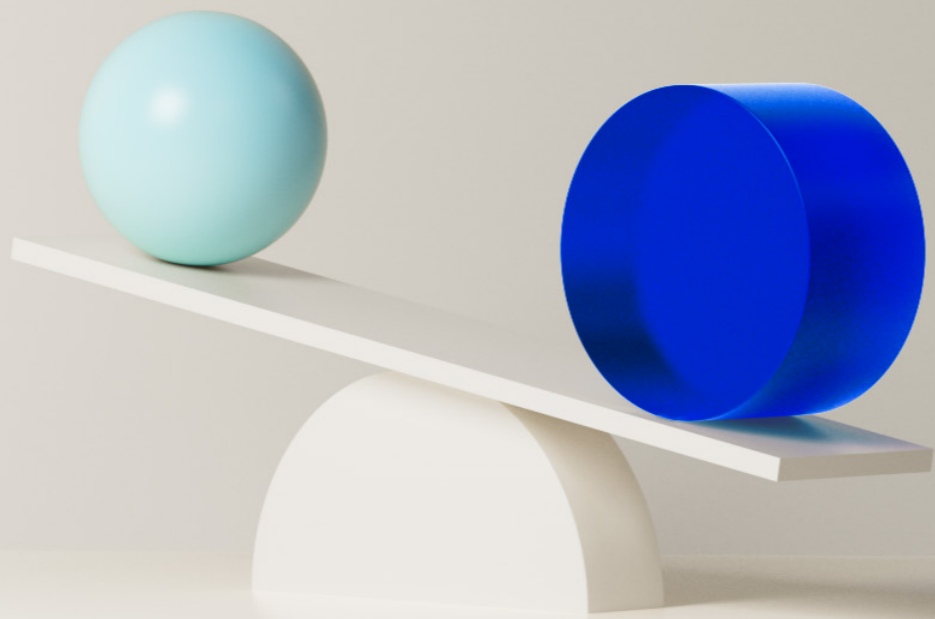


Pengepolitisk rapport

2 | 2023

Juni



Innhold

Pengepolitiske vurderinger	5
1. Internasjonal økonomi	10
- <i>Prisene på gass og kraft er noe lavere enn i mars</i>	14
2. Finansielle forhold	16
2.1 Pengepolitikken siden mars	16
2.2 Rentene til husholdninger og foretak	17
2.3 Kredittilgang for husholdninger og foretak	19
2.4 Kronekursen	20
3. Norsk økonomi	22
3.1 Produksjon og etterspørsel	22
3.2 Arbeidsmarkedet	30
- <i>Kapasitetsutnyttningen har avtatt</i>	32
3.3 Priser og lønninger	34
- <i>Høy prisvekst ute og hjemme</i>	41
- <i>Økte driftsmarginer har i liten grad bidratt til inflasjonen</i>	43
4. Pengepolitisk analyse	46
4.1 Rentebanen og mål for pengepolitikken	46
4.2 Ny informasjon og nye vurderinger	46
4.3 Pengepolitisk innretning og drivkrefter bak endringene i rentebanen	48
- <i>En illustrasjon av avveiningene i pengepolitikken</i>	51
- <i>Anslag på nøytral realrente</i>	53
Vedlegg	56

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

Ansvarlig redaktør: Ida Wolden Bache

Analysene i denne rapporten er basert på informasjon frem til og med 16. juni 2023. Pengepolitiske vurderinger er basert på informasjon frem til komitémøtet 21. juni 2023. Rapporten ble publisert 22. juni 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 vil normalt bli truffet i komiteens rentemøter. Komiteen har 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. Komiteens vurdering av de økonomiske utsiktene og pengepolitikken er gjengitt i «Pengepolitiske vurderinger» i Pengepolitisk rapport. I forbindelse med rentemøtene uten rapport møtes komiteen vanligvis to ganger.

Rapportering

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

Beslutningsprosessen for Pengepolitisk rapport 2/23

På møtene 6. og 13. juni 2023 drøftet komiteen de økonomiske utsiktene og innretningen av pengepolitikken. På grunnlag av drøftingene og en anbefaling fra bankens administrasjon fattet komiteen på møtet 21. juni vedtak om styringsrenten.

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

Norges Banks pengepolitiske strategi

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 21. juni å sette styringsrenten opp fra 3,25 til 3,75 prosent. Slik komiteen nå vurderer utsiktene og risikobildet, vil styringsrenten mest sannsynlig settes videre opp i august.

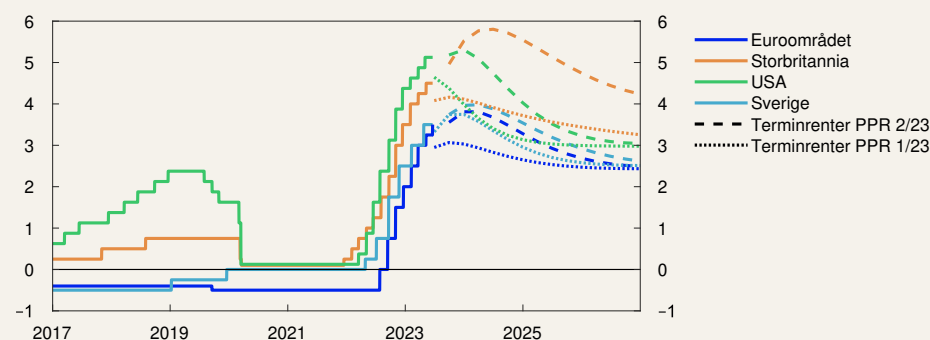
Videre renteoppgang internasjonalt

Konsumprisveksten hos våre viktigste handelspartnere har avtatt videre, men er fortsatt høy. Den underliggende prisveksten har holdt seg oppe og vært høyere enn ventet. Kostnadene for å frakte varer mellom land er tilbake på nivåene fra før pandemien, og prisene på flere råvarer, som metaller og matvarer, har falt. Det vil kunne dempe prisveksten på varene vi importerer til Norge. Prisene på gass og kraft har falt noe siden mars, mens oljeprisen har steget litt.

For å få prisveksten ned har sentralbankene hos flere av våre handelspartnere hevet styringsrentene videre. Høy inflasjon og mindre uro knyttet til banksektoren har bidratt til at markedsaktørenes forventninger til styringsrentene ute har økt siden mars. Styringsrentene ventes å nå en topp mot slutten av året. Langsiktige renter og internasjonale aksjeindekser har også steget, mens risikopåslagene i obligasjonsmarkedene har falt siden mars. Samtidig ser det ut til at bankene i USA og Europa har fortsatt å stramme inn på kredittpraksisen overfor husholdninger og foretak.

Figur A Høyere renter ute

Styringsrenter og beregnede terminrenter. Prosent



Kilder: Bloomberg, Refinitiv Datastream og Norges Bank

Figur B Svakere krone enn anslått

Importveid valutakursindeks. I-44



Kilder: Refinitiv Datastream og Norges Bank

Den økonomiske aktiviteten hos handelspartnerne har vært høyere enn ventet, og arbeidsmarkedene holder seg stramme. Vi venter at den økonomiske veksten blir lav i 2023, blant annet som følge av strammere finansielle forhold og svak utvikling i kjøpekraften til husholdningene. Det er utsikter til at den økonomiske aktiviteten holder seg litt høyere enn anslått i forrige rapport.

Kronen har vært svakere enn ventet

Kronen har svekket seg mye det siste året. Det må trolig ses i sammenheng med at rentene ute har steget mer enn hjemme, og at rentedifferansen er lav. Kronen har vært svakere enn anslått i forrige rapport, men har styrket seg igjen de siste ukene. Styrkingen har sammenfalt med en oppgang i norske markedsrenter. Markedsprisingen indikerer forventninger om at styringsrenten heves videre fremover. Rentene på lån til foretak har økt litt videre siden mars, og oppgangen i boliglånsrentene har vært om lag som ventet.

Gradvis mindre press i norsk økonomi

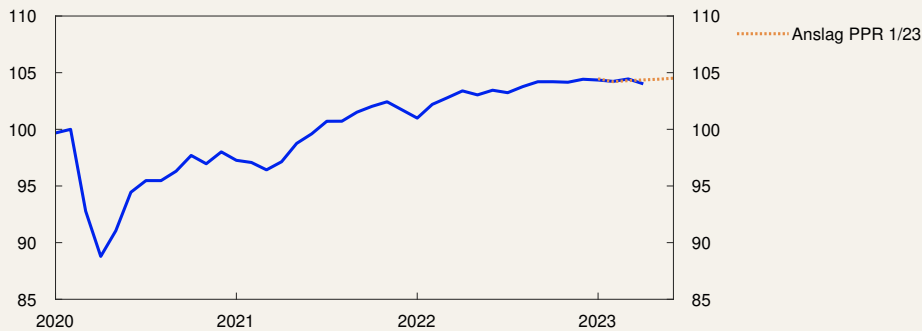
Veksten i norsk økonomi har avtatt. BNP for Fastlands-Norge har vært litt lavere enn anslått i forrige rapport. Etter en markert oppgang mot slutten av fjoråret har husholdningenes konsum falt så langt i år.

Syssetningen har steget videre og vært litt høyere enn ventet. Arbeidsmarkedet er fortsatt stramt, men flere indikatorer trekker nå i retning av at presset avtar noe. Den registrerte arbeidsledigheten har som ventet økt litt og var 1,8 prosent i mai. Andelen bedrifter i vårt regionale nettverk som rapporterte at mangel på arbeidskraft begrenser produksjonen, falt videre i andre kvartal.

Bedriftene i nettverket melder om litt bedre utsikter enn de gjorde i vinter og venter nå en oppgang i aktiviteten gjennom sommeren. Det er store forskjeller mellom næringene. Høye investeringer i petroleumsnæringen gir god vekst i oljeleverandørnæringen. Flere bedrifter trekker frem at kronesvekkelsen gir bedret kostnadmessig konkurranseevne og økt turisme. Samtidig venter varehandelen fall i aktiviteten fremover, og peker blant annet på at en svakere krone gir økte kostnader og at høyere utsalgs-

Figur C Den økonomiske aktiviteten holder seg høy

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



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

priser vil dempe etterspørselen. Bygge- og anleggsnæringen venter videre fall i aktiviteten som følge av fortsatt svakt nyboligsalg. I bruktboligmarkedet har omsetningen holdt seg oppe, og boligprisene har vært høyere enn ventet. Vi venter at boligprisene vil endre seg lite den nærmeste tiden.

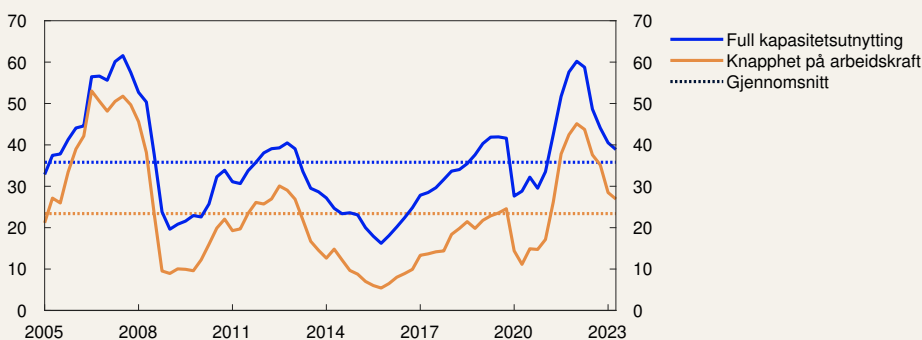
Vi anslår forsiktig vekst i norsk økonomi fremover. Høye petroleumsinvesteringer og økt eksport vil holde aktiviteten oppe. Høyere offentlige utgifter og økte overføringer til husholdningene vil også bidra til å løfte aktiviteten. Samtidig venter vi at husholdningenes disponible realinntekter blir lavere enn i fjor, og at det vil gi et fall i konsumet i år. Spareraten har kommet ned fra et høyt nivå under pandemien, og våre anslag innebærer at husholdningene vil fortsette å tære på oppsparte midler i år. Lenger frem venter vi at store investeringer knyttet til klimaomstilling vil løfte aktiviteten.

