tolv-månedersveksten, se figur 3.16.

Lavere energipriser demper prisveksten

Siden i fjor vår har energiprisene falt og trukket ned veksten i KPI. Den siste tiden har bidraget fra energipriser til tolv-månedersveksten i KPI vært lavt, se figur 3.15. Energiprisene i KPI har vært litt lavere enn ventet siden forrige rapport. I anslagene for konsumprisene på energi legger vi til grunn fremtidsprisene på kraft og petroleumsprodukter. I tillegg tar vi hensyn til andre faktorer som nettleie og avgifter. Terminprisene for kraft er nå lavere enn i desember og bidrar til at vi har nedjustert anslaget på energipriser fremover. Vi venter at lavere energipriser etter hvert også kan bidra til å dempe veksten i KPI-JAE noe.

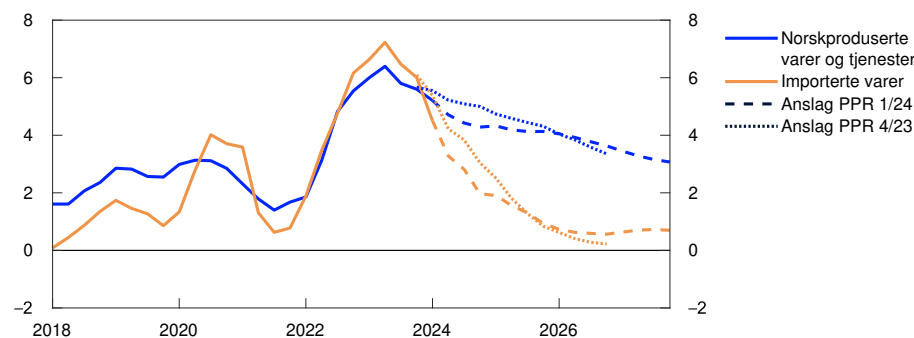
Utsikter til lavere prisvekst på importerte varer

Prisveksten på importerte konsumvarer har falt de siste månedene og har vært noe lavere enn anslått i forrige rapport. Vi har derfor justert ned anslaget vårt for den importerte prisveksten de nærmeste månedene, se figur 3.17.

Veksten i indeksen for internasjonale prisimpulser på importerte konsumvarer (IPK), har falt, og vært lavere enn anslått i forrige rapport, se ramme på [side 14](#). Tar vi hensyn til at fraktratene har økt, dempes nedgangen i veksten noe. Samtidig har kronen styrket seg siden desember, og vært sterkere enn anslått i forrige rapport. En sterkere krone demper prisveksten på importerte konsumvarer. Samlet sett bidrar dette til at vi venter at prisimpulsene til importerte konsumvarer vil avta fremover og

Figur 3.17 Innenlandske forhold holder prisveksten oppe

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



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

være lavere enn i forrige rapport, se figur 3.18. Dette bidrar til å trekke ned den importerte prisveksten utover i prognoseperioden.

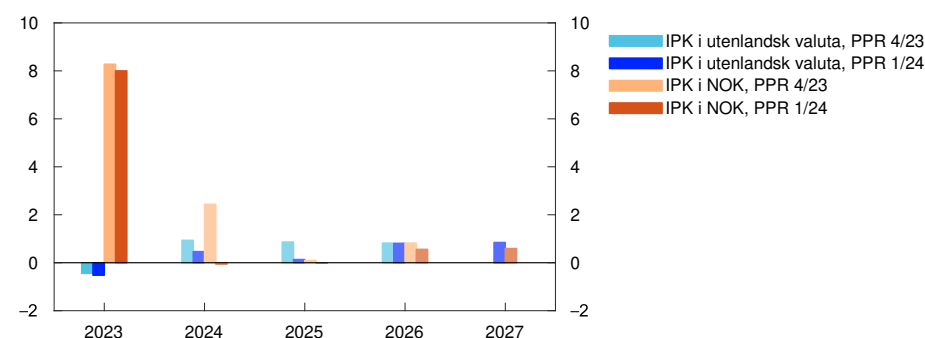
Innenlandske forhold holder inflasjonen oppe

Prisveksten på norskproduserte varer og tjenester falt i februar, og var lavere enn anslått i forrige rapport. Dette bidrar til å trekke ned anslaget for den innenlandske prisveksten på kort sikt, se figur 3.17. Utover i prognoseperioden venter vi fremdeles at den innenlandske prisveksten avtar saktere enn den importerte prisveksten. Dette henger sammen med at det tar tid før lønnsveksten avtar og at produktivitetsveksten er lav. Allikevel vil utsikter til gradvis lavere lønnsvekst og kapasitetsutnyttning trekke ned den innenlandske prisveksten fremover.

Det siste året har prisveksten på importerte innsatsvarer falt kraftig, og tolv månedersveksten i indeksen for internasjonale prisimpulser til importerte innsatsvarer (IPI) er nå negativ. Fremtidsprisene for flere viktige råvarer er lavere enn i desember, og bidrar til at anslaget på IPI er nedjustert for 2024, se ramme om råvarepriser på [side 14](#). Det tar tid før internasjonale prisimpulser til innsatsvarer slår ut i den innenlandske prisveksten, se nærmere omtale i utdypning i [Pengeolitisk rapport](#)

Figur 3.18 Sterkere krone demper prisveksten

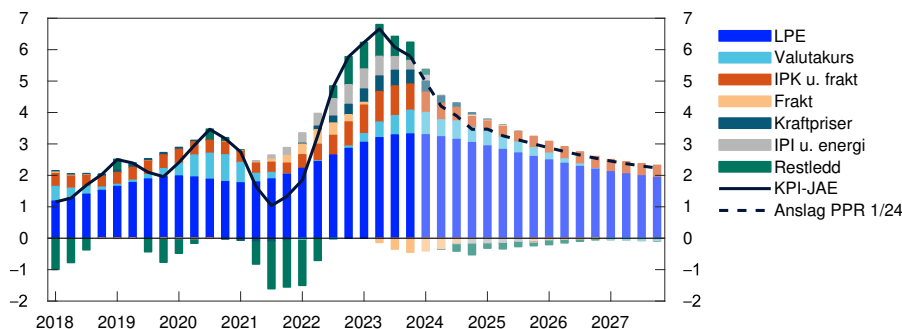
Internasjonale prisimpulser til importerte konsumvarer (IPK) inkludert frakt i norsk og utenlandsk valuta. Årsvekst. Prosent



Kilder: LSEG Datastream og Norges Bank

Figur 3.19 LPE holder prisveksten opp fremover

Bidrag til firekvartalersvekst i KPI-JAE. Prosentenheter



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

[4/2023](#). Vi venter at lavere prisvekst på innsatsvarer også vil dempe prisveksten på norskproduserte varer og tjenester fremover, se figur 3.17.

Vi anslår at prisveksten avtar de neste kvartalene. Dette skyldes særlig at effektene fra den store prisoppgangen på kraft og importerte innsats- og konsumvarer tømmes ut. Allikevel tar det tid før prisveksten kommer helt ned til målet. Høye lønnskostnader per produserte enhet (LPE) er den viktigste årsaken til at prisveksten holder seg opp fremover, se figur 3.19. Kronesvekkelsen gjennom 2023 har bidratt til å løfte prisveksten det siste året. Den fulle effekten fra en kronesvekkelse har langt tidsetterslep, og fjorårets svekkelse vil derfor gi et positivt, men avtakende bidrag til den underliggende prisveksten utover i prognoseperioden.

Anslaget for underliggende prisvekst (KPI-JAE) er samlet sett nedjustert de neste to årene sammenlignet med forrige rapport. Mot slutten av prognoseperioden er derimot anslagene noe høyere. Lavere fremtidspriser for energi bidrar isolert sett til å trekke ned samlet prisvekst (KPI), spesielt i 2024.

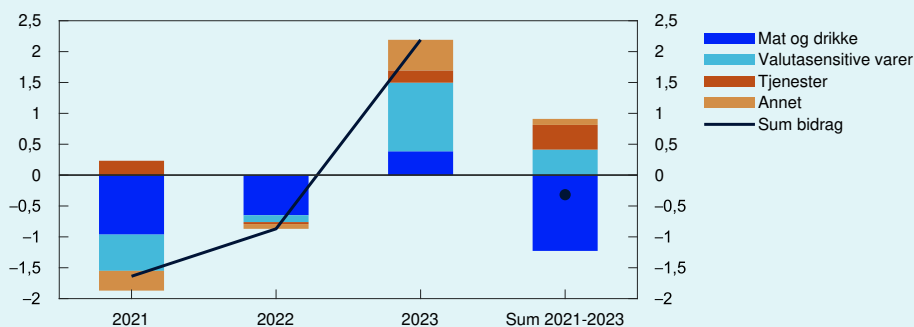
Fjorårets kronesvekkelse bidro til høyere prisvekst i Norge enn i euroområdet

Siden inflasjonstoppen ble nådd i 2023 har den underliggende prisveksten falt raskt i mange land. I Norge har også prisveksten falt det siste halvåret, men saktere enn hos de fleste av våre handelspartnere. Målt ved indikatorer for underliggende prisvekst har inflasjonen her hjemme vært høyere enn i euroområdet. Deler av denne forskjellen skyldes at indikatorene som brukes er ulike, både med hensyn til hvilke vare- og tjenestegrupper som inngår og hvilken vekt de ulike gruppene har. For euroområdet er det vanlig å bruke harmoniserte prisindekser (HKPI) unntatt mat og energi som indikator på underliggende inflasjon, mens for Norge brukes KPI-JAE.

Sammenligner vi i stedet HKPI ekskludert energi, er forløpet i Norge og euroområdet likere enn i de indikatorene vi vanligvis følger. Disse indeksene viser at den samlede oppgangen i priser i Norge og

Figur 3.E Valutasensitive varer bidro mest til forskjellen i prisveksten i 2023

Bidrag til nivåendring i prisene. Forskjell mellom Norge og euroområdet.
Harmoniserte konsumprisindekser ekskludert energi. Prosentenheter



Kilde: LSEG Datastream

euroområdet har vært om lag lik over de tre siste årene. Men også disse indeksene viser at prisveksten har vært høyere i Norge enn i euroområdet det siste året. En dekomponering av forskjellen basert på ulike vare- og tjenestegrupper tyder på at høy prisvekst på mat og drikke bidro til høyere prisvekst i euroområdet enn i Norge i 2021 og 2022. Det siste året har særlig høy prisvekst på valutasensitive varer gitt høyere prisvekst i Norge enn i euroområdet, se figur 3.E.

Den store kronesvekkelsen gjennom fjoråret har bidratt til høyere prisvekst på varer som normalt er sensitive for svingninger i valutakursen. Bidraget fra valutakursen er ventet å avta fremover, se figur 3.19, men det vil likevel bidra til at prisveksten trolig blir høyere enn hos våre handelspartnere også de neste årene. Utsikter til høyere lønnsvekst i Norge enn i euroområdet vil også bidra til å holde prisveksten oppe fremover.