Prisveksten har vært klart høyere enn ventet

Her hjemme er prisveksten høy. Prisoppgangen omfatter en rekke varer og tjenester. Tolvmånedersveksten i konsumprisindeksen (KPI) har steget og var 6,7 prosent i mai, som var høyere enn anslått i forrige rapport. Det er særlig prisene på energivarer og matvarer som har vært høyere enn

Figur D Redusert knapphet på arbeidskraft

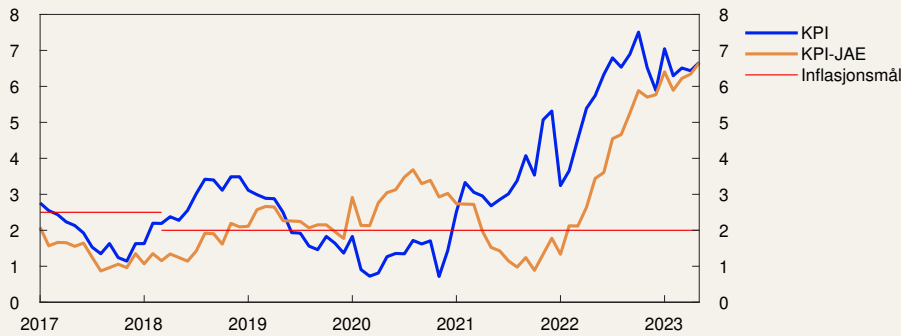
Kapasitetsutnyttning og knapphet på arbeidskraft ifølge Regionalt nettverk. Andeler i prosent



Kilde: Norges Bank

Figur E Prisveksten er klart over målet på 2 prosent

KPI og KPI-JAE. Tolvmånedersvekst. Prosent



Kilde: Statistisk sentralbyrå

ventet. Ulike indikatorer for underliggende inflasjon har steget siden forrige rapport. Tolvmånedersveksten i KPI justert for avgiftsendringer og uten energivarer var 6,7 prosent, også det var høyere enn anslått. Både prisene på importerte varer og varer og tjenester produsert i Norge har steget mer enn ventet.

Lønnsveksten ser ut til å bli høyere enn anslått i mars. Vi anslår nå års-lønnsveksten i 2023 til 5,5 prosent, som er litt over lønnsforventningene til partene i arbeidslivet og til bedriftene i vårt regionale nettverk.

Svakere internasjonale prisimpulser vil bidra til å dempe prisveksten på varene vi kjøper fra utlandet. En svakere krone enn anslått gjør likevel at den importerte prisveksten trolig blir høyere fremover enn vi så for oss i mars. Sammen med høyere lønnsvekst vil det trolig bidra til at den underliggende prisveksten holder seg oppe lenger enn tidligere antatt.

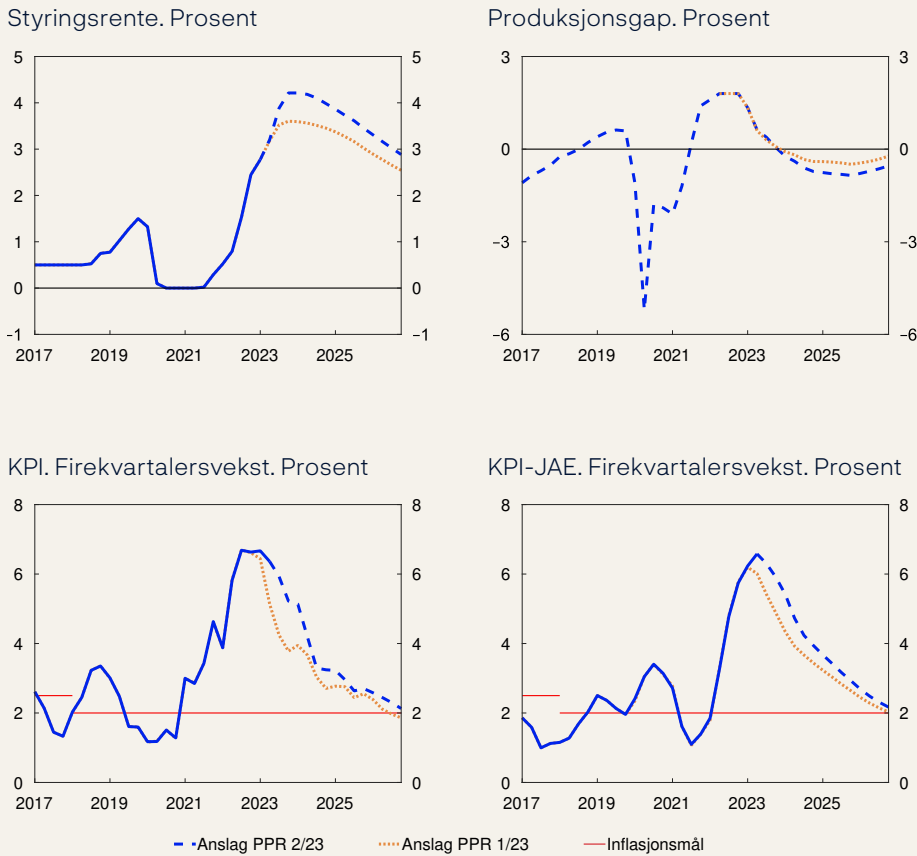
I løpet av det siste året har forventningene til fremtidig prisvekst økt, ifølge Norges Banks forventningsundersøkelse. De langsiktige inflasjonsforventningene har avtatt litt i vår, men er fortsatt over 2 prosent.

Renten heves til 3,75 prosent

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

Prisveksten er klart over målet. Lønnsveksten ser ut til å bli høyere enn i fjor. Aktiviteten er fortsatt høy og arbeidsmarkedet stramt, men presset i norsk økonomi er i ferd med å avta.

Komiteen mener det er behov for en høyere rente enn tidligere signalisert for å bringe inflasjonen ned til målet. Prisveksten har vært klart høyere enn anslått i forrige rapport. Rentene ute har steget mer enn lagt til grunn. Høyere lønnsvekst og en svakere krone enn tidligere anslått vil bidra til å løfte prisveksten fremover. Komiteen la vekt på at dersom pengepolitikken ikke strammes inn, kan priser og lønninger fortsette å stige raskt, og inflasjonen bite seg fast. Da kan det bli mer kostbart å få prisveksten ned igjen.



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Prognosen for styringsrenten er oppjustert fra forrige rapport og indikerer en styringsrente som øker til 4,25 prosent i løpet av høsten. Vi venter at høyere rente og høy prisvekst vil bidra til å dempe etterspørselen i norsk økonomi. Den økonomiske veksten anslås å bli lav i år, før den tar seg gradvis opp igjen mot slutten av neste år. Arbeidsledigheten vil trolig øke noe fremover. Inflasjonen anslås å avta og nærme seg målet på noe sikt.

Det videre forløpet for renten vil avhenge av den økonomiske utviklingen. Dersom kronen blir svakere enn lagt til grunn eller presset i økonomien vedvarer, kan det bli nødvendig med en høyere rente enn vi nå anslår for å få inflasjonen ned mot målet. Samtidig har vi ennå ikke sett de fulle effektene av renteøkningene vi har bak oss. Det er usikkerhet om hvor mye husholdningene vil stramme inn på forbruket fremover som følge av høy prisvekst og økte renter. Dersom inflasjonen avtar raskere eller vi får en kraftigere oppbremsing i norsk økonomi, kan renten bli lavere enn vi nå ser for oss.

Komiteen besluttet enstemmig å sette styringsrenten opp med 0,50 prosentenheter til 3,75 prosent på møtet 21. juni. Slik komiteen nå vurderer utsiktene og risikobildet, vil styringsrenten mest sannsynlig settes videre opp i august.

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

21. juni 2023

1. Internasjonal økonomi

Konsumprisveksten er på vei ned fra svært høye nivåer i mange land. Vi anslår at BNP-veksten hos handelspartnerne blir lav i år, men god vekst i starten av året gjør at aktiviteten er høyere enn anslått i forrige rapport. Styringsrenteforventningene hos handelspartnerne har steget markert siden mars-rapporten.

Konsumprisveksten ventes å avta fremover

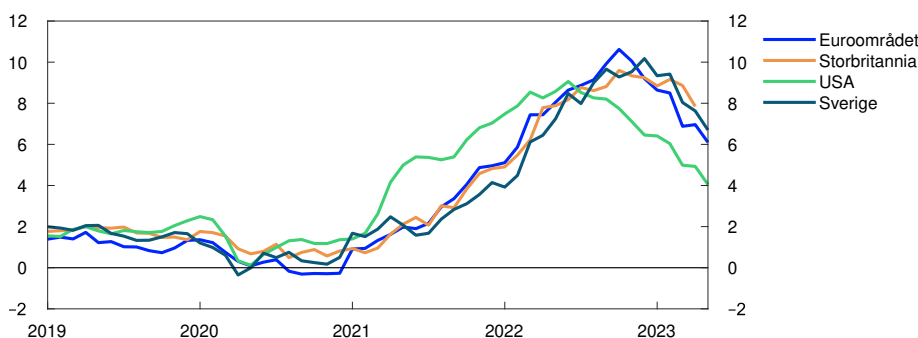
Pandemirelaterte forhold både på tilbuds- og etterspørselssiden og krigen i Ukraina har bidratt til høy inflasjon hos viktige handelspartnere siden høsten 2021, men tolv månedersveksten i konsumprisindeksen har falt betydelig de siste månedene både i USA og Europa, se figur 1.1.

Den underliggende konsumprisveksten falt til 5,3 prosent i euroområdet og USA i mai, men økte til over 6 prosent i Storbritannia i april, se figur 1.2. I Sverige inngår matvarer i målet på underliggende inflasjon, mens de er tatt ut for de andre landene. Dette bidrar til at den underliggende prisveksten i Sverige er høyere enn i de andre landene. De siste månedene har den underliggende prisveksten vært betydelig høyere enn ventet i Storbritannia og Sverige.

Kostnadene for å frakte varer er nå nede på nivåene fra før pandemien, og prisene på energi har falt mye i løpet av det siste året. Også prisene på

Figur 1.1 Samlet konsumprisvekst har falt

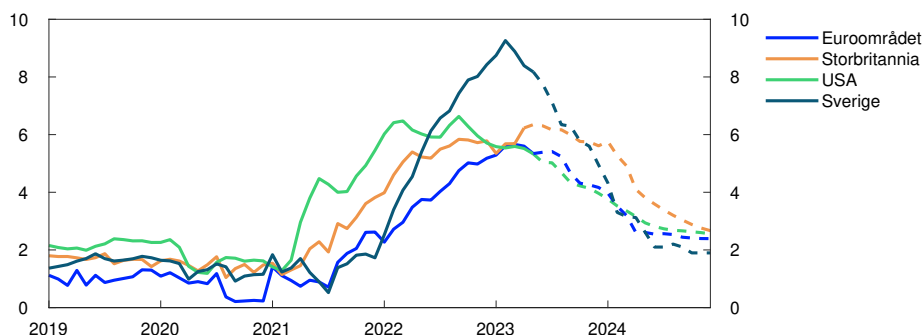
Konsumpriser. Tolv månedersvekst. Prosent



Kilde: Refinitiv Datastream

Figur 1.2 Underliggende konsumprisvekst ventes å avta fremover

Underliggende konsumpriser. Tolv månedersvekst. Prosent



Kilde: Refinitiv Datastream

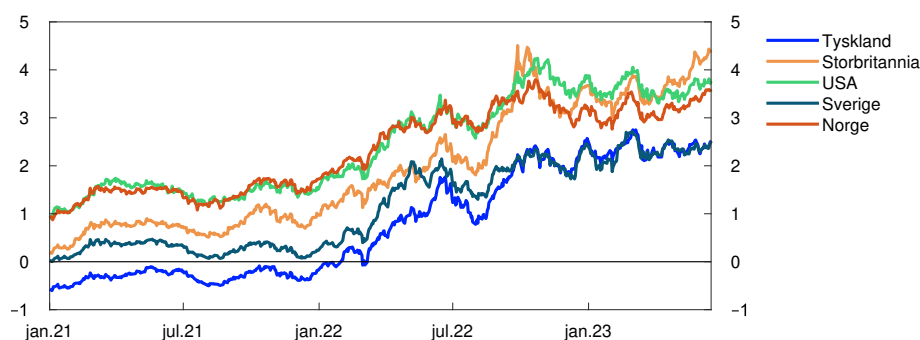
flere råvarer, som metaller og matvarer, har avtatt siden årsskiftet. Det vil isolert sett dempe prisveksten på konsumvarer. Utviklingen i energi- og råvarepriser er nærmere omtalt på [side 14](#). Lønnsveksten hos våre viktigste handelspartnere anslås å øke til 5 prosent i år. Vi forventer at økte renter og lavere kapasitetsutnyttning bidrar til at lønnsveksten gradvis faller i løpet av prognoseperioden. Langsiktige markedsbaserte inflasjonsforventninger er nær inflasjonsmålene i både USA og euroområdet. Siden forrige rapport har inflasjonsforventningene steget litt i euroområdet, mens de er lite endret i USA. Vi anslår at den underliggende prisveksten for handelspartnerne samlet øker fra 4,8 prosent i 2022 til 5,3 prosent i år og deretter gradvis avtar til rundt 2 prosent i 2026. Anslagene for både lønns- og prisvekst er oppjustert fra forrige rapport for 2023 og 2024.