Fortsatt høy lønnsvekst

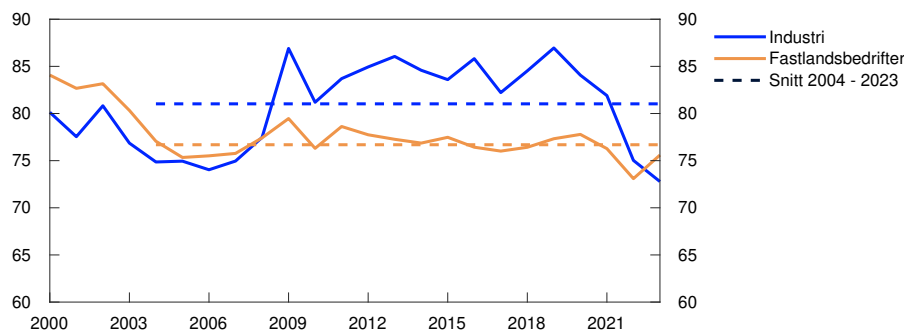
Lønnsveksten har økt de siste årene. Høy prisvekst, et stramt arbeidsmarked og god lønnsomhet i deler av næringslivet har bidratt til oppgangen. I fjor steg lønnsveksten til 5,2 prosent. Det var i tråd med rammen for lønnsoppgjøret og lavere enn vi anslo i forrige rapport.

Vi anslår at lønnsveksten avtar til 4,9 prosent i år, som er litt lavere enn anslaget i desember. Anslaget er i tråd med lønnsforventningene til kontaktene i vårt regionale nettverk, men noe lavere enn forventningene i Norges Banks forventningsundersøkelse. Våre empiriske modeller indikerer lønnsvekst i underkant av 5 prosent, se utdyping på [side 45](#).

Prisene på norske eksportvarer har økt mye siden 2020, blant annet som følge av at kronen har svekket seg. Det har bidratt til at lønnsomheten i industrien har økt og at lønnsandelen har falt mye, se figur 3.20. Det vil trolig løfte lønnsveksten noe, både i år og de neste årene. På den annen side venter vi at lavere lønnsomhet både i deler av industrien og i øvrige deler av næringslivet vil dempe lønnsveksten noe. Vi venter også at lavere prisvekst og avtakende kapasitetsutnyttning vil trekke lønnsveksten ned.

Figur 3.20 Lav lønnsandel i industrien

Lønnskostnader som andel av faktorinntekt. Prosent



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

I 2025 venter vi at lønnsveksten avtar til 4,3 prosent, og at prisveksten avtar videre. Lønnsanslaget for neste år er uendret fra forrige rapport.

Vi venter at reallønnsveksten i år blir 1,1 prosent, som er noe høyere enn anslått i desemberrapporten, se figur 3.21. Det må blant annet ses i sammenheng med utsikter til lavere energipriser som vil dempe prisveksten. Deretter venter vi at reallønnsveksten tiltar til rundt 1,6 prosent, i tråd med at produktivitetsveksten er ventet å ta seg noe opp og at lønnsandelen øker.

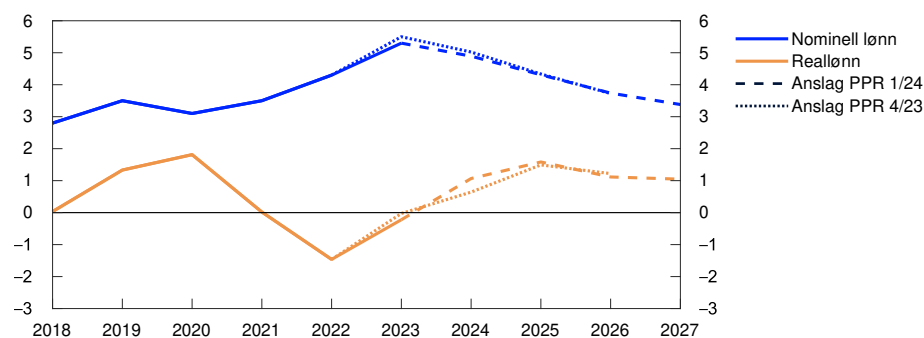
Usikkerhet om pris- og lønnsveksten

De store forskjellene i lønnsomhet både innad i industrien og mellom ulike næringer gir usikkerhet om anslagene for lønnsveksten. Høy lønnsomhet i industrien samlet kan gi en høy ramme for lønnsoppgjøret i frontfaget og en høyere samlet lønnsvekst enn vi legger til grunn. På den annen side kan lavere lønnsomhet i øvrige deler av økonomien dempe lønnsveksten mer enn vi legger til grunn.

Usikkerheten rundt inflasjonsutviklingen på kort og mellomlang sikt er lite endret siden forrige rapport, ifølge flere indikatorer på usikkerhet, se boks på [side 40](#). Forventningene til prisveksten ligger fortsatt over inflasjonsmålet på både to og fem års sikt, ifølge Norges Banks

Figur 3.21 Positiv reallønnsvekst i år

Årsvekst. Prosent



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

forventningsundersøkelse, og forventningene til prisveksten om fem år økte litt i første kvartal.

Det er stor usikkerhet knyttet til produktivitsveksten fremover. De siste årene har veksten i produktiviteten vært svak, se figur 3.D. Vi anslår at den vil øke gradvis i løpet av prognoseperioden. Produktivitsveksten kan bli svakere enn vi ser for oss og bidra til at prisveksten holder seg høy lenger enn vi nå venter. På den annen side kan en større oppgang i produktivitsveksten gi lavere prisvekst og høyere reallønnsvekst.

Indikatorer for usikkerhet på kort og mellomlang sikt

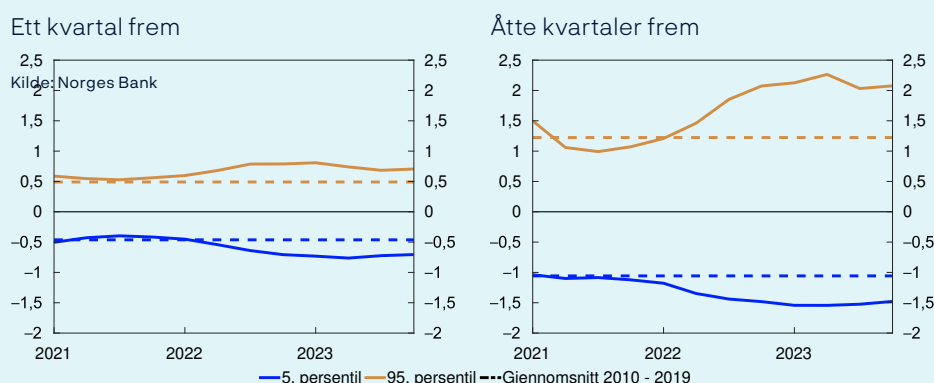
Forventninger og anslag for den økonomiske utviklingen fremover vil alltid være forbundet med stor usikkerhet. Som et hjelpemiddel til å forstå makroøkonomisk usikkerhet benytter vi et modellrammeverk til å tallfeste usikkerheten knyttet til utviklingen i tre sentrale makroøkonomiske størrelser; veksten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

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

Usikkerheten rundt inflasjonsutviklingen har ifølge modellene økt mye de siste årene. Sammenlignet med forrige rapport er usikkerheten om lag uendret på kort og mellomlang sikt, se figur 3.F.

Figur 3.F Fortsatt stor usikkerhet knyttet til konsumprisveksten

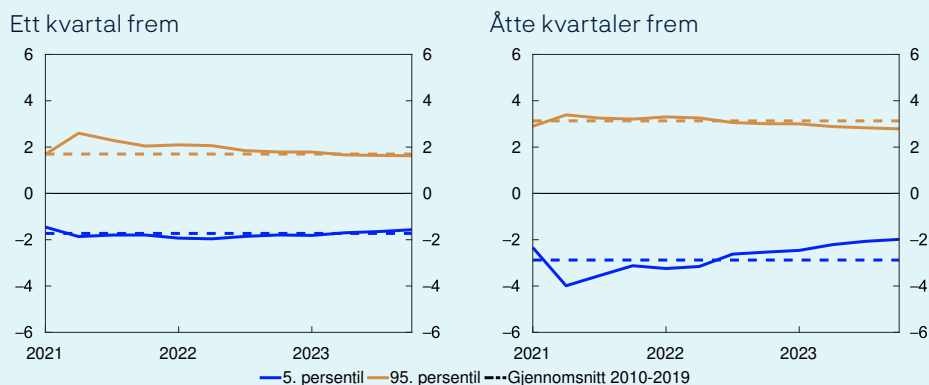
Differanse mellom ulike persentiler og median fra kvantilregresjoner. Firekvartalersvekst i KPI-JAE. Prosentenheter



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

Figur 3.G Om lag gjennomsnittlig usikkerhet rundt produksjonsveksten

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



Kilde: Norges Bank

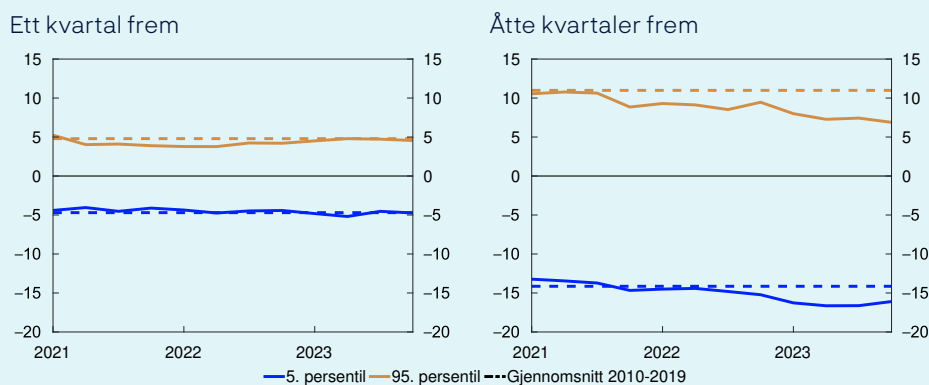
Usikkerheten er fremdeles stor sammenlignet med det historiske gjennomsnittet. Usikkerheten knyttet til inflasjonen har også blitt noe mer balansert langs begge horisonter den siste tiden. På mellomlang sikt er det fortsatt litt større risiko for at inflasjonen blir betydelig høyere enn ventet enn at den blir betydelig lavere.

For veksten i BNP for Fastlands-Norge indikerer modellene at usikkerheten rundt utviklingen er balansert og nær normale nivåer, se figur 3.G. Siden forrige rapport er usikkerheten på kort og mellomlang sikt nær uendret. På mellomlang sikt er usikkerheten fortsatt litt mer skjev mot oppsiden, og skyldes særlig svakere vekst i husholdningskreditten. Historisk har rask oppbygging av kreditt økt sannsynligheten for en finansiell krise. Lav kredittvekst kan derfor bidra til å redusere nedsiderisikoen knyttet til produksjonsveksten.

På kort og mellomlang sikt er det små endringer i indikatorene for usikkerhet rundt boligprisutviklingen. Modellene indikerer at usikkerheten er nær det historiske snittet på kort sikt, se venstre panel i figur 3.H. På mellomlang sikt er utviklingen fortsatt svakt skjev mot nedsiden og om lag uendret siden forrige rapport, se høyre panel i figur 3.H. Fallet i husholdningenes disponible realinntekt og svakere vekst i husholdningskreditten bidrar til at usikkerheten vris litt mot nedsiden.