Økte styringsrenteforventninger

Siden forrige rapport har sentralbankene ute fortsatt den pengepolitiske tilstrammingen. Sentralbankene i USA, euroområdet, Storbritannia og Sverige har alle hevet sine styringsrenter videre, men den amerikanske sentralbanken holdt renten uendret på rentemøtet i juni. Dette er første rentemøte siden januar i fjor at sentralbanken ikke hever renten. Både markedsprisingen og komiteemedlemmenes egne prognoser indikerer at styringsrenten i USA skal videre opp.

Figur 1.3 Langsiktige renter har steget

Renter på tiårs statsobligasjoner. Prosent



Kilde: Bloomberg

Utviklingen i finansmarkedene siden marsrapporten må ses i lys av det kraftige fallet i renteforventninger og aksjeindekser i ukene før rapporten ble publisert. Fallet kom som følge av uro knyttet til problemer i enkeltbanker i USA og Sveits. De siste månedene synes uroen å ha avtatt, og den ser nå hovedsakelig ut til å være knyttet til enkelte regionale banker i USA. Fortsatt høy prisvekst og mindre uro knyttet til banksektoren har bidratt til at styringsrenteforventningene hos handelspartnerne har steget markert siden forrige rapport, men de er likevel litt lavere enn før bankuroen startet. Langsiktige statsrenter har også steget siden forrige rapport, men også disse er for det meste lavere enn de var før bankuroen, se figur 1.3. Kredittpåslag for foretaksobligasjoner har falt siden forrige rapport, mens internasjonale aksjeindekser har steget.

Svake vekstutsikter den nærmeste tiden

Kapasitetsutnyttingen hos handelspartnerne var trolig høyere enn normalt i fjor. Arbeidsmarkedene er stramme. Vi venter svak BNP-vekst de nærmeste kvartalene, før den tar seg opp mot slutten av året og inn i neste år, se figur 1.4.

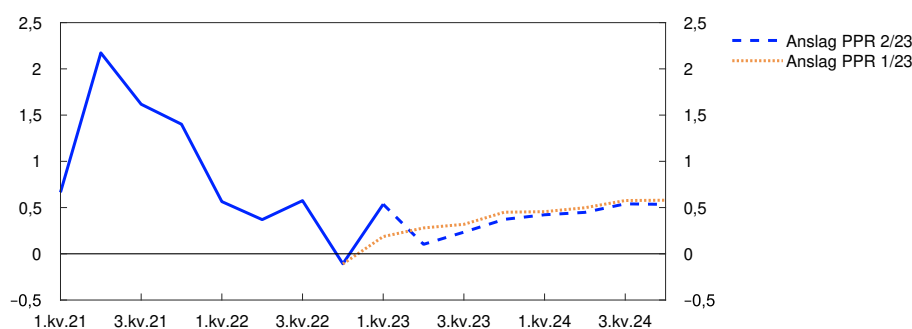
For handelspartnerne samlet var BNP-veksten i første kvartal høyere enn anslått i marsrapporten. BNP-veksten var særlig sterk i Sverige, Kina og enkelte andre fremvoksende økonomier.

I USA bidrar problemene knyttet til regionale banker trolig til en tilstramming i tilbudet av kreditt til husholdninger og bedrifter. I tillegg innebærer avtalen om suspensjon av gjeldstaket kutt i offentlige utgifter fremover. Vi anslår at aktiviteten i USA endres lite i andre halvår i år, før veksten tar seg opp i løpet av neste år.

Høy konsumprisvekst og økte styringsrenter bidrar til svak utvikling i europeiske husholdningers kjøpekraft og forbruk i år. Økonomiske indikatorer tyder på at utviklingen blir bedre for tjenestesektoren enn for varehandelen den nærmeste tiden, se figur 1.5. I Sverige falt husholdningenes forbruk i første kvartal. Svenske husholdninger har høy gjeld, og en stor andel har flytende rente på sine lån, slik at renteutgiftene

Figur 1.4 Svake vekstutsikter den nærmeste tiden

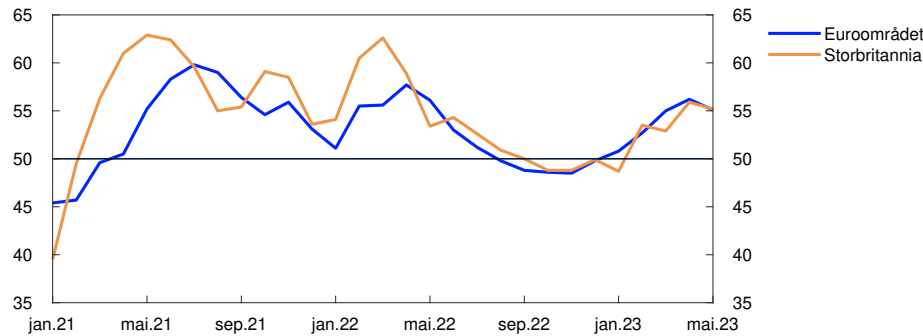
BNP handelspartnere. Kvartalsvekst. Prosent



Kilder: Refinitiv Datastream og Norges Bank

Figur 1.5 Aktivitetsindikatorer i tjenestesektoren har økt

PMI tjenester



Kilde: Refinitiv Datastream

øker markert når styringsrenten øker. Boligprisene er over 10 prosent lavere enn på samme tid i fjor, og igangsettingen av nye boliger har falt betydelig. Vi anslår at den svake utviklingen fortsetter det nærmeste året, og at aktivitetsnivået i Sverige vil falle i sommer og høst.

I Kina var det særlig husholdningenes etterspørsel etter tjenester som økte markert i første kvartal etter avvikling av smitteverntiltak. Fremover venter vi at lav etterspørsel etter kinesiske varer både i og utenfor Kina og fortsatt svak utvikling i boligmarkedet demper veksten.

Vi legger til grunn at styringsrentene endres i tråd med markedets renteforventninger, og at råvareprisene utvikler seg i tråd med fremtidsprisene. Etter hvert vil økt reallønn og lavere renteutgifter løfte husholdningenes kjøpekraft. Økte forsvars- og energiinvesteringer i Europa vil trolig også løfte aktiviteten utover i prognoseperioden. I Storbritannia er det planlagt tilstramming i finanspolitikken. Vi anslår at BNP-veksten hos handelspartnerne avtar fra 3,5 prosent i 2022 til 1,1 prosent i 2023, før den tar seg opp igjen i 2024, se [tabell 1](#) i vedlegget. Anslaget for 2023 er oppjustert fra forrige rapport, mens anslaget for 2024 er nedjustert.

Usikkerhet om den økonomiske utviklingen

Effektene av de pengepolitiske innstrammingene er usikre, både fordi renteøkningene har vært store og raske, og fordi mange land strammer inn samtidig. Dersom uroen i finansmarkedene skulle blusse opp igjen, er det risiko for ytterligere tilstramming i tilbudet av kreditt. Økte kostnader for husholdninger og bedrifter kan føre til en svakere utvikling i forbruk og investeringer hos handelspartnerne enn vi nå anslår. Da vil også konsumprisveksten kunne komme raskere ned. På den annen side kan husholdningene bruke mer av de ekstra midlene de sparte opp under pandemien enn vi legger til grunn, slik at veksten blir høyere enn ventet. Dersom lønsmottakerne kompenseres for den høye prisveksten i større grad enn vi anslår, eller bedriftene øker sine marginer, kan pris- og lønnsveksten bli høyere enn vi nå venter. Den pågående krigen i Ukraina bidrar fortsatt til usikkerhet om utviklingen fremover. Det samme gjør politiske spenninger mellom USA og Kina.

Prisene på gass og kraft er noe lavere enn i mars

Prisene på energi og andre råvarer har falt mye fra rekordnivåene i 2022, men er fortsatt høye.

Den europeiske referanseprisen for gass har falt noe siden mars. Inntil begynnelsen av juni hadde lavere gassforbruk og god tilgang på flytende gass (LNG) til Europa bidratt til betydelig lavere priser. I det siste har imidlertid store deler av prisnedgangen blitt reversert som følge av varmt og tørt vær. Gassproduksjonen i Nederland har blitt ytterligere redusert og vil nå etter planen stenges helt ned i løpet av året. I tillegg har prisene for LNG igjen steget.

Fremtidsprisene indikerer noe lavere pris for resten av inneværende år sammenliknet med i mars. For årene etter er fremtidsprisene høyere enn i mars, se tabell 1.A. Høye gasslagre kan dempe en prisoppgang hvis gassforbruket skulle ta seg opp eller tilgangen på LNG til Europa reduseres. Fremtidspriser godt over historisk gjennomsnitt tross høye gasslagre indikerer at det fremdeles er stor usikkerhet om utviklingen fremover.

De europeiske kraftprisene har i stor grad fulgt utviklingen i gassprisene, siden gasskraftverk ofte er den produksjonsteknologien som bestemmer kraftprisen. Med stadig høyere kapasitet for sol- og vindkraft kan likevel kraftprisen variere mye over korte perioder. Fremtidsprisene på europeisk kraft indikerer noe lavere pris for resten av inneværende år sammenliknet med i mars. For de påfølgende årene er prisene noe høyere enn i mars.

TABELL 1.A Energi- og råvarepriser

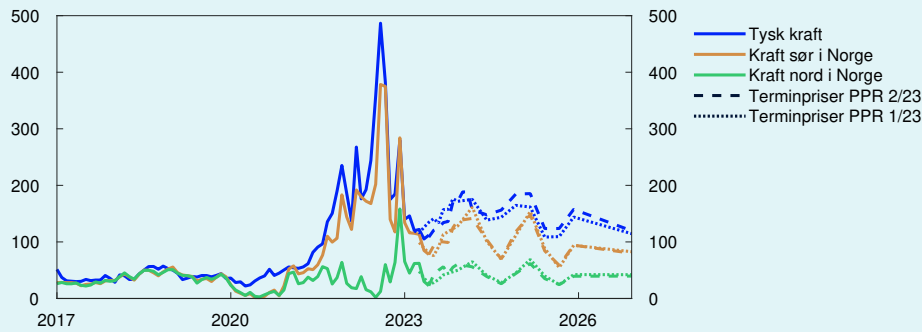
Prosentvis endring i anslag fra Pengepolitisk rapport 1/23 i parentes	Snittpris (2010–2019)	Faktiske priser og fremtidspriser ¹					
		2021	2022	2023	2024	2025	2026
Olje, USD/fat	80	71	101	78 (4)	73 (5)	71 (3)	69 (2)
Nederlandsk gass, USD/fat	40	87	205	74 (-9)	89 (4)	77 (10)	61 (11)
Petroleum ² , USD/fat	63	85	163	77 (-2)	83 (5)	75 (6)	65 (6)
Kull, euro/tonn	66	102	277	114 (-8)	103 (-15)	101 (-11)	100 (-9)
Utslippkvoter, euro/tonn	10	53	81	89 (2)	95 (6)	99 (5)	103 (4)
Tysk kraft, øre/kWh	36	106	258	134 (-7)	167 (7)	148 (13)	120 (5)
Nordisk kraft, øre/kWh	32	64	142	80 (10)	78 (2)	66 (0)	54 (-3)
Kraft sør i Norge, øre/kWh	31	79	206	108 (3)	108 (-3)	96 (-1)	80 (-4)
Kraft nord i Norge, øre/kWh	32	41	38	50 (13)	41 (-9)	40 (-10)	40 (-6)
Aluminium, i tusen USD/tonn	1,9	2,5	2,7	2,3 (-1)	2,4 (-3)	2,5 (-3)	2,6 (-3)
Kobber, i tusen USD/tonn	6,8	9,3	8,8	8,6 (0)	8,6 (0)	8,6 (0)	8,5 (0)
Hvete, USD/tonn	210	258	331	254 (-5)	271 (0)	273 (2)	-
Mais, USD/tonn	183	227	271	247 (1)	229 (3)	210 (1)	198 (3)

¹ Terminpriser per 16. juni 2023.

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

Figur 1.A Små endringer i kraftpriser i Norge siden forrige rapport

Øre/kWh



Kilder: Bloomberg, Refinitiv Datastream og Norges Bank

Kraftpriser sør i Norge har fulgt utviklingen i europeiske kraftpriser. Fyllingsgraden i vannmagasinene er nå om lag på det historiske gjennomsnittet for denne tiden av året. Som følge av tørt vær i det siste har fremtidsprisene på kort sikt steget sammenliknet med i mars. Utover i tid er disse prisene lite endret, se figur 1.A. Prisene nord i Norge er fortsatt mye lavere enn sør i Norge. Fremtidsprisene i nord er også betydelig lavere enn i sør, men noe høyere enn det historiske gjennomsnittet.

Oljeprisen har steget litt siden mars og ligger rundt 75 dollar fatet. Det er likevel lavere enn gjennomsnittet så langt i år. Oljeprisen falt som følge av uroen i finansmarkedene i mars i forbindelse med problemer i enkelte banker i USA og Sveits. OPEC-pluss har kuttet i oljeproduksjonen, sist i begynnelsen av juni, for å holde prisen oppe. Usikkerhet om utviklingen i verdensøkonomien trekker i motsatt retning. Fremtidsprisene er lite endret siden mars.

Prisene på industrimetaller har samlet sett falt siden mars. Fremtidsprisene er også lavere, men indikerer fremdeles noe høyere prisnivå enn før pandemien. Svak aktivitet i global industri kan ha bidratt til å trekke prisene ned.

Prisene på globale jordbruksvarer er samlet sett litt lavere enn i mars. Fremtidsprisene er lite endret. Klimaendringer, geopolitisk usikkerhet og høye priser på innsatsvarer bidrar til at fremtidsprisene indikerer høyere priser fremover enn i årene før pandemien.

2. Finansielle forhold

De finansielle forholdene i Norge er strammere enn ved forrige rapport. Fremover vil høyere styringsrente føre til økte utlånsrenter til husholdninger og foretak. Vi venter at boliglånsrenten vil komme opp til om lag 5,4 prosent i løpet av neste år. Det har vært store svingninger i kronekursen de siste månedene, og den har i gjennomsnitt vært svakere enn anslått i forrige rapport. Kronen ventes å styrke seg fremover, men å holde seg svakere enn anslått i mars.

2.1 Pengepolitikken siden mars

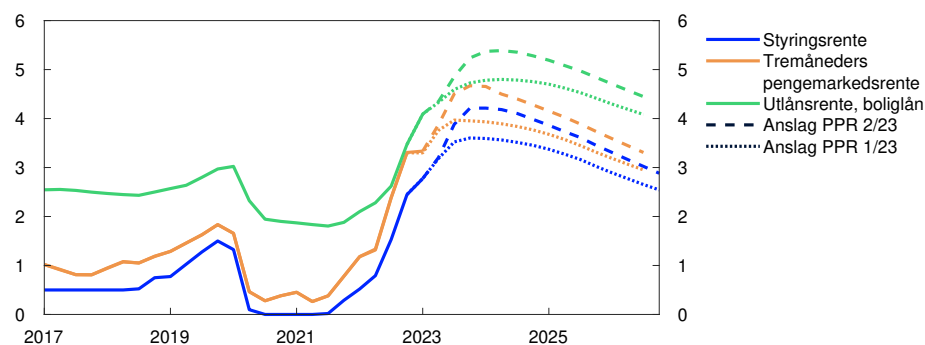
Finansielle forhold er strammere

Komiteen for pengepolitikk og finansiell stabilitet hevet styringsrenten fra 2,75 til 3 prosent på rentemøtet i mars. På rentemøtet i mai ble renten økt videre, til 3,25 prosent. Komiteen signaliserte samtidig at renten mest sannsynlig ville bli hevet igjen i juni.

Uroen knyttet til enkelte banker i USA og Sveits gjorde at markedets styringsrenteforventninger falt markert før rentemøtet i mars. Rente­forventningene økte noe igjen etter at forrige rapport ble lagt frem. Utover våren har de steget videre, blant annet på bakgrunn av mindre

Figur 2.1 Høyere boliglånsrente for husholdningene

Renter. Prosent



Kilder: Refinitiv Datastream, Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

bankuro og høyere renter i utlandet. Forventningene økte også etter at konsumprisindeksen for mai ble publisert. Den viste at inflasjonen var høyere enn de fleste prognosemakere hadde anslått på forhånd. Selv om markedets styringsrenteforventninger har økt, er de fortsatt litt lavere enn prognosen for styringsrenten i denne rapporten.

Finansielle forhold oppsummerer utviklingen i finansieringsvilkårene for banker, husholdninger og foretak. Høyere styringsrente og forventninger om videre renteoppgang har bidratt til at finansielle forhold er strammere enn i mars. Øvrige finansielle forhold, slik de måles i vår indikator FCI, er om lag som ved forrige rapport, se nærmere omtale av FCI på [side 21](#).

2.2 Rentene til husholdninger og foretak

Husholdningenes renter har steget med høyere styringsrente

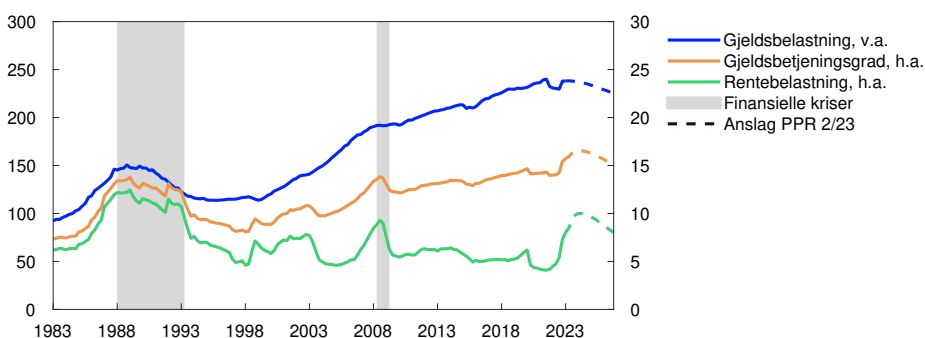
Utlånsrenten til husholdninger har steget etter hvert som styringsrenten har blitt satt opp. Ved utgangen av april var gjennomsnittlig rente på boliglån 4,2 prosent. Det vil si at nær 90 prosent av økningen i styringsrenten siden september 2021 hadde slått gjennom til boliglånsrenten. Tall fra Finansportalen tyder på at renten på nye boliglån med flytende rente steg videre etter renteøkningen i mai. Samlet sett har boliglånsrenten utviklet seg om lag som anslått i forrige rapport.

Gjennomslaget fra styringsrenten til innskuddsrenten for husholdninger var lenge svakt, men har tatt seg markert opp siden desember i fjor. Ved utgangen av april var gjennomsnittlig rente på husholdningenes innskudd nær 1,8 prosent. Marginen mellom bankenes utlån til bolig og husholdningenes innskuddsrente har dermed avtatt de siste månedene.

For årene fremover anslår vi at boliglånsrenten vil fortsette å øke etter hvert som styringsrenten settes videre opp. Med prognosen for styringsrenten i denne rapporten anslår vi at boliglånsrenten vil stige til 5,4 prosent i løpet av 2024, før den avtar noe igjen mot slutten av prognoseperioden.

Figur 2.2 Økt rentebelastning for husholdningene

Prosent



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Husholdningenes gjeld anslås å øke fremover, men i lavere takt enn i årene vi har bak oss. Målt som andel av disponibel inntekt anslås husholdningenes gjeld å falle fra knapt 240 prosent i år til noe under 230 prosent i 2026, se figur 2.2. Den anslåtte økningen i utlånsrenten innebærer likevel at husholdningene må bruke mer av sine inntekter på renteutgifter fremover. I anslagene øker husholdningenes rentebelastning fra 9 prosent i år til 10 prosent neste år. Det vil være den høyeste rentebelastningen siden tidlig på 1990-tallet. Mot slutten av prognoseperioden anslås rentebelastningen å avta noe igjen.

Foretaksrentene har steget videre

I takt med den generelle renteoppgangen har foretak måttet betale mer for nye lån de siste årene, se figur 2.3. Ved utgangen av april var renten på nye lån til foretak med flytende rente 5,3 prosent, målt som et veid gjennomsnitt av bank- og obligasjonsgjeld.

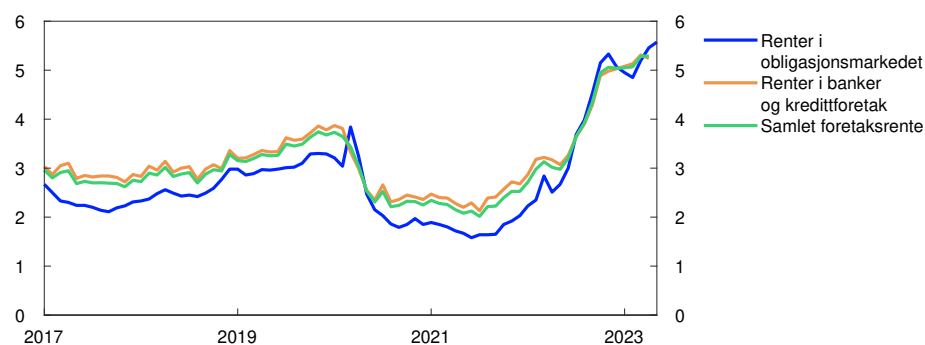
Renten på ny foretaksfinansiering med flytende rente er i stor grad knyttet til tremåneders pengemarkedsrente, Nibor. Siden mars har Nibor økt videre som følge av høyere styringsrente og forventninger om videre økning i sommer.

Nivået på Nibor påvirkes også av et risikopåslag som kommer i tillegg til forventet styringsrente. Så langt i andre kvartal har dette pengemarkeds-påslaget i gjennomsnitt vært 0,40 prosentenheter, som anslått i forrige rapport. De nærmeste kvartalene legger vi til grunn at påslaget blir liggende litt høyere, for deretter å avta til 0,35 prosentenheter, se figur 2.4. Anslaget ligger nær markedets prising av dette påslaget frem i tid.

I tillegg til Nibor betaler foretakene et påslag i form av en margin på bankfinansiering eller et risikopåslag i obligasjonsmarkedet. Utlånsmarginen på nye lån fra banker steg noe i første kvartal, i tråd med hva bankene har rapportert i Norges Banks utlånsundersøkelse. Risikopåslaget i obligasjonsmarkedet er om lag uendret fra forrige rapport. For nærings-eiendomsforetak er påslagene høye, og har økt litt siden forrige rapport.

Figur 2.3 Renten på ny foretaksfinansiering har økt litt

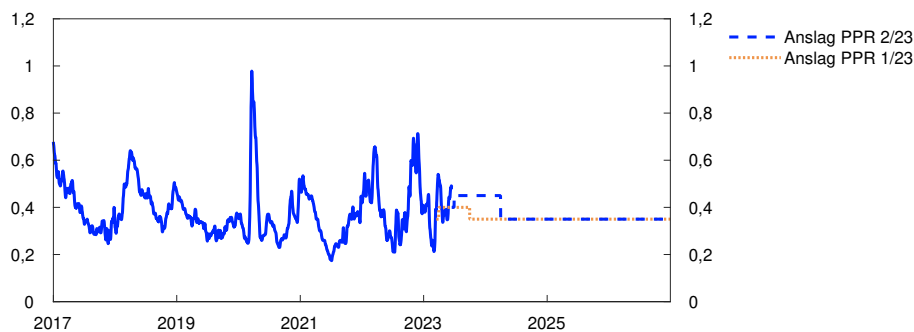
Rente på ny finansiering i kroner til flytende rente for ikke-finansielle foretak. Prosent



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

Figur 2.4 Noe lavere pengemarkedspåslag fremover

Pengemarkedspåslag. Prosentenheter



Kilder: Refinitiv Datastream og Norges Bank

Fremover venter vi at bedriftenes kostnad for nye lån med flytende rente vil utvikle seg om lag i takt med styringsrenten.