Figur 3.H Små bevegelser i usikkerheten knyttet til boligprisveksten

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



Kilde: Norges Bank

Økt sysselsetting blant innvandrere løfter sysselsettingstrenden

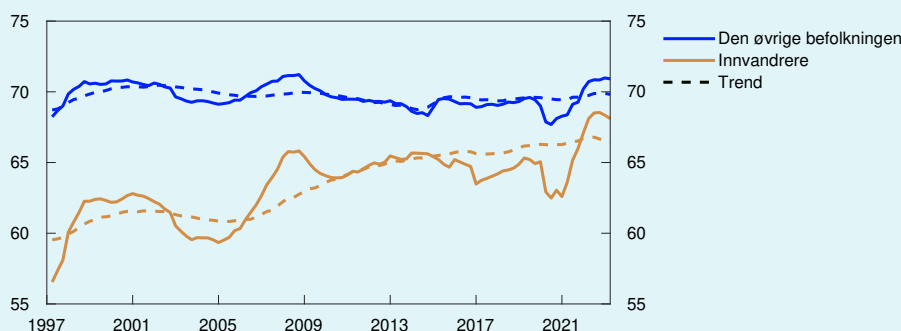
De siste årene har sysselsettingen steget mye, og mer enn vi har anslått i våre rapporter. Oppgangen gjenspeiler at sysselsettingen blant innvandrere har økt mye. For å øke vår forståelse av hva som ligger bak denne utviklingen, vil vi i denne analysen bruke detaljerte data for å se nærmere på trendene i sysselsettingen, der vi fokuserer på utviklingen blant innvandrere. Vi finner at sysselsettingsandelen blant innvandrere har økt over tid, særlig drevet av arbeidsinnvandring og økt sysselsetting blant kvinner med innvandrerbakgrunn. Vi viser også at sysselsettingen blant innvandrere pleier å variere relativt mye over konjunktorene og at høy aktivitet i norsk økonomi trolig har bidratt til oppgangen de siste årene.

I etterkant av pandemien har det vært god vekst i norsk økonomi og etterspørselen etter arbeidskraft har vært høy. Andelen av befolkningen som er i jobb har økt mye, spesielt blant innvandrere, se figur 3.1.¹ Figuren viser også at sysselsettingsandelen blant innvandrere har økt over tid, og at utviklingen har vært annerledes enn for den øvrige befolkningen.

I denne rammen bruker vi disaggregert informasjon om sysselsettingen innad i ulike befolkningsgrupper for å bedre forstå hva som har drevet utviklingen. Tidligere har vi beregnet trender i sysselsettingen og tatt hensyn til sammensetningen av befolkningen på tvers av alder, kjønn og utdanningsnivå.² Vi går nå et skritt videre og skiller mellom innvandrere og den øvrige befolkningen. For innvandrere bruker vi i tillegg informasjon om innvandringsgrunn³ og antall år som bosatt i Norge.

Figur 3.1 Sysselsettingen blant innvandrere har økt

Bosatte sysselsatte som andel av befolkningen. 16–74 år. Prosent

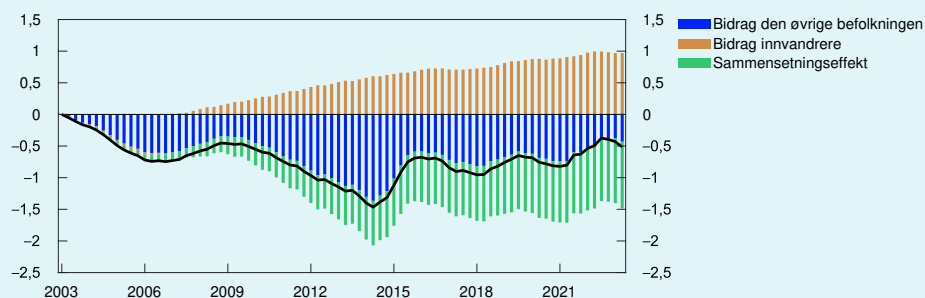


Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

- ¹ Innvandrere er definert som personer som selv har innvandret til Norge, og som er født i utlandet av utenlandsfødte foreldre og fire utenlandsfødte besteforeldre. Dette er lik definisjonen Statistisk sentralbyrå bruker i offisiell statistikk. Vi ekskluderer flyktninger de første to årene etter ankomst til Norge da mange flyktninger i mindre grad er aktive i arbeidsmarkedet den første tiden etter ankomst.
- ² Se ramme i [Pengepolitisk rapport 3/2021](#) og Ellingsen, N., L. Fosso, S.M. Galaasen (2024) «[Employment trends in Norway](#)». Staff memo 1/2024. Norges Bank.
- ³ Grunnen til at en gitt person innvandret til Norge. Statistisk sentralbyrå skiller mellom arbeid, familie, flukt, utdanning, ukjent og andre grunner.

Figur 3.J Utviklingen blant innvandrere har trukket opp samlet trend

Bidrag til endring i trenden i sysselsettingsandelen siden 2003. Prosentenheter



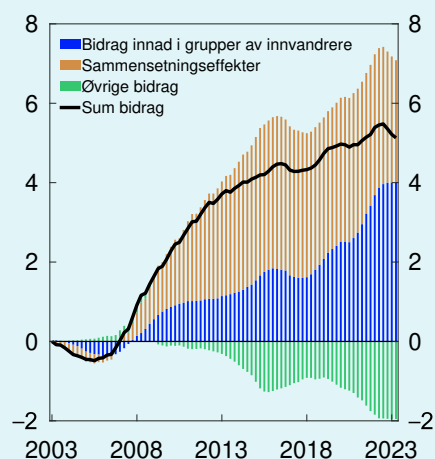
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Basert på de demografiske variablene deler vi befolkningen inn i grupper. Vi estimerer en trend i sysselsettingsandelen for hver gruppe, før vi aggregerer opp.⁴ Figur 3.J viser de sammenvæktede trendene for norsk-fødte og innvandrere. Trenden i sysselsettingsandelen for innvandrere har økt over tid og bidrar til å trekke opp den samlede sysselsettingsandelen. Samtidig har sysselsettingsandelen blant innvandrere et lavere gjennomsnittlig nivå enn den øvrige befolkningen. At innvandrere utgjør en stadig større del av befolkningen, har derfor i seg selv redusert den samlede sysselsettingsandelen (sammensetningseffekt).

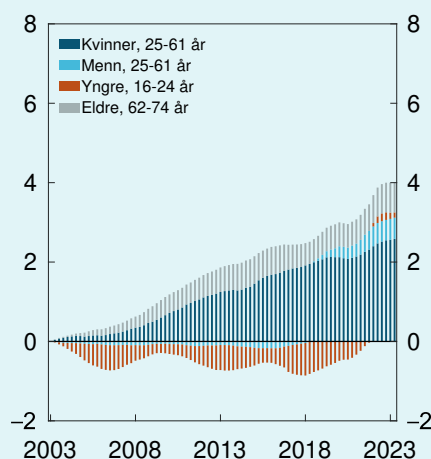
Figur 3.K illustrerer hva som har bidratt til trenden i sysselsettingsandelen blant innvandrere. Det er særlig to faktorer som peker seg ut. På 2000-tallet har innvandrere til Norge i stor grad vært personer som kommer til

Figur 3.K Arbeidsinnvandring og økt sysselsetting blant kvinner med innvandrerbakgrunn har bidratt til høyere sysselsettingsandel

Bidrag til endring i trenden i sysselsettingsandelen blant innvandrere siden 2003. Prosentenheter



Mer detaljert dekomponering av bidrag innad i grupper av innvandrere. Prosentenheter

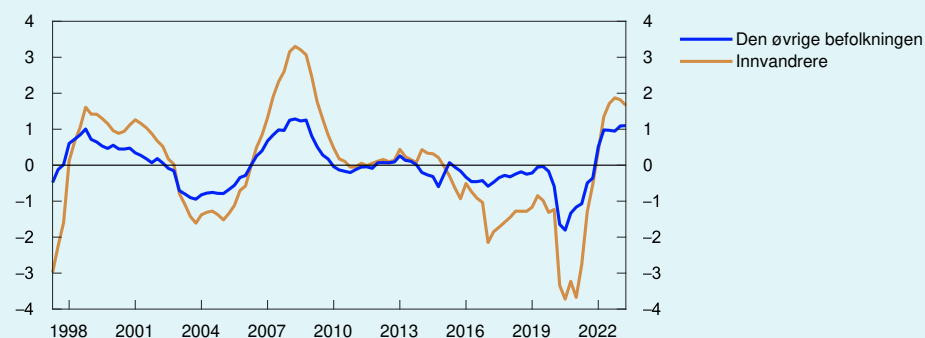


Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

⁴ Trendene estimeres med VAR-modeller med tidsvarierende trender, som i Ellingsen, N., L. Fosso, S.M. Galaasen (2024) «[Employment trends in Norway](#)». Staff memo 1/2024. Norges Bank. I tillegg inkluderer vi den registrerte ledigheten som en ekstra forklaringsvariabel i modellene.

Figur 3.L Sysselsettingen blant innvandrere er mer syklisk

Sysselsettingsandel fratrukket estimert trend. Prosentenheter



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Norge for å jobbe. Det har løftet den gjennomsnittlige sysselsettingsandelen blant innvandrere og reflekteres i sammensetningseffekter i figuren. Det andre er at en god del av oppgangen kan forklares av at sysselsettingsandelene innad i de ulike gruppene av innvandrere har økt. Figuren til høyre viser at dette i hovedsak skyldes økt sysselsetting blant kvinner med innvandrerbakgrunn i aldersgruppen 25–61 år. Analysen viser at økningen i stor grad har skjedd blant kvinner som har bodd her i flere år, og som har innvandret til Norge av andre årsaker enn arbeid (for eksempel familiegjenforening eller flukt). I tillegg indikerer figuren at oppgangen i sysselsettingen blant innvandrere de siste årene har vært bredere basert enn tidligere.

Figur 3.L viser at sysselsettingen har økt mer enn de estimerte trendene de siste årene, og at oppgangen har vært større for innvandrere enn for resten av befolkningen. Beregningene tyder også på at sysselsettingen blant innvandrere tilbake i tid har variert mer enn for resten av befolkningen over konjunkturerne.⁵ Dette kan for eksempel skyldes at innvandrere i større grad jobber i mer konjunkturutsatte næringer.

I pengepolitikken søker vi å stabilisere sysselsettingen rundt det høyeste nivået som er forenlig med prisstabilitet over tid (N^*). Når vi anslår N^* , baserer vi det på en samlet vurdering av kapasitetsutnyttningen i økonomien og ulike indikatorer for arbeidsmarkedet, blant annet trenden i sysselsettingsandelen. Når vi eksplisitt tar hensyn til utviklingen blant innvandrere, får vi et høyere anslag for trenden i sysselsettingsandelen enn vi har estimert tidligere.⁶ De siste årene har vi justert opp anslaget på N^* , se også figur 3.11. Vår analyse av sysselsettingsandeler basert på mer detaljert informasjon støtter derfor opp under våre justeringer av anslaget på N^* .