For foretak som låner til fast rente, er det nivået på langsiktige renter som har betydning. Siden forrige rapport har langsiktige renter økt med inntil 0,90 prosentenheter, slik at nye lån til fast rente har blitt dyrere.

Aksjekursene på Oslo børs har samlet sett økt noe siden forrige rapport. Kursene har økt for de fleste næringer, men foretak innen konsumvarer, finans og petroleumsnæringen har bidratt mest til økningen i hovedindeksen.

2.3 Kredittilgang for husholdninger og foretak

God tilgang på kreditt for husholdninger og foretak

Bankene er den viktigste kilden til kreditt for norske husholdninger og foretak. Norske banker er solide, likvide og har god lønnsomhet, se [Finansiell stabilitet 2023 – 1. halvår](#). Det gjør at bankene kan tilby lån til kredittverdige foretak og husholdninger, også dersom finansieringsforholdene forverrer seg for bankene. Uroen rundt enkelte utenlandske banker i mars ga ikke store utslag i finansieringsforholdene for norske banker og finansforetak.

Kredittverdige husholdninger og foretak har god tilgang på kreditt. I Norges Banks utlånsundersøkelse fra april rapporterte bankene om uendret kredittpraksis overfor husholdningene, etter at de strammet litt inn mot slutten av fjoråret. Kredittpraksisen overfor foretak har samlet sett vært om lag uendret. De tre siste kvartalene har imidlertid bankene rapportert om noe innstramming overfor næringseiendomsforetak. Utsiktene for eiendomsprisene er mer usikre enn normalt, og bankenes store eksponering mot næringseiendom er en viktig sårbarhet i det norske finansielle systemet, se [Finansiell stabilitet 2023 – 1. halvår](#).

Kronen har vært svakere enn anslått

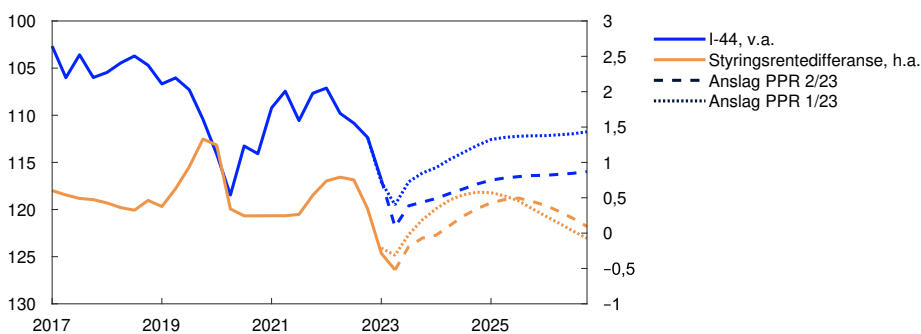
Målt ved den importveide indeksen I-44 har kronekursen så langt i andre kvartal vært 2,4 prosent svakere enn vi anslo i mars. Den siste tiden har kronen styrket seg noe. Styrkingen sammenfalt med at markedets styringsrenteforventninger økte etter at konsumpristallene for mai viste høyere vekst enn ventet. Målt ved I-44 er kronen litt svakere enn da forrige rapport ble lagt frem i mars.

Siden årsskiftet har kronen svekket seg med om lag 7 prosent målt ved I-44. Svekkelsen i denne perioden må ses i sammenheng med lav rentedifferanse mot utlandet og at prisene på petroleum har falt. Svekkelsen har imidlertid vært større enn den historiske sammenheng med disse variablene skulle tilsi. I lys av dette anslår vi nå at kronekursen vil holde seg svakere enn i forrige rapport gjennom hele anslagsperioden. I vårt modellapparat er dette ivaretatt ved å anta en svakere reell likevektkurs. Likevektskursen er uobserverbar og krevende å anslå. Når vi oppdaterer vårt anslag på likevektskursen, skjeler vi derfor til utviklingen i den faktiske realkursen over tid, se også ramme om kronekursen i [mars-rapporten](#). Vi vurderer at det fortsatt er en positiv risikopremie på kroner som bidrar til å holde kursen svakere enn sitt likevektsnivå. Fremover legger vi til grunn at risikopremien avtar gradvis, og at kronen styrker seg med om lag 5 prosent i løpet av prognoseperioden, se figur 2.5.

Den videre utviklingen i kronen er usikker. Ny usikkerhet i finansmarkedene ute eller hjemme kan bidra til at kronen holder seg svakere enn vi anslår. På den annen side kan kronen styrke seg mer dersom rentedifferansen mot utlandet øker mer enn vi anslår eller risikopremien avtar raskere.

Figur 2.5 Svakere kronekurs

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



Kilder: Refinitiv Datastream og Norges Bank

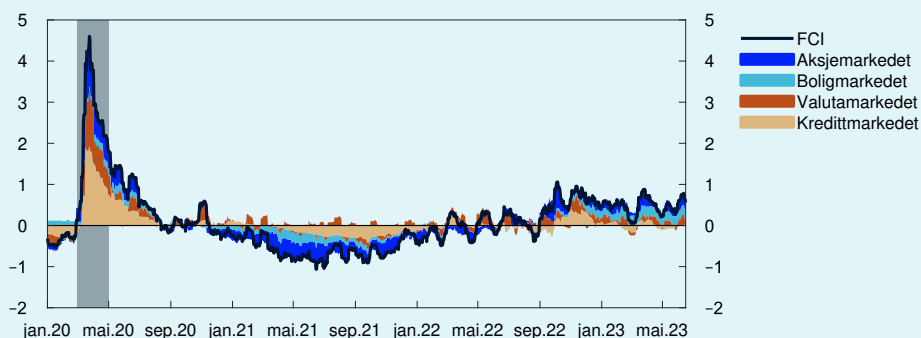
Indeks for finansielle forhold (FCI)

Indeks for finansielle forhold (FCI – «Financial conditions index») gir et samlet bilde av pris og tilgjengelighet for ulike typer finansiering utover det som følger av styringsrenten og forventningene til styringsrenten frem i tid. Den sier noe om hvor stramme eller lempelige de finansielle forholdene er sammenlignet med et historisk snitt. For mer om den norske FCI-en, se [Pengepolitisk rapport 4/2022](#) og [Staff Memo 1/2023](#)¹.

FCI steg gjennom høsten i fjor. Det indikerer at innstramningen i pengepolitikken i perioden ble forsterket av at andre finansielle forhold også ble strammere. FCI falt i starten av 2023, men økte så igjen i forbindelse med den internasjonale bankuroen. FCI er samlet sett lite endret siden mars-rapporten, se figur 2.A. Lavere påslag i penge- og kredittmarkedene førte i en periode til mer lempelige forhold, men påslagene har økt litt den siste tiden, og svakere utvikling i aksjemarkedene samt økt volatilitet i valutamarkedet har bidratt til en tilstramming i finansielle forhold.

Figur 2.A Finansielle forhold har strammet seg litt til

Indeks for finansielle forhold. Standardavvik fra gjennomsnitt



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

¹ Bowe, F., K. R. Gerdrup, N. Maffei-Faccioli og H. Olsen (2023) «[A high-frequency financial conditions index for Norway](#)» Staff Memo 1/2023. Norges Bank

3. Norsk økonomi

Konsumprisveksten er klart høyere enn målet på 2 prosent. Arbeidsledigheten er lav, og en høy andel av befolkningen er i jobb.

Fremover venter vi at høyere rente, svakere prisimpulser fra utlandet og lavere vekst i energiprisene vil gjøre at prisveksten avtar og nærmer seg målet. Arbeidsledigheten ventes å øke noe.

3.1 Produksjon og etterspørsel

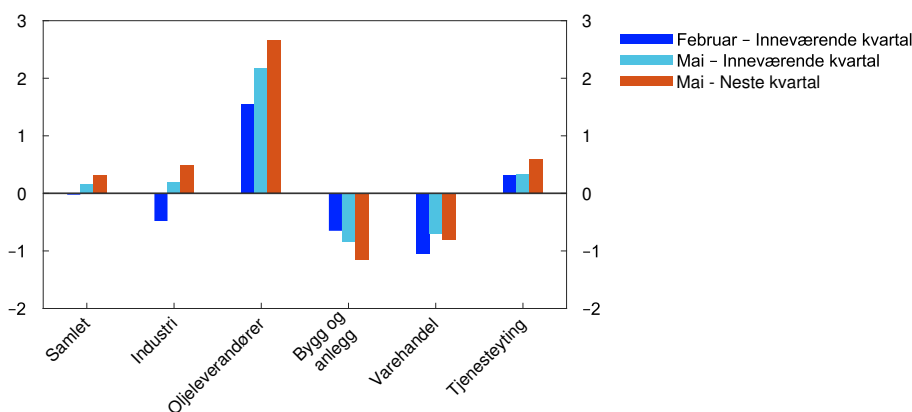
Svak vekst fremover

Etter god vekst gjennom 2022 har veksten i fastlandsøkonomien avtatt i år. BNP for Fastlands-Norge falt i april og var litt lavere enn anslått.

Bedriftene i vårt regionale nettverk venter samlet sett at aktiviteten vil øke gjennom sommeren, men det er stor variasjon mellom næringene, se figur 3.1. Økte investeringer i norsk og utenlandsk petroleumsvirksomhet bidrar til at oljeleverandørene venter en kraftig oppgang. Kronesvekkelsen bidrar til å løfte utsiktene for mange av bedriftene i industrien og tjenesteytende næringer. På den annen side har nedgangen tiltatt innen bygge- og anleggsnæringen, mye som følge av fortsatt svakt nyboligsalg. Også

Figur 3.1 Store forskjeller mellom næringene

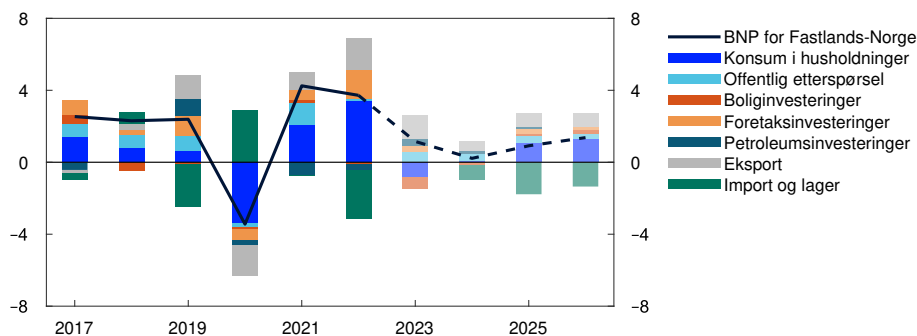
Forventet vekst ifølge Regionalt nettverk. Annualisert. Sesongjustert. Prosent



Kilde: Norges Bank

Figur 3.2 Økt eksport løfter veksten

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



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

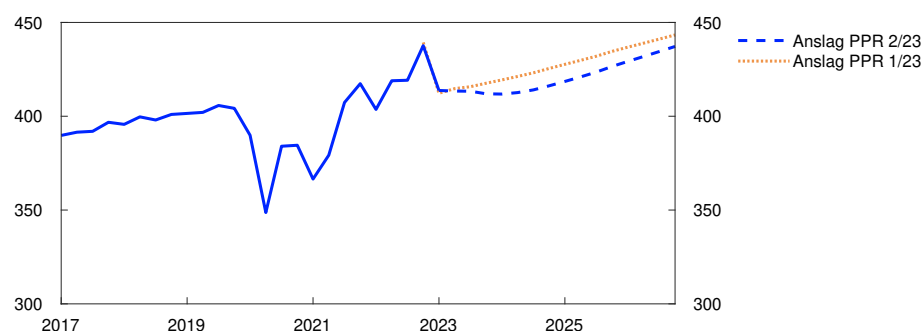
bedriftene innen varehandelen venter lavere etterspørsel i tiden fremover.

Vi anslår at norsk økonomi nådde konjunkturtoppen i andre halvdel av fjoråret og at det blir svak vekst fremover. Anslagene for inneværende og neste kvartal er i tråd med forventningene i Regionalt nettverk og samlet sett litt lavere enn anslagene fra vårt modellapparat for korttidsprognoser, se boks på [side 29](#).