⁵ Dette er i tråd med hva vi finner hvis vi bruker andre metoder og analyserer sammenhengen mellom samlet arbeidsledighet, rente, inflasjon og sysselsettingsandeler. Vi finner da at sysselsettingen blant innvandrere responderer mer enn resten av befolkningen på både høykonjunkturer og lavkonjunkturer.

⁶ Se ramme i [Pengepolitisk rapport 3/2021](#) og Ellingsen, N., L. Fosso, S.M. Galaasen (2024) «[Employment trends in Norway](#)». Staff memo 1/2024. Norges Bank.

Vi baserer oss på et bredt informasjonsgrunnlag for å anslå lønnsutviklingen i norsk økonomi. I tillegg til å benytte kjernemodellen NEMO, anslår vi årslønnsveksten ved hjelp av tall for lønnsforventninger og andre empiriske modeller som inneholder viktige variabler for lønnsoppgjørene. Denne utdypingen beskriver rammeverket vi bruker utover NEMO for å anslå og analysere lønnsveksten, og drøfter fordeler og ulemper ved de ulike empiriske modellene vi benytter.

Når vi lager prognoser for lønnsveksten og andre størrelser, søker vi å bruke all tilgjengelig informasjon og anvende modeller som gir lavest mulig prognosefeil over tid. Vår kjernemodell NEMO bygger på en forenklet fremstilling av norsk lønnsdannelse der fordelingen av verdiskapning mellom kapitaleiere og arbeidstakere er stabil på lang sikt. Viktige størrelser som prisforventninger, produksjonsgapet, oljeprisen, BNP for Fastlands-Norge og tidligere lønnsutvikling påvirker lønnsanslagene fra modellen, men løpende tall for lønnsandelen inngår ikke eksplisitt. Ved å benytte de alternative empiriske modellene vi beskriver nedenfor, kan vi i større grad direkte ivareta endringer i lønnsandelen i prognosene. Disse modellene har også bedre evne til å ta inn over seg lønnsomheten og lønnsandelen i industrien.

I første kvartal har vi begrenset informasjon om årets lønnsoppgjør. For å anslå lønnsveksten i inneværende år benytter vi forventet lønnsvekst som målt i Norges Banks forventningsundersøkelse og Regionalt nettverk, sammen med et sett empiriske modeller. Senere benytter vi også lønnsrammen for frontfaget når den er tilgjengelig. De empiriske modellene inneholder sentrale variabler for lønnsoppgjøret, inkludert inflasjonsanslag fra Det tekniske beregningsutvalget for inntektsoppgjøret (TBU) og lønnsevnen til bedriftene. De ulike modellene benytter mye av det samme informasjonsgrunnlaget, men har ulik struktur. Sammenhengene som modellene belyser, gjenspeiler sentrale trekk ved lønnsdannelsen og benyttes til å kryssjekke anslagene lenger ut i tid fra NEMO.

Det norske systemet for lønnsforhandlinger bygger på hovedkursteorien.¹ I hovedkursteorien er lønnsevnen i konkurranseutsatt industri førende for lønnsveksten, og lønnsandelen i industrien ventes å være stabil over tid. Lønnsomheten i skjermet sektor har i utgangspunktet ingen betydning for lønnsveksten ifølge denne teorien. Likevel vil lønnsandelen i skjermet sektor være stabil over tid ved at prisene justeres. I praksis ser det imidlertid ut til at lønnsomhet i egen sektor også har betydning for lønnsveksten i skjermede næringer, se *Staff Memo 5/2022*.² I våre lønnsmodeller ser vi derfor på lønnsomhetstall både for industrien og mer aggregerte lønnsomhetstall.

¹ Se Aukrust, O. (1977) «[Inflasjon i en åpen økonomi: en norsk modell](#)». Artikler fra Statistisk sentralbyrå, 96.

² Se Brubakk, L., K. Hagelund (2022) «[Frontfagets betydning for lønnsdannelsen i private tjenesteanstalter](#)». *Staff Memo 5/2022*. Norges Bank.

For å måle lønnsandeler benytter vi lønnskostnader som andel av faktorinntekt.³ Vi ser på lønnsandelen både i industrien og i alle bedriftene i Fastlands-Norge for å vurdere lønnsevnen. De siste årene har lønnsandelen i industrien falt markert og vært lavere enn gjennomsnittet de siste 20 årene, se figur 3.20. Også i bedriftene i Fastlands-Norge samlet har lønnsandelen vært noe under historisk gjennomsnitt, men forskjellen er mindre enn for industrien.⁴ Et mål på lønnsandelen inngår i alle de empiriske modellene vi ser på nedenfor.

En av modellene vi benytter er en feiljusteringsmodell for samlet årlønsvekst som inneholder lønnsandelen for Fastlands-Norge (ω) som et feiljusteringsledd.⁵ Dette innebærer at lønnsandelen beveger seg tilbake mot det historiske snittet etter en periode med avvik. En periode med lav lønnsandel vil, alt annet likt, bidra til høyere lønsvekst fremover. Tilpasningen skjer over tid slik at avvik fra likevekt ikke blir fullt ut hentet inn på kort sikt. Modellen tar også hensyn til inflasjonsforventninger (π^e) målt ved TBUs inflasjonsanslag, den reelle veksten i bruttoprodukt prisene for Fastlands-Norge (τ), produktivitetsveksten (z) og et arbeidsledighetsgap (\hat{u}).

$$\Delta w_t = c + \beta_1 \pi_t^e + \beta_2 \Delta \tau_t + \beta_3 \Delta z_t + \beta_4 \Delta \hat{u}_t + \beta_5 \hat{u}_{t-1} + \beta_6 \omega_{t-1}$$

Vi baserer feiljusteringsmodellen på størrelser for Fastlands-Norge. Forklaringskraften målt ved R^2 er god og ligger nær 0,9. I denne modellen faller R^2 ved å benytte industristørrelser for å forklare samlet årlønsvekst⁶.

I tillegg til feiljusteringsmodellen benytter vi også to VAR-modeller, estimert med Bayesianske metoder (BVAR).⁷ Modellene bruker mange av de samme variablene som inngår i feiljusteringsmodellen, se ligning nedenfor.⁸

$$\mathbf{Y}_t^i = \mathbf{A}_0 + \mathbf{A}_1 \mathbf{Y}_{t-1}^i + \mathbf{A}_2 \mathbf{Y}_{t-2}^i + \mathbf{e}_t$$

$$\mathbf{Y}_t^{FN} = \begin{pmatrix} w_t \\ z_t^{FN} \\ \pi_t^e \\ \hat{y}_t \\ \omega_t^{FN} \end{pmatrix}, \mathbf{Y}_t^{ind} = \begin{pmatrix} w_t \\ z_t^{ind} \\ \pi_t^e \\ \hat{y}_t \\ \omega_t^{ind} \end{pmatrix}$$

En fordel ved å anslå lønn ved hjelp av en BVAR-modell er at modellen anslår samtlige variabler som inngår i systemet. Det betyr at det er lettere å sette opp alternative versjoner og evaluere anslageegenskapene opp mot hverandre. Vi benytter to ulike BVAR-modeller: én for Fast-

3 Faktorinntekt er summen av lønnskostnader og driftsresultat.

4 Vi ekskluderer offentlig sektor og boligjenester i målet for lønnsandelen i Fastlands-Norge. I tillegg korrigerer vi for selvstendig næringsdrivende både i lønnsandelen for industrien og Fastlands-Norge.

5 Modellen er dokumentert i Brubakk, L., K. Hagelund, E. Husabø (2018) «[The Phillips curve and beyond – Why has wage growth been so low?](#)». Staff Memo 10/2018. Norges Bank.

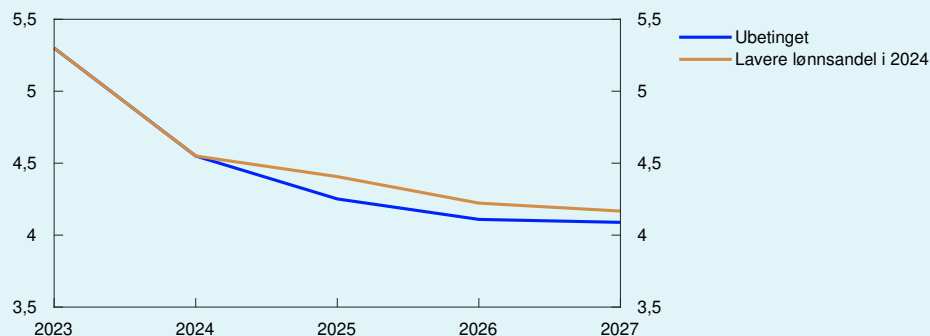
6 I tillegg vil revisjoner være en større utfordring for industristørrelser. Fra 2011 til 2021 ble lønnsandelen i gjennomsnitt revidert med 1,1 prosentenheter for Fastlands-Norge og 3,9 prosentenheter for bedriftene i industrien

7 Modellene er estimert fra 1980 til 2023. Modellene er nærmere dokumentert i kommende Staff Memo.

8 Modellene benytter årslønn (w), produktivitetsverdi ($Z_i = z_i \times p_{yi}$), forventet inflasjon (π^e), produksjons-gapet (\hat{y}) og mål på lønnsandelen (ω_i).

Figur 3.M Lavere lønnsandel innebærer høyere lønnsvekst

Isolert effekt av 1 prosentenheter lavere lønnsandel i 2024. Årslønnsvekst. Prosent



Kilde: Norges Bank

lands-Norge og én med variabler for industrien. Begge variantene anslår samlet årslønnsvekst, men industriversjonen bruker forklaringsvariabler som er nærmere frontfaget. Det kan være spesielt nyttig å ha begge variantene i perioder der lønnsomheten i industrien har utviklet seg ulikt fra Fastlands-Norge samlet sett.

En utfordring ved BVAR-modellene er at det er vanskelig å vurdere hvilke sammenhenger de fanger opp, gitt at modellene har mindre pålagt struktur. For å undersøke sammenhengene nærmere kan vi gjøre noen enkle øvelser for å se på den isolerte effekten av å endre én av forklaringsvariablene. I figur 3.M viser vi endringen i lønnsanslaget fra BVAR-modellen for hele Fastlands-Norge, av at vi reduserer lønnsandelen i modellen i 2024. Øvelsen indikerer at 1 prosentenheter lavere lønnsandel bidrar til i underkant av 0,2 prosentenheter høyere lønnsvekst året etter. Dette er litt lavere enn den tilsvarende effekten i feiljusteringsmodellen, som ligger mellom 0,2 og 0,3 prosentenheter. Alt annet likt indikerer BVAR-modellen for Fastlands-Norge at effekten er størst året etter at lønnsandelen faller, men også at effekten på lønnsveksten er langvarig.