Vi anslår at BNP for Fastlands-Norge øker med 1,2 prosent i år, se figur 3.2. Høyere rente og høy prisvekst er ventet å dempe etterspørselen i norsk økonomi og bidra til at husholdningenes konsum og boliginvesteringer faller i år. På den annen side har kronesvekkelsen bedret den kostnadsmessige konkurranseevnen for norske bedrifter. Det trekker i retning av økt aktivitet. Ekspansiv finanspolitikk vil også bidra til å løfte aktiviteten i år. Gjennom 2025 og 2026 venter vi at den økonomiske veksten vil ta seg gradvis opp, i hovedsak som følge av økt eksport og konsum. Anslagene for BNP for Fastlands-Norge er lite endret fra forrige rapport.

Figur 3.3 Svak utvikling i konsumet i år

Konsum i husholdninger. Faste 2019-priser. Sesongjustert. Mrd. kroner



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Høy prisvekst og høyere rente demper konsumveksten fremover

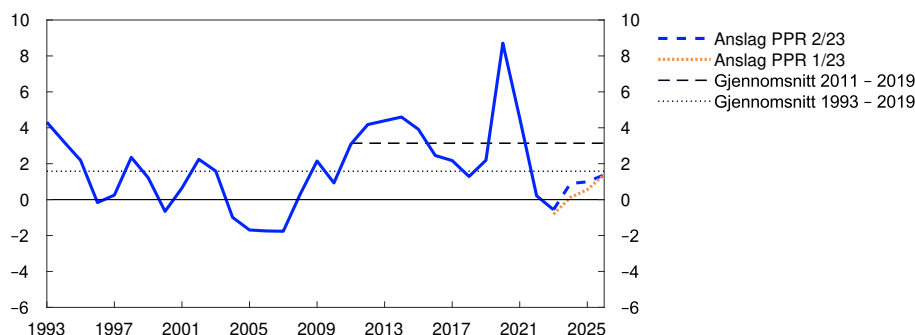
Husholdningenes konsum økte mye mot slutten av fjoråret, men falt i første kvartal i år, og oppgangen i fjerde kvartal ble reversert, se figur 3.3. Utviklingen har særlig vært drevet av svingninger i husholdningenes bilkjøp. Samlet sett har konsumet vært litt sterkere enn ventet. Det skyldes at varekonsumet har falt mindre enn anslått.

Utsikter til reallønnsnedgang og økte renteutgifter fører til at vi anslår et fall i husholdningenes disponible realinntekt på over 2 prosent i år. Økte pensjoner og andre overføringer fra det offentlige demper nedgangen. Redusert kjøpekraft ventes å bidra til at konsumet faller med 1,6 prosent i år. Det er særlig varekonsumet som anslås å falle, mens vi venter svak vekst i tjenestekonsumet gjennom året. Det er i tråd med informasjon fra bedriftene i Regionalt nettverk, der husholdningsrettede tjenesteytere venter økt etterspørsel, mens varehandelsbedriftene venter en markert nedgang den nærmeste tiden.

I årene fremover vil høyere reallønnsvekst bidra til at husholdningenes disponible realinntekt øker. Økte renteutgifter vil imidlertid dempe inntektsveksten de neste årene. Anslagene for husholdningenes konsum er nedjustert som følge av utsikter til at disponibel realinntekt blir lavere enn tidligere anslått. Spareraten falt gjennom fjoråret og ble negativ på høsten. Det innebærer at husholdningene opprettholdt sitt konsum ved å tære på oppsparte midler eller øke gjeldsopptaket. Vi anslår at husholdningene også i år vil redusere forbruket mindre enn nedgangen i inntekten, men at sparingen vil øke igjen fra neste år, se figur 3.4. Foreløpige analyser av en andel av norske husholdningers skattemeldinger for 2022 indikerer at de fleste husholdningene fortsatt har mer bankinnskudd enn før pandemien. Fordelt på inntektsgrupper er det husholdningene nær midten av inntektsfordelingen som har tært mest på bankinnskuddene, se figur 3.5.

Figur 3.4 Husholdningenes sparing har falt markert

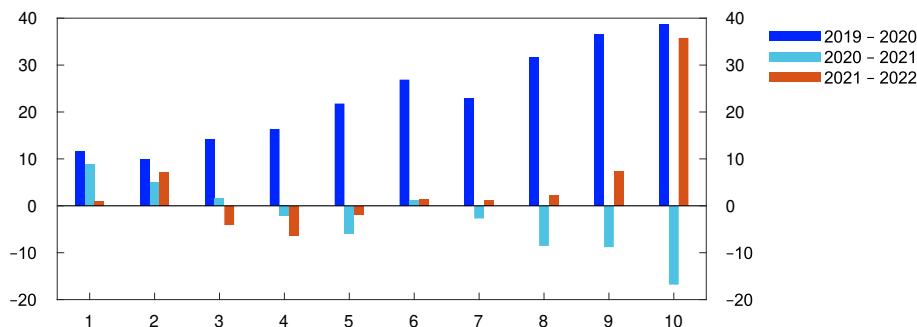
Husholdningenes sparerate uten aksjeutbytte. Prosent



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 3.5 De fleste har fortsatt mer bankinnskudd enn før pandemien

Endring i median bankinnskudd fra året før, etter inntektsdesil. Tusen kroner



Kilder: Skatteetaten og Norges bank

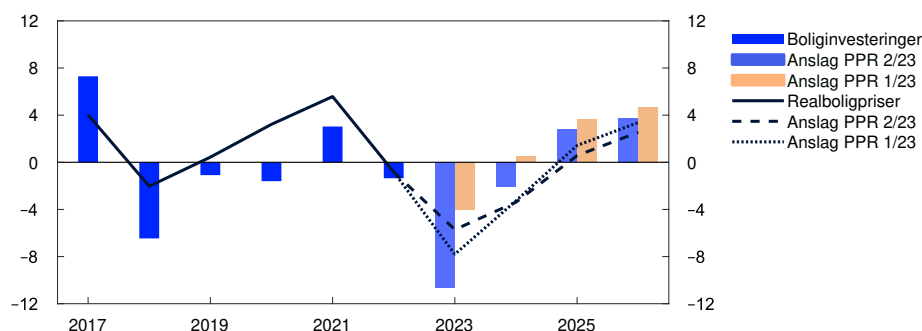
Nær nullvekst i boligprisene i år

Boligprisene har økt siden nyttår etter å ha avtatt litt i fjor høst. Omsetningen i bruktboligmarkedet har holdt seg oppe så langt i år, mens antallet boliger lagt ut for salg har økt. Boligprisene har vært høyere enn anslått. Lav arbeidsledighet og vekst i disponibel realinntekt så langt i år har trolig bidratt til å opprettholde etterspørselen i boligmarkedet.

Vi venter at boligprisene vil falle noe i andre halvår. Det har blant annet sammenheng med høyere utlånsrenter og en økning i antall usolgte boliger. Boligprisene ventes likevel å være nesten 18 prosent høyere ved utgangen av 2023 enn før pandemien. Utover i 2024 venter vi at boligprisene igjen vil øke. Det må ses i sammenheng med at boligbyggingen er lav og at boliglånsrentene ventes å stabiliseres og etter hvert avta. Anslagene for boligprisene de neste årene er høyere enn i forrige rapport. Det gjenspeiler at etterspørselen etter bruktboliger har holdt seg høyere enn vi tidligere har lagt til grunn. Utviklingen i realboligprisene er mindre endret fra forrige rapport. Vi anslår at realboligprisene vil falle både i år og neste år, før de begynner å ta seg opp igjen i 2025, se figur 3.6.

Figur 3.6 Nedgang i boliginvesteringene og realboligprisene

Boliginvesteringer og realboligpriser. Årsvekst. Prosent



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

På tross av veksten i de nominelle boligprisene falt boliginvesteringene i første kvartal. Høye byggekostnader har trolig bidratt til å dempe investeringene. Utviklingen i boliginvesteringene gjenspeiler realboligprisutviklingen. Nedgangen i boliginvesteringene var større enn anslått i forrige rapport. Vi venter at boliginvesteringene fortsetter å falle fremover som følge av lavere realboligpriser og svakt nyboligsalg. Nyboligsalget har falt kraftig siden begynnelsen av 2022, og igangsettingen av nye boliger har avtatt betydelig de siste månedene. Lenger frem anslår vi at boliginvesteringene henter seg noe inn igjen.

Svakere vekst i foretaksinvesteringene

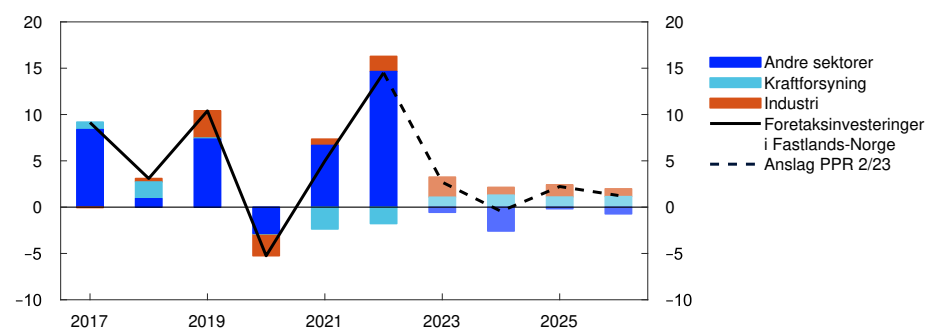
Investeringene i fastlandsbedriftene økte mye i fjor. Det var særlig investeringene i tjenestesektoren som bidro til oppgangen.

Vi anslår klart lavere vekst i foretaksinvesteringene i år. Sterk kostnadsvekst, høyere rente og avtakende lønnsomhet for mange bedrifter vil bidra til å dempe investeringene. Prisene på investeringsvarer øker trolig ytterligere som følge av kronesvekkelsen i år. Vi venter at investeringene innen tjenesteyting vil falle fra det høye nivået i 2022. Klima- og energiomstillingen vil på den annen side føre til høyere investeringer innen industri og kraftforsyning de neste årene, se figur 3.7. Samlet anslår vi at investeringene i fastlandsbedriftene vil øke moderat gjennom prognoseperioden. Anslagene er lite endret sammenlignet med forrige rapport.

Slutføring av flere store prosjekter på norsk sokkel bidro til at petroleumsinvesteringene falt sammenhengende fra 2019 til 2022. Oljeselskapene leverte imidlertid en rekke utbyggingsplaner mot slutten av fjoråret, som følge av oljeskattepakken og høye olje- og gasspriser. Vi venter at de nye prosjektene vil føre til at petroleumsinvesteringene øker mye frem til midten av tiåret, se figur 3.8. Den anslåtte veksten er imidlertid noe lavere enn i forrige rapport. Det gjenspeiler at ett utbyggingsprosjekt er kansellert.