I tillegg til empiriske modeller får vi viktig informasjon fra rapporterte lønnsforventninger i Forventningsundersøkelsen og Regionalt nettverk. Sammenligning av anslagssegenskapene til spørreundersøkelsene og modellene tyder på at lønnsforventningene til partene i arbeidslivet

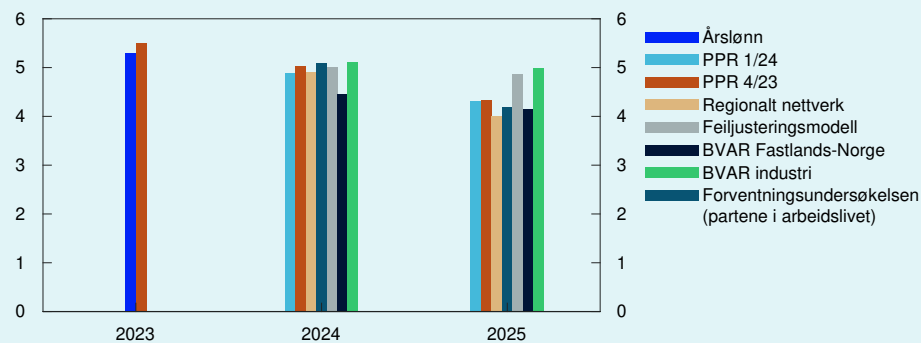
Tabell 3.B RMSE. Anslagssegenskaper målt ved RMSE. Anslag gitt i 1. kvartal. Evaluert 2005–2023¹

Modell/indikator	RMSE		
	Inneværende år	Neste år	Om to år
Forventningsundersøkelsen – Partene i arbeidslivet	0,5	0,9	-
Forventningsundersøkelsen – Næringslivslederne	0,8	1,2	-
Regionalt nettverk	0,6	-	-
BVAR – Fastlands-Norge	0,7	1,1	1,1
BVAR – Industri	0,8	1,2	1,2

¹ Feiljusteringsmodellen inngår ikke evalueringen da den må betinges på eksogene anslag for å gi lønnsanslag. Evaluering krever derfor rekursive anslag for alle forklaringsvariabler som modellen ikke selv produserer. Dette er ikke tilgjengelig for hele evalueringssperioden 2005–2023.

Figur 3.N Anslag på årslønnsveksten

Prosent



Kilde: Norges Bank

historisk har gitt de mest presise anslagene på lønnsveksten, se tabell 3.B. Verdiene i tabellen indikerer normalt avvik mellom anslått og faktisk lønnsvekst. Modellene har historisk hatt litt dårligere anslagsegenskaper på kort sikt. Det er viktig å merke at evalueringen er basert på anslagene som BVARene selv produserer. Disse anslagene er ikke nødvendigvis i tråd med resten av det makroøkonomiske bildet vi tegner. I anslags-sammenheng vil vi normalt betinge på Norges Banks anslag der det er mulig. Dette vil trolig bidra til å forbedre anslagene sammenlignet med tabell 3.B.

For 2024 er anslagene fra flere av modellene og spørreundersøkelsene på 4,9 og 5,0 prosent, se figur 3.N. Modellanslagene er her betinget på Norges Banks anslag for de aktuelle forklaringsvariablene, samt TBUs inflasjonsanslag for 2024. BVAR-modellen for hele Fastlands-Norge har det laveste anslaget, og forventningene til partene i arbeidslivet ligger litt høyere enn modellanslagene. Selv om spørreundersøkelsene historisk har gitt noe bedre anslag for inneværende år, er modellanslagene nyttige for å se hvordan utviklingen i forklaringsvariabler påvirker lønnsutsiktene.

4. Pengepolitisk analyse

Samlet sett indikerer våre analyser en rentebane som er lite endret sammenlignet med forrige rapport.

I modellanalysen trekkes banen ned av en sterkere krone, lavere energipriser og svakere prisimpulser fra utlandet. Noe høyere innenlandsk etterspørsel enn anslått samt høyere petroleumsinvesteringer trekker isolert sett i retning av en høyere rentebane.

4.1 Rentebanen og mål for pengepolitikken

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

Sammenlignet med forrige rapport er prognosen for styringsrenten lite endret. Renten ble holdt uendret på 4,5 prosent på møtet 20. mars. Prognosen indikerer at den blir liggende på dette nivået frem til høsten, før den gradvis avtar. Ved utgangen av prognoseperioden anslås styringsrenten å være på om lag 2,8 prosent.

Anslagene er usikre. Usikkerheten rundt inflasjonsanslagene er spesielt høy nå som inflasjonen er høy og inflasjonsforventningene ligger over inflasjonsmålet. Våre prognoser har blitt mye revidert i løpet av det siste året. 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

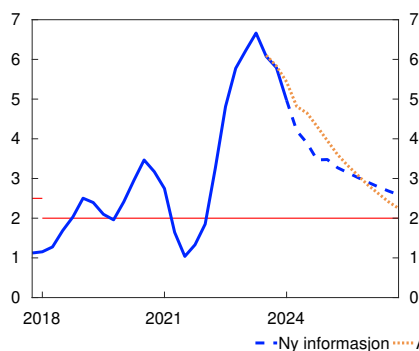
Ny informasjon tilsier en rentebane som er lite endret

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 desember. Denne øvelsen viser hvilke prognoser modellapparatet ville gitt med rentebanen fra desember. Her ser vi på utsiktene for kapasitetsutnyttningen og prisveksten.

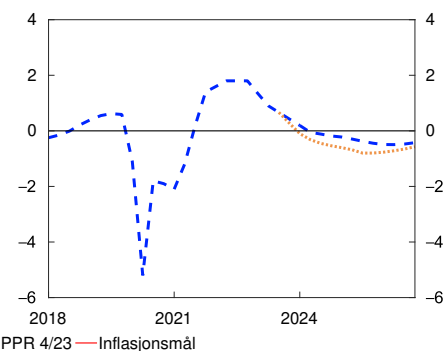
Figur 4.1 Lavere inflasjon og noe høyere kapasitetsutnyttning

Anslag betinget på ny informasjon om den økonomiske utviklingen og prognosen for styringsrenten fra *Pengepolitisk rapport 4/2023*

KPI-JAE. Firekvartalersvekst. Prosent



Anslag på produksjonsgapet. Prosent



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

I øvelsen med rentebanen fra desember er anslaget for kapasitetsutnyttningen noe oppjustert sammenlignet med forrige rapport, se figur 4.1. Prisveksten målt ved KPI-JAE har vært lavere enn anslått. Fremover anslås prisveksten å bli lavere den nærmeste tiden og litt høyere mot slutten av prognoseperioden. Øvelsen indikerer en rentebane som er lite endret sammenlignet med forrige rapport.

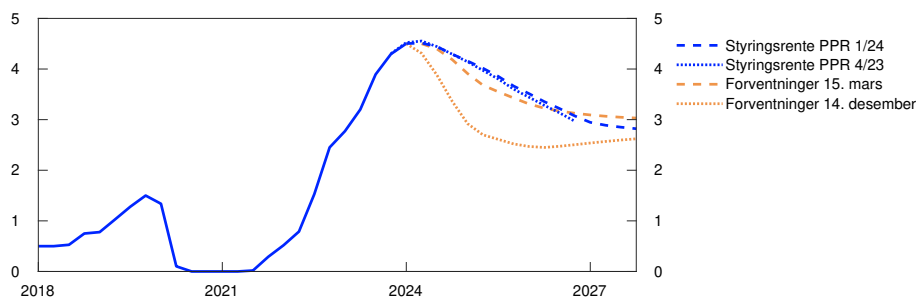
Markedets forventninger til styringsrenten har økt

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.

Markedsrentene steg mye ved publiseringen av rentebeslutningen i desember og har kommet videre opp siden det. Vår rentebane ligger nær markedsprisingen de neste årene. Markedsforventningene indikerer at styringsrenten vil være om lag 4,0 prosent ved utgangen av året, se figur 4.2.

Figur 4.2 Markedets forventninger til styringsrenten har økt

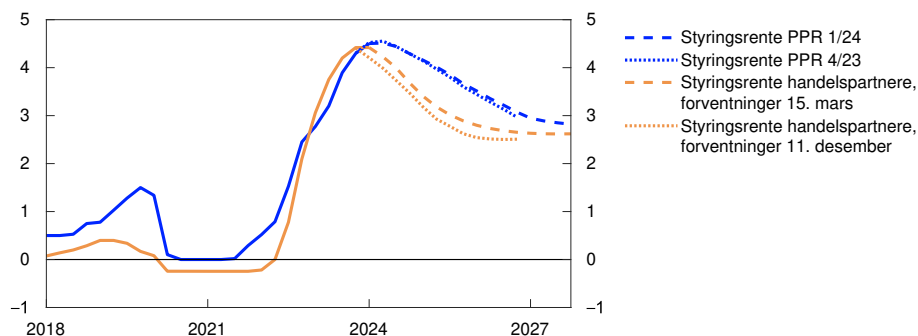
Styringsrente. Prosent



Kilder: Bloomberg og Norges Bank

Figur 4.3 Positiv rentedifferanse mot utlandet

Styringsrenten i Norge og hos våre viktigste handelspartnere. Prosent



Kilder: Bloomberg og Norges Bank

En del av oppgangen i norske markedsrenter kan ha sammenheng med at markedets forventninger til styringsrenten hos våre viktigste handelspartnere har økt litt siden forrige rapport, se figur 4.3. Siden vår rentebane er lite endret siden forrige rapport, er differansen mellom rentebanen og forventede markedsrenter ute litt lavere.

Den enkle regelen gir en litt lavere rente enn sist

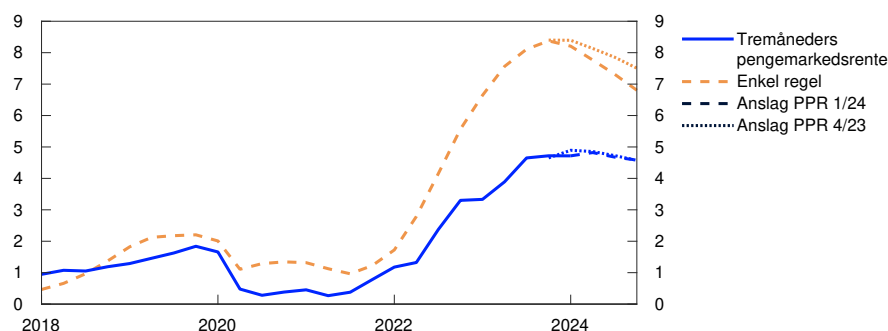
En enkel regel for renten viser hvordan pengepolitikken historisk har reagert på endringer i produksjonsgapet og inflasjonen, se [Pengepolitisk rapport 2/2022](#). Den estimerte regelen er basert på data for perioden 2009–2021. På kort sikt er anslagene for produksjonsgapet justert litt opp, og prisveksten er nedjustert. Den enkle regelen gir en litt lavere rente nå enn i forrige rapport, men nivået er fortsatt høyere enn anslaget for styringsrenten, se figur 4.4.