Figur 3.7 Økte industri- og kraftinvesteringer

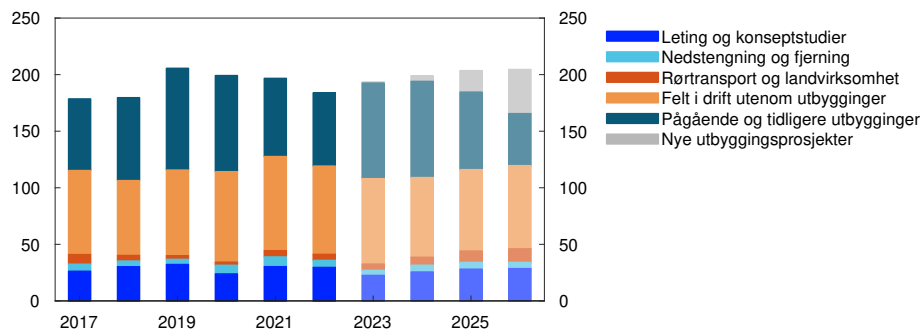
Foretaksinvesteringer i Fastlands-Norge. Årsvekst. Prosent. Bidrag til årsvekst. Prosentenheter



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 3.8 Høyere petroleumsinvesteringer i årene fremover

Petroleumsinvesteringer. Faste 2023-priser. Mrd. kroner



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

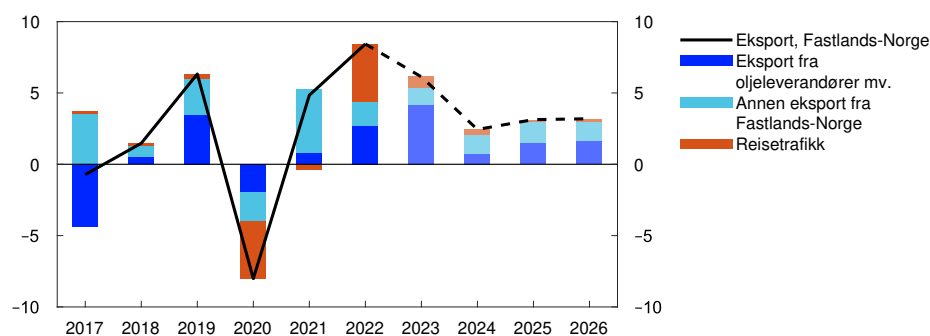
Eksporten øker videre

Eksporten fra fastlandsbedriftene tok seg betydelig opp i fjor. Det var særlig reisetrafikk til Norge og eksport fra leverandørindustrien til olje, gass og fornybar energi som økte. Vi venter fortsatt sterk vekst i reisetrafikken og eksporten fra leverandørindustrien i år, men at veksten blir mer moderat de følgende årene, se figur 3.9. Svekkelsen av kronen det siste året og økt vekst ute vil bidra til å løfte fastlandseksporten fremover. Samlet anslår vi forholdsvis høy vekst i eksporten også i år og lavere vekst i årene fremover. Anslagene for eksporten er høyere enn i forrige rapport, i hovedsak som følge av svakere krone enn tidligere lagt til grunn.

Reisetrafikken til utlandet økte markert gjennom fjoråret og bidro til sterk importvekst i 2022. Vi venter at nordmenns konsum i utlandet vil fortsette å øke i år og bidra til å løfte importen. Svakere etterspørselsvekst fra fastlandsøkonomien og svekket kronekurs vil trolig dempe importveksten neste år. Deretter venter vi at importveksten tar seg opp i takt med veksten i etterspørselen.

Figur 3.9 Økt eksport fremover

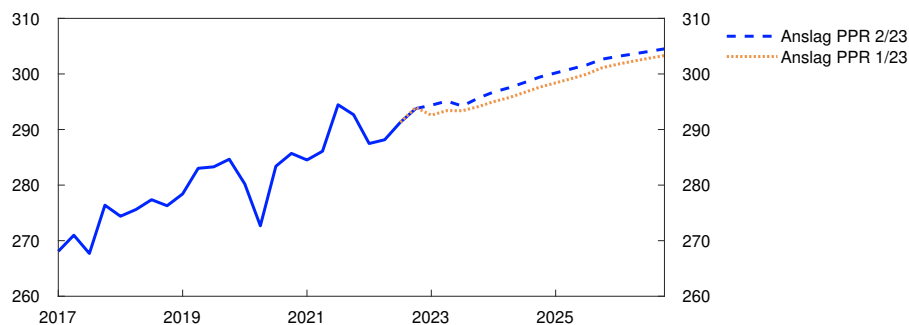
Eksport fra Fastlands-Norge. Prosent. Bidrag til årsvekst. Prosentenheter



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 3.10 Høyere offentlig etterspørsel i år

Offentlig etterspørsel. Faste 2019-priser. Sesongjustert. Mrd. kroner



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Høyere etterspørsel fra offentlig sektor

Offentlig etterspørsel tok seg opp mot slutten av fjoråret, og veksten fortsatte inn i første kvartal. Revidert nasjonalbudsjett for 2023 indikerer en noe mer ekspansiv finanspolitikk enn budsjettet som ble vedtatt i fjor. Overføringer til private og bevilgninger til offentlig forvaltning blir pris- og lønnsjustert. I tillegg har det blitt annonsert økt støtte til Ukraina. Flere av budsjetttiltakene ble annonsert på starten av året og var innarbeidet i våre anslag i mars, men justeringene i revidert nasjonalbudsjett bidrar likevel til å løfte det strukturelle, oljekorrigerede underskuddet noe sammenlignet med anslagene i forrige rapport.

I tråd med revidert nasjonalbudsjett anslår vi høyere vekst i offentlig etterspørsel i år enn i fjor. Anslagene for offentlig etterspørsel og overføringer er litt høyere enn lagt til grunn i mars, se figur 3.10.

Anslagene er usikre

Prognosene for norsk økonomi er usikre. Det er stor usikkerhet knyttet til husholdningenes tilpasning til økte priser og høyere rente. Pengepolitikken virker med et tidsetterslep, og vi er usikre på i hvor stor grad husholdningene vil opprettholde konsumet når kjøpekraften svekkes ytterligere. Konsumet kan bli høyere enn anslått dersom husholdningene sparer en mindre del av sin inntekt enn vi legger til grunn. Det er også usikkerhet knyttet til de mer langsiktige effektene av svakere krone. På kort sikt venter vi at svakere krone vil løfte aktiviteten i norsk økonomi, men på litt lengre sikt kan økte kostnader bidra til å dempe investeringene mer enn vi legger til grunn. Veksten i fastlandsøkonomien kan i så fall bli lavere fremover enn vi anslår.

SMART – System for modellanalyse i realtid

Norges Bank har utviklet en ny plattform for prognosemodeller: System for modellanalyser i realtid (SMART). I SMART vektet anslag fra et bredt sett av empiriske modeller sammen basert på deres historiske anslagssegenskaper. SMART-anslagene for både KPI-JAE og for BNP er høyere enn i forrige rapport.

Den økonomiske litteraturen viser at sammenvekting av anslag fra flere modeller ofte treffer bedre enn anslag fra enkeltmodeller.¹ I SMART vektet vi sammen anslag fra mange modeller for KPI-JAE og BNP Fastlands-Norge basert på hvor godt modellene har anslått den økonomiske utviklingen tidligere. Les mer om SMART i *Staff Memo 7/23*.²

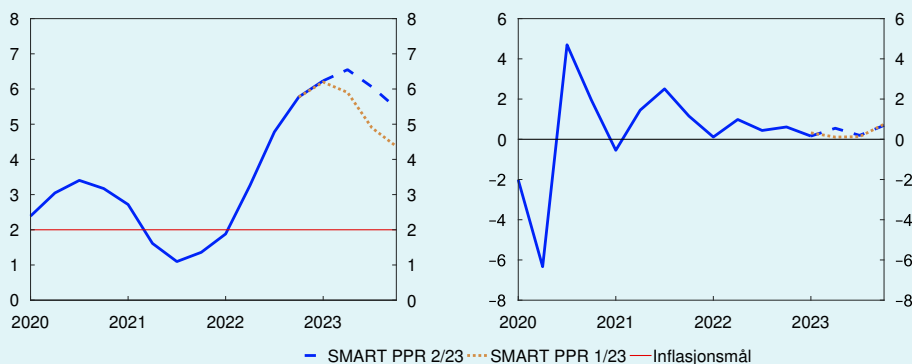
SMART-anslagene for BNP Fastlands-Norge er høyere enn i forrige rapport, se høyre panel i figur 3.A. SMART anslår en kvartalsvekst på 0,5 prosent i inneværende kvartal og 0,2 prosent i neste kvartal. Oppjusteringen må særlig sees i sammenheng med at bedriftene i Regionalt nettverk melder om litt bedre fremtidsutsikter. SMART-anslagene er høyere enn anslaget for BNP-veksten i denne rapporten. Det skyldes blant annet at månedlig nasjonalregnskap, som viste svak utvikling i april, har liten vekt i SMART-systemet.

SMART anslår at prisveksten, målt ved firekvartalersveksten i KPI-JAE, når en topp på 6,6 prosent i andre kvartal i år for deretter å avta, se

Figur 3.A Høyere SMART-anslag

KPI-JAE. Firekvartalersvekst. Prosent

BNP Fastlands-Norge. Kvartalsvekst. Prosent



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

1 Se for eksempel Timmermann, A. (2006), «[Forecast combinations](#)». I: Elliott, G., C. W. J. Granger og A. Timmermann. Red. *Handbook of Economic Forecasting Volume 1*. Elsevier, 136–196.

2 Bowe, F., I. N. Friis, A. Loneland, E. Njølstad, S. S. Meyer, P. Kenneth og Ø. Robstad (2023), «[A SMARTer way to forecast](#)». *Staff Memo 7/23*. Norges Bank.

venstre panel i figur 3.A. Anslagene fra SMART er opp mot 1,2 prosentenheter høyere nå enn i forrige rapport. Oppjusteringene må ses i sammenheng med at den faktiske prisveksten har vært høyere enn SMART-anslagene fra forrige rapport, at kronekursen har vært svakere enn anslått og at lønnsveksten har vært høyere enn tidligere anslått. SMART-anslagene for prisveksten på både innenlandskproduserte varer og tjenester og importvarer er høyere enn i forrige rapport.

3.2 Arbeidsmarkedet

Fortsatt stramt arbeidsmarked

Arbeidsledigheten er lav, og en høy andel av befolkningen er i jobb, se figur 3.11. Sysselsettingen økte markert gjennom fjoråret, og oppgangen har fortsatt inn i 2023. I første kvartal i år var det 65 000 flere som var i jobb enn på samme tid i fjor. Sysselsettingen har vært litt høyere enn anslått i forrige rapport.

Ved utgangen av mai i år var 48 800 personer registrert som helt ledige. Justert for normale sesongvariasjoner utgjør ledigheten 1,8 prosent av arbeidsstyrken. Nivået er uendret fra april, men litt høyere enn i mars. Utviklingen er i tråd med anslagene fra forrige rapport. De siste månedene har ledigheten særlig økt innen bygg og anlegg, men også innen andre konjunktursensitive yrker har det blitt noen flere ledige.

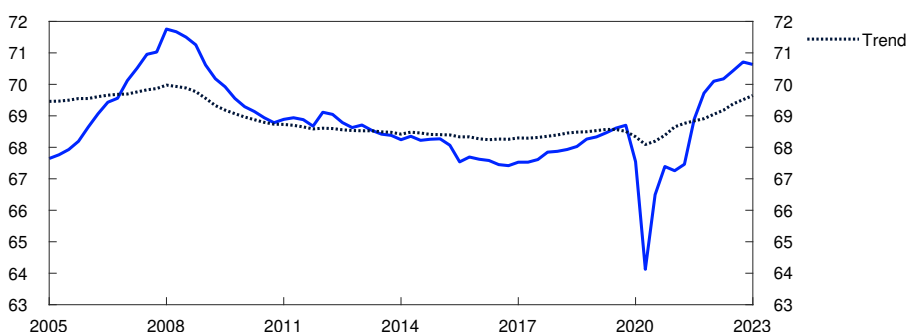
Litt bedre tilgang på arbeidskraft

Antallet som har kommet i arbeid det siste året er større enn nedgangen i ledigheten. Det skyldes at tilbudet av arbeidskraft har økt. Økningen i arbeidstilbudet gjenspeiler trolig både en økning i andelen av befolkningen som deltar på arbeidsmarkedet, se [Pengepolitisk rapport 1/2023](#), men også at det har kommet flere innvandrere og arbeidstakere på korttidsopphold til Norge.

Etterspørselen etter arbeidskraft er fortsatt høy, se figur 3.12. Antall ledige stillinger økte betydelig i første kvartal i år, ifølge Statistisk

Figur 3.11 En høy andel av befolkningen er i jobb

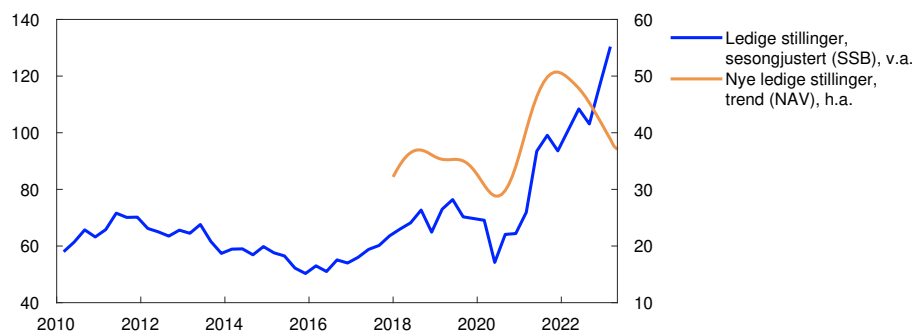
Sysselsatte som andel av befolkningen. 15–74 år. Prosent



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 3.12 Færre nye ledige stillinger

Antall ledige stillinger i 1000



Kilder: NAV, Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

sentralbyrås utvalgsundersøkelse. Samtidig har NAVs statistikk, som måler antallet nye ledige stillinger, fortsatt å avta. At de to statistikkene utvikler seg ulikt, gjør tallene vanskeligere å tolke. Men at strømmen av nye ledige stillinger har falt, indikerer at etterspørselen etter arbeidskraft trolig er i ferd med å avta.