4.3 Pengepolitisk innretning og drivkrefter bak endringene i rentebanen

Rentene har økt mye de siste to årene. Det har en innstrammende effekt på økonomien. Den gjennomsnittlige boliglånsrenten har økt om lag i takt

Figur 4.4 Den enkle regelen gir en litt lavere rente enn sist

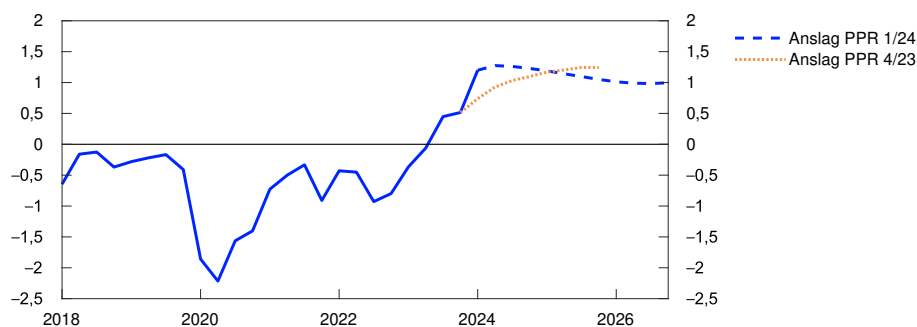
Tremåneders pengemarkedsrente. Prosent



Kilder: LSEG Datastream og Norges Bank

Figur 4.5 Noe høyere anslag på realrenten de nærmeste kvartalene

Anslag på forventet realrente i pengemarkedet. Prosent



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

med styringsrenten. Dette reduserer husholdningenes disponible inntekt og gjør det mer lønnsomt å spare fremfor å konsumere. Begge disse effektene trekker i retning av lavere konsum. Høyere renter bidrar også til lavere foretaksinvesteringer gjennom økte finansieringskostnader.

Sammenlignet med forrige rapport er prognosen for styringsrenten nedjustert mindre enn anslagene for prisveksten det nærmeste året. Det gir et høyere anslag på forventet realrente de nærmeste kvartalene, se figur 4.5. Vi anslår at realrenten ligger over det nivået på realrenten som virker nøytralt på økonomien.¹ Det vil si at vi vurderer at pengepolitikken målt ved realrenten virker innstrammende på økonomien.

Modellanalysen tilsier en rentebane som er lite endret

Komiteens begrunnelse for rentebeslutningen og signalene om renten frem i tid kommer frem av Pengepolitiske vurderinger, se [side 5–9](#).

I renteregnskapet i figur 4.6 bruker vi vår hovedmodell NEMO til å dekomponere de viktigste drivkreftene bak endringene i rentebanen siden forrige rapport. Søylene viser bidrag til endring i modellbanen, og den stiplede linjen viser summen av søylene. Den heltrukne linjen viser den faktiske endringen i rentebanen.

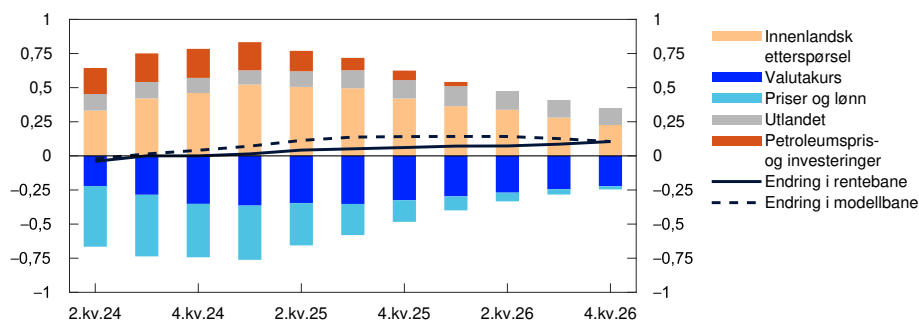
En oppgang i utenlandske markedsrenter bidrar til at rentedifferansen blir lavere enn tidligere lagt til grunn. Det trekker isolert sett i retning av en svakere kronekurs. Eksporten fra Fastlands-Norge har vært høyere enn anslått. Anslagene for den økonomiske veksten blant våre handelspartnere er om lag uendret. Samlet sett trekker faktorer knyttet til utlandet i retning av en høyere modellbane, se grå søyler.

Siden forrige rapport har spot- og fremtidsprisene på olje steget noe. Prisene på gass har falt. Petroleumsinvesteringene har vært høyere enn ventet. Det bidrar til høyere aktivitet i oljerelaterte næringer og økt lønnsvekst. Samlet bidrar faktorer knyttet til petroleumspris og -investeringer til å trekke modellbanen opp, se røde søyler.

¹ Se [Pengepolitisk rapport 2/2023](#) for nærmere omtale av den nøytrale realrenten.

Figur 4.6 Modellen tilsier en bane for styringsrenten som er lite endret

Akkumulerte bidrag. Prosentenheter



Kilde: Norges Bank

Kronekursen har vært sterkere enn vi la til grunn i forrige rapport og sterkere enn det endringen i rentedifferansen skulle tilsi i modellrammeverket. En sterkere krone fører til lavere prisvekst på importerte varer og svekker den kostnadmessige konkurranseevnen for norske bedrifter. Det demper norsk nettoeksport og samlet aktivitet, og bidrar til en lavere lønnsvekst. Samlet sett trekker valutakursen modellbanen ned, se mørkeblå søyler.

Kapasitetsutnyttingen anslås å være noe høyere enn vi så for oss i desember. Utviklingen i privat konsum og offentlig etterspørsel har vært sterkere enn ventet. Anslagene for offentlig etterspørsel er oppjustert lenger frem. Det bidrar til økt aktivitet i norsk økonomi fremover. Samlet sett bidrar innenlandsk etterspørsel til en høyere modellbane gjennom hele anslagsperioden, se oransje søyler.

Kjerneprisveksten har vært lavere enn vi så for oss i desember. Lavere energipriser fremover bidrar til å trekke ned anslagene for kjerneprisveksten. Svakere prisimpulser fra utlandet bidrar til å dempe den importerte prisveksten. Lønnsveksten har vært lavere enn ventet, og anslaget er noe nedjustert i år. Samlet sett taler faktorer knyttet til priser og lønn for en lavere modellbane, se lyseblå søyler.

Både modellbanen og rentebanen er lite endret siden forrige rapport.

Avveingene i pengepolitikken belyst ved prognosene for inflasjonen og produksjonsgapet

På lang sikt er det ingen konflikt mellom lav og stabil inflasjon og høy og stabil sysselsetting. Prisstabilitet er en forutsetning for at økonomien kan fungere effektivt. Men på kort sikt vil det inntreffe forstyrrelser som gir en konflikt mellom de to hensynene, slik at vi må foreta avveinger i rentesettingen. Avveingene vi gjør, kommer til uttrykk i prognosene våre for inflasjonen og produksjonsgapet¹.

I den pengepolitiske teorien er gjerne avveingene representert ved en tapsfunksjon:

$$(1) \quad L = (\pi - \pi^*)^2 + \lambda y^2,$$

der L er tapet, π er inflasjonen, π^* er inflasjonsmålet og y er produksjonsgapet. Lambda (λ) angir hvor mye vekt sentralbanken legger på stabilitet i produksjonen i forhold til stabilitet i inflasjonen. Hvis lambda er 1, vurderes et avvik i inflasjonen fra målet som like kostbart som et tilsvarende avvik fra null i produksjonsgapet. Hvis lambda er $\frac{1}{2}$, vil et avvik i inflasjonen vurderes som dobbelt så kostbart som et tilsvarende avvik i produksjonsgapet. I tapsfunksjonen inngår inflasjonen og produksjonsgapet kvadratisk, noe som innebærer at kostnadene ved avvik er like store på oversiden som på undersiden.² Sentralbanken er antatt å sette en rente som minimerer L gitt økonomiens virkemåte («modellen»)³.

Sentralbankens avveinger, representert ved tapsfunksjonen, kan ikke observeres direkte. Det er bare de faktiske politikvalgene som kan observeres.⁴ Hvis en legger tapsfunksjonen (1) til grunn, vil de faktiske politikvalgene være representert ved førsteordensbetingelsen for minimering av tapet. I enkle modeller vil den se slik ut:⁵

$$(2) \quad \pi - \pi^* + \alpha y = 0,$$

der $\alpha = \lambda/\gamma$, hvor γ er helningen på Phillipskurven (det vil si hvor mye inflasjonen øker når produksjonsgapet øker). I modeller med mer realistisk dynamikk blir førsteordensbetingelsen mer komplisert.

1 Produksjonsgapet er et anslag på det prosentvise avviket mellom faktisk produksjon og det høyeste nivået som er forenlig med prisstabilitet over tid. Se Norges Bank (2022) «[Norges Banks håndbok i pengepolitikk](#)». Staff Memo 1/2022 for en nærmere beskrivelse av hvordan vi anslår produksjonsgapet.

2 En kvadratisk tapsfunksjon er en forenkling. I virkeligheten trenger ikke avvik på over- og undersiden være symmetriske. I Norges Bank (2021) «[Norges Banks pengepolitiske strategi](#)» argumenterer vi for at kostnadene ved konjunktursvingninger er asymmetriske, noe som impliserer at produksjonsgapet egentlig ikke inngår kvadratisk. Men fordi kvadratiske tapsfunksjoner har noen beregningstekniske fordeler, gjøres politikimplikasjonene av asymmetrien skjønnsmessig «utenfor» modellapparatet.

3 Mer presist søker sentralbanken å minimere den neddiskonterte summen av forventede tap i dag og fremover.

4 Tapsfunksjonen som inngår i Norges Banks hovedmodell NEMO kan ikke tolkes direkte som komiteens vektlegging av de ulike hensynene. Se Norges Bank (2022) «[Norges Banks håndbok i pengepolitikk](#)». Staff Memo 1/2022, side 41–43, for en beskrivelse av tapsfunksjonen i NEMO og hvordan den bør tolkes.

5 Se f.eks. Røisland, Ø. og T. Sveen (2018) «[Monetary Policy under Inflation Targeting](#)». Occasional Papers 53/2018. Norges Bank.

Ligning (2) kan da tolkes som et enkelt målkriterium, som er en tilnærming til optimale avveiiinger gitt modellen.⁶

Målkriteriet (2) sier at sentralbanken skal sette renten slik at en veiet sum av inflasjonsgapet ($\pi - \pi^*$) og produksjonsgapet er null. Det impliserer at de to gapene skal ha motsatt fortegn.⁷ Hvis for eksempel både inflasjonsgapet og produksjonsgapet er negative, vil sentralbanken oppnå bedre måloppnåelse med en lavere rente, siden det vil bringe både inflasjonen nærmere målet og produksjonen og sysselsettingen høyere. Når de to gapene har motsatt fortegn, vil det være en konflikt mellom de to målene; det er ikke mulig å få inflasjonen nærmere målet uten at det går ut over produksjon og sysselsetting.

Vektleggingen av produksjon og sysselsetting i forhold til inflasjonen kommer til uttrykk i alfa (α). Det er imidlertid ikke opplagt hva som er en riktig verdi på alfa. Hvis vi tar utgangspunkt i den optimale verdien av alfa i enkle modeller ($\alpha = \lambda/\gamma$), avhenger den av hva som er en rimelig verdi på lambda og den anslåtte helningen på Phillipskurven. Den amerikanske sentralbanken (Fed) har tolket et likestilt (dualt) mandat som at lambda er 1 i en tapsfunksjon med inflasjonsgap og ledighetsgap.^{8,9} Lars Svensson, ofte omtalt som «inflasjonsstyrings far» som følge av hans innflytelse på tenkningen om inflasjonsstyring, argumenterer også for at inflasjon og arbeidsledighet bør ha tilnærmet lik vekt i tapsfunksjonen under fleksibel inflasjonsstyring, også når mandatet er hierarkisk i betydningen av at lav og stabil inflasjon i en viss forstand har forrang i avveiiingene.^{10,11}

I den pengepolitiske litteraturen er det mer vanlig å benytte produksjonsgapet enn ledighetsgapet som indikator for realøkonomien, men de representerer det samme hensynet. Når en skal sammenligne tapsfunksjoner med henholdsvis produksjonsgap og ledighetsgap, må en ta hensyn til sammenhengen mellom de to, ofte kalt «Okuns lov», for å få en lambda som representerer samme vektlegging av realøkonomisk stabilitet. I USA er Okuns lov om lag $u = -0,5y$, som impliserer at en vekt på ledighetsgapet på 1, som Fed og Svensson argumenterte for, innebærer samme vektlegging som $\lambda = 0,25$ i ligning (1).¹² Statistisk sentralbyrå har estimert Okuns lov for Norge til å være $u = -0,31y$, som også er i tråd

6 Forskjellen mellom et enkelt målkriterium og førsteordensbetingelsen i mer kompliserte modeller er beslektet med forskjellen mellom en enkel renteregulering, som Taylor-regelen, og en mer komplisert optimal reaksjonsfunksjon for renten. Selv om de ikke er optimale, kan enkle regler og kriterier være mer robuste for at modellen er feilspesifisert enn optimale regler og kriterier. Se Giannoni, M.P. og M. Woodford (2017) «[Optimal target criteria for stabilization policy](#)». *Journal of Economic Theory* 168, side 55–106, for en analyse av optimale målkriterier.

7 Dette noen ganger omtalt som «Qvigstad-regelen» etter Qvigstad, J.F. (2006) «[When does an interest rate path look good? Criteria for an appropriate future interest rate path](#)». *Working Papers* 5/2006. Norges Bank.

8 Ledighetsgapet er definert som avviket i arbeidsledigheten fra det laveste nivået som er forenlig med prisstabilitet over tid.

9 Se Federal Reserve Bank of Chicago (2020) «[The Bullseye Chart](#)». 20. oktober. Se også Debortoli, D.J. Kim, J. Lindé og R. Nunes (2019) «[Designing a Simple Loss Function for Central Banks: Does a Dual Mandate Make Sense?](#)» *Economic Journal* 129 (621), side 2010–2038.

10 Svensson, L.E.O. (2014) «[How to weigh unemployment relative to inflation in monetary policy](#)». *Journal of Money, Credit and Banking* 46 (52), side 183–188.

11 Se Norges Bank (2022) «[Norges Banks håndbok i pengepolitikk](#)». *Staff Memo* 1/2022 for en omtale av forskjellen mellom likestilt (dualt) mandat og hierarkisk mandat.

12 For å se det, kan en ta utgangspunkt i Feds tapsfunksjon $L = (\pi - \pi^*)^2 + u^2$ og erstatte u ved benyttet $u = -0,5y$, som gir $L = (\pi - \pi^*)^2 + 0,25y^2$.

med våre anslag.¹³ Gitt dette anslaget innebærer en lik vekt på ledighet og inflasjon i tapsfunksjonen at $\lambda \approx 0,1$ i ligning (1).¹⁴

For å få et anslag på γ , det vil si hvor mye inflasjonen øker når produksjonsgapet øker, har vi tatt utgangspunkt i sammenhengen i vår makro-økonomiske modell NEMO. En midlertidig nedgang i renten fører til en økning i inflasjonen som er litt over halvparten av økningen i produksjonsgapet, noe som tilsier en γ på litt over 0,5.¹⁵ Det impliserer at en «likestilling» mellom inflasjon og ledighet, basert på Feds og Svenssons tolkning, impliserer $\alpha \approx 0,2$ i målkriteriet (2).

Det er imidlertid ikke opplagt hvordan en skal tolke «likestilte hensyn» rent operasjonelt. Selv om Fed og Svensson tolket det som lik vekt på inflasjon og ledighet i tapsfunksjonen, kan det også tolkes som lik vekt på inflasjon og produksjonsgap, eller på inflasjon og sysselsetting, i respektive tapsfunksjoner. De siste tolkningene ville gitt en vesentlig høyere alfa i målkriteriet og dermed vesentlig større grad av stabilisering av realøkonomien relativt til inflasjonen.

I en tidligere analyse har vi benyttet en indikator for avveiningene som har tatt utgangspunkt i et målkriterium som i ligning (2), der vi har satt alfa til 1.¹⁶ Selv om det heller ikke er opplagt at alfa skal være nær 1, fremstår denne som en mer rimelig vekt på produksjon og sysselsetting enn en alfa på 0,2, som ville vært forenlig med Feds og Svenssons forslag.

Mandatet vårt sier at vi skal sørge for lav og stabil inflasjon og bidra til høy og stabil produksjon og sysselsetting. Men hvilken vekt vi skal legge på de respektive hensynene i den praktiske utøvelsen av pengepolitikken, er ikke nærmere spesifisert. Vår tolkning av mandatet er at vi skal legge stor vekt på sysselsettingen – også i dagens situasjon med en prisvekst klart over målet.

Målkriteriet (2) er basert på løpende inflasjon og produksjon, slik det oftest er formulert i enkle teorimodeller. I virkeligheten påvirker pengepolitikken inflasjonen og aktivitetsnivået med et tidsetterslep. Tidssetterslepet gjør at det i praksis er umulig for pengepolitikken å oppfylle et målkriterium basert på inflasjon og produksjon i inneværende periode, fordi det inntreffer sjokk som endrer inflasjonen og aktivitetsnivået og som pengepolitikken ikke rekker å motvirke på helt kort sikt. Det er derfor mer hensiktsmessig å ta utgangspunkt i prognosene for inflasjonen og produksjonsgapet ett til tre år frem. På denne horisonten har sentralbanken mulighet til å oppfylle et målkriterium som (2).

Figur 4.A viser kombinasjoner av prognosene for inflasjonsgapet og produksjonsgapet i ulike pengepolitiske rapporter siden vi begynte å

13 Se Statistisk sentralbyrå (2022) *Økonomiske analyser 4/2022*, side 16–17.

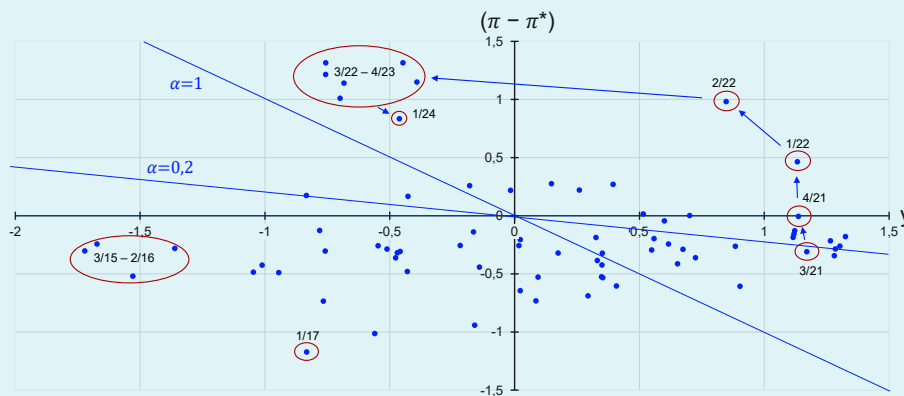
14 Ved å erstatte u med $-0,31\gamma$ i tapsfunksjonen til Fed, får vi følgende tapsfunksjon med γ som er ekvivalent med Feds «duale» tapsfunksjon: $L = (\pi - \pi^*)^2 + 0,096\gamma^2$.

15 Se Kravik, E.M. og Y. Mimir (2019) «[Navigating with NEMO](#)». Staff Memo 5/2019. Norges Bank, side 45.

16 Indikatoren er dokumentert på Norges Bank (2022) «[Norges Banks håndbok i pengepolitikk](#)». Staff Memo 1/2022, side 44–46. Indikatoren blir kalt LOC («Leaning and Other Considerations», der navnet henspiller på at avvik fra LOC-indikatoren kan representere vektlegging av andre hensyn enn de rene prognosene for inflasjonsgapet og produksjonsgapet, som for eksempel hensynet til å motvirke oppbygging av finansielle ubalanser og varsomhet som følge av usikkerhet om virkningene av renteendringer.

Figur 4.A Prognoser for inflasjonsgap og produksjonsgap i ulike pengepolitiske rapporter

Gjennomsnitt 1–3 år frem



Kilde: Norges Bank

publisere renteprognerer i 2005.¹⁷ Figuren er beslektet med den såkalte «midt i blinken»-figuren (Bullseye Chart) til Fed, hvor målsetningen er at punktene skal ligge mest mulig «midt i blinken».¹⁸ Punktene vil ikke ligge «midt i blinken» når det oppstår forstyrrelser som gir konflikt på kort sikt mellom de to målene.

De blå linjene i figuren representerer to versjoner av målkriteriet – én som representerer Feds og Svenssons tolkning av likestilte mål ($\alpha = 0,2$) og én som representerer indikatoren i vår tidligere analyse nevnt over ($\alpha = 1$).

Som figuren viser, gir ingen av de to målkriteriene noen god føyning av de ulike prognosene. Man kan derfor slå fast at avveiningene er mer komplekse enn det som kan sammenfattes i et enkelt målkriterium. Det er heller ikke slik at komiteén kun ser på prognosene for inflasjonen og produksjonsgapet når den vurderer rentebanen. For eksempel kan komiteén legge vekt på risikofaktorer som ikke så lett lar seg innarbeide i prognosene. Det kan tidvis skape betydelige avvik fra en lineær sammenheng mellom prognosene for inflasjons- og produksjonsgapet, slik enkle teorimodeller tilsier.

Det er også verdt å merke seg at i svært mange av de pengepolitiske rapportene har prognosene for inflasjonsgapet og produksjonsgapet samme fortegn. Det er tilsynelatende et brudd på en av betingelsene for optimal politikk. Det er særlig tilfellene der begge gapene er negative, det vil si at punktene ligger i den sørvestlige kvadranten i figuren, som har inntruffet ofte.

¹⁷ Prognoser basert på tekniske forutsetninger, som f.eks. markedets renteforventninger, som vi publiserte før 2005, gjenspeiler ikke nødvendigvis sentralbankens avveininger, siden markedsforsventningene kan avvike fra den rentebanen sentralbanken ser for seg.

¹⁸ Se Federal Reserve Bank of Chicago (2020) «[The Bullseye Chart](#)». 20. oktober. Den engelske sentralbanken har gjort en lignende analyse basert på anslagene, men disse anslagene er betinget på markedsaktørenes renteforventninger og ikke sentralbankens egne renteprognerer. De vil derfor ikke fullt ut gjenspeile sentralbankens avveininger. Se Carney, M. (2018) [Lambda](#). Bank of England, 16. januar.

En viktig grunn til at Norges Bank i mange tilfeller har lagt opp til rentebane som gir en inflasjon under målet samtidig som produksjonsgapet er negativt i prognosene, er hensynet til å motvirke oppbygging av finansielle ubalanser. Selv om en lavere rente ville brakt inflasjonen lenger opp mot målet og gitt et mindre negativt produksjonsgap, kan en svært lav rente bidra til økt gjeldsopptak, økte eiendomspriser og dermed mulige finansielle ubalanser. Det kan igjen øke risikoen for kraftige tilbakeslag frem i tid. Hensynet til å motvirke oppbygging av finansielle ubalanser var et uttalt hensyn i mange rapporter, særlig i årene etter finanskrisen. Når finansielle ubalanser er representert i tapsfunksjonen, i tillegg til inflasjons- og produksjonsgapet, trenger ikke nødvendigvis inflasjons- og produksjonsgapet å ha motsatt fortegn for at avveiningene skal være optimale.¹⁹

Usikkerhet om virkningene av pengepolitikken er også relevant for avveiningene. Et viktig resultat, vist av William Brainard i 1967, er at pengepolitikken bør respondere mer forsiktig på forstyrrelser når det er usikkerhet om virkningene av renten.²⁰ Når sentralbanken av hensyn til denne usikkerheten endrer renten mindre enn ellers når det inntreffer forstyrrelser, kan det i noen situasjoner være en riktig avveining at begge gapene har samme fortegn i prognosene. Hvis det for eksempel kommer et inflasjonssjokk som bringer inflasjonen over målet, samtidig som produksjonsgapet er positivt, kan usikkerhet om rentens virkning i teorien gjøre at det ikke er optimalt å øke renten så mye at ett av gapene blir negative.

Selv om det er flest tilfeller der begge gapene er negative i figur 4.A, er det også noen tilfeller der begge er positive. Det var mest markert i de to første pengepolitiske rapportene i 2022, hvor prognosene isolert sett indikerer at måloppnåelsen kunne vært bedre med en høyere rentebane. Komiteen la i denne perioden vekt på at hensynet til å stabilisere inflasjonen rundt målet på noe sikt tilsa en høyere styringsrente, men at usikkerhet om den økonomiske utviklingen og hvordan husholdningene vil tilpasse seg et høyere rentenivå, tilsa at renten skulle økes gradvis.

I de siste syv rapportene har inflasjonsgapet vært positivt i prognosehorisonten, mens produksjonsgapet i gjennomsnitt har vært negativt. Prognosene tilfredsstiller derfor kravet til ulike fortegn i målkriteriet (2). Vekten på realøkonomien har imidlertid vært noe høyere enn hva begge de to versjonene av målkriteriet tilsier.

19 Se Røisland, Ø. og T. Sveen (2018) «[Monetary Policy under Inflation Targeting](#)». *Occasional Papers* 53/2018. Norges Bank, side 23–29.

20 Brainard, W. (1967) «[Uncertainty and the Effectiveness of Policy](#)». *American Economic Review* 57(2), side 411–425.

Vedlegg

Tabeller med detaljerte anslag



TABELL 1 Internasjonale anslag

Endring i anslag fra <i>Pengepolitisk rapport 4/23</i> i parentes	Vekter ¹ Prosent	Prosentvis endring fra foregående år				
		2023	2024	2025	2026	2027
BNP						
USA	12	2,5 (0,1)	2,2 (0,7)	1,6 (0,1)	1,6 (-0,1)	1,5
Euroområdet	47	0,5 (0,1)	0,7 (-0,2)	1,6 (-0,3)	1,6 (0)	1,6
Storbritannia	15	0,1 (-0,4)	0,3 (-0,2)	1,2 (0,1)	1,5 (0)	1,3
Sverige	18	0 (0,3)	0,3 (0,1)	2 (-0,2)	2 (0)	1,8
Kina	8	5,3 (-0,2)	4,5 (0,2)	4,1 (0,2)	3,7 (0,1)	3,6
5 handelspartnere ¹	100	1 (0)	1,1 (0)	1,8 (-0,1)	1,8 (0)	1,7
Priser						
Underliggende prisvekst ²		5,3 (0)	3 (0,1)	2,3 (0)	2,2 (0,1)	2,1
Lønnsvekst ²		4,9 (-0,1)	4 (0)	3,5 (0,1)	3,1 (0)	3,0
Priser på konsumvarer som Norge importerer ³		-0,5 (-0,1)	0,5 (-0,4)	0,1 (-0,8)	0,8 (0)	0,8

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

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

³ Målt i utenlandsk valuta. Inkludert vridningseffekter og fraktrater.

Kilder: LSEG Datastream og Norges Bank

TABELL 2a Konsumpriser. Tolvmånedersvekst. Prosent

	2023	2024					
	des	jan	feb	mar	apr	mai	jun
KPI							
Faktisk	4,8	4,7	4,5				
Anslag PPR 4/23	4,9	4,8	5,3	4,6			
Anslag PPR 1/24				4,2	3,9	3,3	3,3
KPI-JAE							
Faktisk	5,5	5,3	4,9				
Anslag PPR 4/23	5,6	5,4	5,5	5,2			
Anslag PPR 1/24				4,7	4,5	4,2	3,9
Importerte varer i KPI-JAE							
Faktisk	5,7	4,3	5,0				
Anslag PPR 4/23	5,8	5,4	5,5	5,0			
Anslag PPR 1/24				4,3	3,9	3,5	2,7
Norskproduserte varer og tjenester i KPI-JAE							
Faktisk	5,3	5,8	4,8				
Anslag PPR 4/23	5,6	5,5	5,6	5,5			
Anslag PPR 1/24				4,9	4,9	4,6	4,6

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

TABELL 2b Boligpriser. Månedsvkst. Sesongjustert. Prosent

	2023	2024					
	des	jan	feb	mar	apr	mai	jun
Faktisk	0,0	0,7	0,7				
Anslag PPR 4/23	0,0	-0,2	-0,2	-0,1			
Anslag PPR 1/24				0,3	0,4	0,3	0,3

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

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

	2023	2024					
	des	jan	feb	mar	apr	mai	jun
Faktisk	1,9	1,9	1,9				
Anslag PPR 4/23	1,9	1,9	2,0	2,0			
Anslag PPR 1/24				1,9	2,0	2,0	2,0

Kilder: NAV og Norges Bank

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

	2023	2024					
	des	jan	feb	mar	apr	mai	jun
Faktisk	-0,1						
Anslag PPR 4/23	-0,2	-0,2	0,1	0,2			
Anslag PPR 1/24		0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

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

	2023		2024	
	3. kv.	4. kv.	1. kv.	2. kv.
Faktisk	0,1	0,2		
Anslag PPR 4/23		0,0	-0,3	0,1
Anslag PPR 1/24			0,0	0,0

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 4/23 i parentes	Prosentvis endring fra foregående år (der annet ikke fremgår)					
	Mrd. kr. 2023	2023	Anslag			
			2024	2025	2026	2027
Priser og lønninger						
KPI		5,5 (0,0)	3,8 (-0,6)	2,7 (-0,1)	2,6 (0,1)	2,3
KPI-JAE		6,2 (0,0)	4,1 (-0,7)	3,2 (-0,3)	2,7 (0,2)	2,3
Årslønn		5,2 (-0,3)	4,9 (-0,1)	4,3 (0,0)	3,7 (0,0)	3,4
Realøkonomi¹						
Bruttonasjonalprodukt (BNP)	5141	0,8 (0,2)	0,4 (-0,4)	1,8 (0,6)	0,5 (-0,2)	0,7
BNP for Fastlands-Norge ²	3859	1,1 (0,1)	0,5 (0,4)	1,2 (0,0)	1,3 (-0,2)	1,6
Produksjonsgap for Fastlands-Norge (nivå)		0,8 (0,0)	0,0 (0,4)	-0,3 (0,4)	-0,5 (0,2)	-0,4
Sysselsetting, personer, KNR		1,3 (0,0)	0,4 (0,5)	0,4 (0,0)	0,6 (-0,1)	1,0
Registrert ledighet (rate, nivå)		1,8 (0,0)	2,0 (-0,1)	2,2 (-0,1)	2,2 (-0,1)	2,2
Etterspørsel¹						
Etterspørsel fra Fastlands-Norge ²	4021	0,6 (0,9)	0,0 (0,2)	2,0 (0,2)	2,3 (0,1)	2,3
– Husholdningenes konsum	1925	-0,5 (0,4)	1,0 (0,8)	2,1 (0,3)	2,1 (-0,6)	2,1
– Foretaksinvesteringer	503	4,9 (1,5)	-4,4 (-1,2)	1,9 (-0,3)	2,8 (1,8)	3,0
– Boliginvesteringer	208	-15,6 (-0,5)	-12,5 (-6,1)	5,9 (0,9)	9,6 (2,7)	9,0
– Offentlig etterspørsel	1386	3,5 (1,4)	2,1 (0,9)	1,4 (0,0)	1,5 (0,4)	1,2
Petroleumsinvesteringer ²	216	10,5 (2,5)	10,0 (3,0)	-5,0 (-4,0)	-3,0 (-1,0)	-3,0
Eksport fra Fastlands-Norge ²	1043	7,8 (1,2)	2,6 (0,5)	1,9 (-0,5)	1,9 (-1,9)	2,7
Import	1668	1,4 (-0,6)	-1,7 (-1,4)	2,0 (-0,2)	1,9 (-0,5)	2,1
Boligpriser og gjeld						
Boligpriser		-0,3 (-0,1)	2,9 (1,9)	6,2 (1,1)	7,7 (1,2)	6,5
Kreditt til husholdningene (K2)		3,3 (-0,1)	2,7 (-0,1)	2,6 (0,1)	2,6 (-0,1)	2,9
Renter, valutakurs og oljepris						
Styrringsrente (nivå)		3,5 (0,0)	4,4 (-0,1)	3,9 (0,0)	3,3 (0,1)	2,9
Importveid valutakurs (I-44) (nivå)		119,5 (-0,2)	118,8 (-2,7)	118,7 (-1,8)	118,4 (-2,1)	118,1
Styrringsrente hos handelspartnere (nivå)		3,9 (0,0)	4,1 (0,2)	3,1 (0,2)	2,7 (0,2)	2,6
Oljepris Brent Blend. USD per fat		82,5 (0,6)	83,6 (7,7)	78,0 (4,4)	74,4 (2,9)	72,1
Husholdningenes inntekt og sparing¹						
Disponibel realinntekt utenom aksjeutbytte		-1,5 (0,0)	1,6 (0,8)	2,6 (0,1)	2,7 (-0,4)	2,7
Sparing utenom aksjeutbytte (rate, nivå)		0,2 (0,9)	1,0 (0,5)	1,3 (0,3)	1,7 (0,5)	2,2
Finanspolitikken						
Strukturelt oljekorrigert underskudd som andel av SPU ³		3,1 (0,1)	2,8 (0,1)	2,7 (0,1)	2,7 (0,1)	2,7
Strukturelt oljekorrigert underskudd som andel av trend-BNP		10,3 (0,4)	10,9 (0,6)	11,1 (0,9)	11,3 (1,1)	11,5

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

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



Norges Bank
Pengepolitisk rapport 1-2024 mars

Design: TRY

Layout: Aksell AS

ISSN 1894-0234 (online)