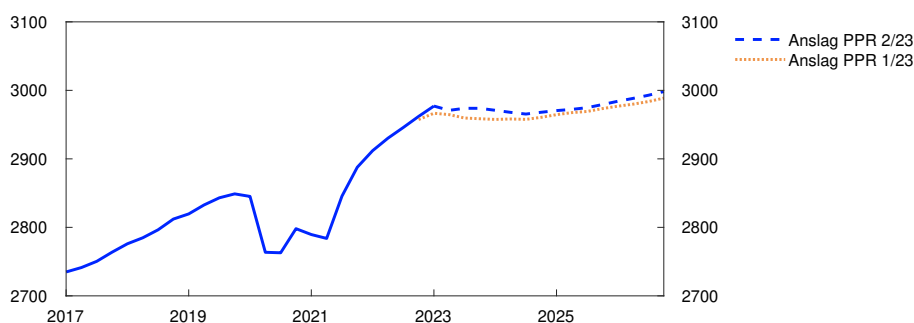
I vårt regionale nettverk falt andelen av bedriftene som melder om knapphet på arbeidskraft fra første til andre kvartal, se figur D [side 7](#). Andelen er nå klart lavere enn på samme tid i fjor i de fleste næringer. Også i NAVs bedriftsundersøkelse meldte bedriftene om mindre mangel på arbeidskraft enn i fjor, selv om behovet ennå er høyt sammenlignet med tidligere år.

Utsikter til flere ledige

Etter flere måneder med god vekst i sysselsettingen ser vi for oss at sysselsettingen vil avta noe den nærmeste tiden, se figur 3.13. Registerstatistikken tyder på at det var noe nedgang i sysselsettingen i april. Norges Banks forventningsundersøkelse indikerer lavere vekst i sysselsettingen fremover. Fra slutten av neste år venter vi at økt økonomisk vekst vil medføre at sysselsettingen gradvis tar seg opp igjen.

Figur 3.13 Svakere vekst i sysselsettingen fremover

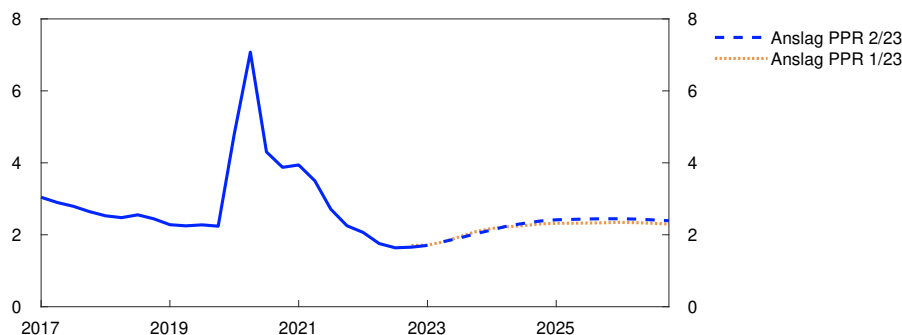
Antall sysselsatte i 1000. Sesongjustert



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 3.14 Utsikter til litt høyere ledighet

Registrert ledighet som andel av arbeidsstyrken. Sesongjustert. Prosent



Kilder: NAV og Norges Bank

Antall arbeidstakere på korttidsopphold økte noe i første kvartal, og økningen var litt høyere enn ventet. Justert for sesong er det om lag 18 000 flere arbeidstakere på korttidsopphold i Norge enn på samme tid i fjor. De nærmeste årene venter vi noe videre oppgang. Vi tror at en svakere krone enn tidligere lagt til grunn kan bidra til å dempe veksten i antall arbeidstakere på korttidsopphold, men det er knyttet stor usikkerhet til hvor stor denne effekten vil være.

Arbeidsledigheten anslås å øke til om lag 2,4 prosent i løpet av prognoseperioden, se figur 3.14. Ledigheten vil da være litt over nivået fra de siste årene før pandemien. Anslagene for ledigheten de neste årene er litt oppjustert fra forrige rapport.

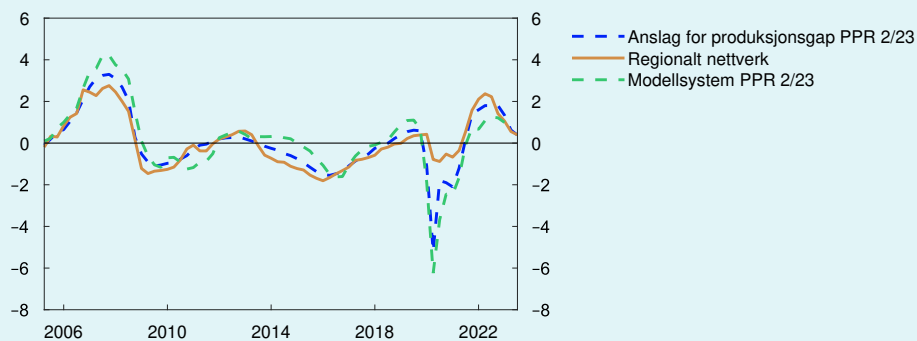
Kapasitetsutnyttningen har avtatt

Vi venter at kapasitetsutnyttningen avtar fremover og kommer under et normalt nivå i løpet av året. Det er utsikter til at kapasitetsutnyttningen forblir lavere enn normalt gjennom hele prognoseperioden, men øker litt i 2026.

Kapasitetsutnyttningen, eller produksjonsgapet, uttrykker hvor mye av de samlede ressursene i økonomien som er i bruk. Produksjonsgapet er definert som den prosentvise forskjellen mellom den faktiske produksjonen (BNP for Fastlands-Norge) og produksjonspotensialet i fastlandsøkonomien. Produksjonspotensialet avgjøres av produktivitetsutviklingen og sysselsettingspotensialet. Sysselsettingspotensialet kan tolkes som det høyeste nivået på sysselsettingen som kan opprettholdes over tid uten at lønnsveksten og prisveksten tiltar. Produksjonspotensialet og produksjonsgapet kan ikke observeres og må derfor anslås. Vårt anslag på produksjonsgapet bygger på en samlet vurdering av en rekke indikatorer og modeller. Vi legger særlig vekt på utviklingen i arbeidsmarkedet.

Figur 3.B Lavere kapasitetsutnytting blant bedriftene

Prosent



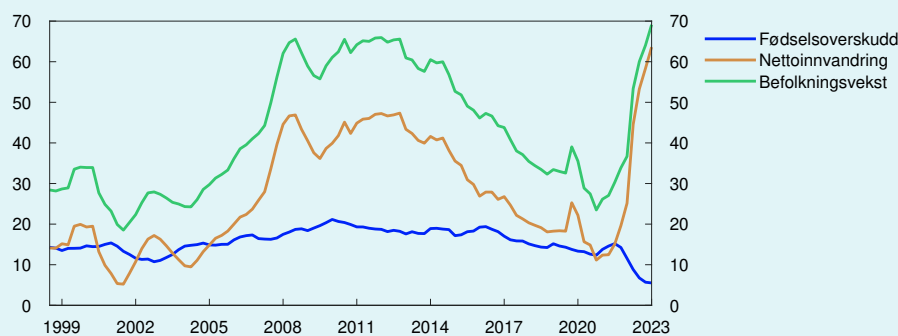
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Etter vår vurdering steg kapasitetsutnyttingen inn i fjoråret og holdt seg godt over et normalt nivå gjennom fjoråret, se figur 3.B. I denne perioden var arbeidsledigheten lav, mange stillinger sto ubesatt og en stor andel av bedriftene i Regionalt nettverk rapporterte om kapasitetsproblemer. I tillegg tiltok lønnsveksten. Hittil i år er det tegn til at kapasitetsutnyttingen har begynt å avta. I første kvartal avtok veksten i norsk økonomi. Samtidig har færre bedrifter i Regionalt nettverk rapportert om kapasitetsproblemer og knapphet på arbeidskraft. I tillegg har arbeidsledigheten økt litt. Vårt modellsystem for å anslå produksjonsgapet, som er basert på informasjon om blant annet BNP for Fastlands-Norge, arbeidsledighet, lønnsvekst og innenlandsk prisstigning, indikerer også at kapasitetsutnyttingen i norsk økonomi falt noe i første kvartal. Vår samlede vurdering er at produksjonsgapet avtok videre til 0,6 prosent i andre kvartal, se figur F [side 9](#).

Fremover venter vi at produksjonsgapet avtar videre og når en bunn på -0,9 prosent ved utgangen av 2025. Utsikter til nedgang i husholdningenes konsum og lavere boliginvesteringer er de viktigste årsakene til at vi venter videre fall i kapasitetsutnyttingen. Anslagene for kapasitetsutnyttingen er lite endret for inneværende år, men lavere for årene fremover.

Figur 3.C Høy befolkningsvekst

Sum siste fire kvartaler. Antall i 1000



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

TABELL 3.B Produksjon og produksjonspotensial¹

Endring i anslag fra Pengepolitisk rapport 1/23 i parentes	Prosentvis endring fra foregående år						
	1995–2009	2010–2021	2022	2023	2024	2025	2026
BNP for Fastlands-Norge	3,1	1,8	3,7 (0,0)	1,2 (0,1)	0,2 (-0,2)	0,9 (-0,1)	1,4 (0,0)
Produksjonspotensialet	3,1	1,8	1,6 (0,0)	2,3 (0,1)	1,3 (0,0)	1,2 (0,0)	1,2 (0,0)
Sysselsettingspotensialet	0,8	1,0	1,8 (0,0)	1,4 (0,3)	0,5 (0,0)	0,6 (0,0)	0,6 (0,0)
Underliggende produktivitetsvekst	2,3	0,8	-0,3 (0,0)	0,9 (-0,2)	0,8 (0,0)	0,6 (0,0)	0,6 (0,0)

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

Høy innvandring bidrar til at befolkningsveksten i år trolig blir høyere enn tidligere anslått, se figur 3.C. I tillegg har det kommet flere arbeidstakere på korttidsopphold enn vi så for oss. Vi har derfor oppjustert anslaget på sysselsettingspotensialet. Svak produktivitetsutvikling så langt i år bidrar til at vi anslår noe lavere produktivitetsvekst i år enn tidligere lagt til grunn. Samlet er anslaget for produksjonspotensialet lite endret sammenlignet med forrige rapport, se tabell 3.B.

3.3 Priser og lønninger

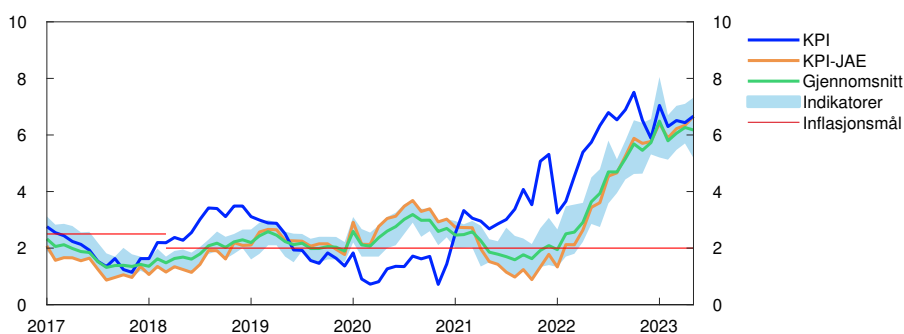
Prisveksten er høy

Prisveksten har avtatt litt siden i høst, men er fortsatt høy. I mai var konsumprisindeksen (KPI) 6,7 prosent høyere enn i samme måned i fjor. Det var klart høyere enn anslått i forrige rapport.

Tolvmånedersveksten i KPI justert for avgiftsendringer og uten energi-varer (KPI-JAE) har også holdt seg oppe de siste månedene. I mai var tolvånedersveksten i KPI-JAE 6,7 prosent, 0,7 prosentenheter høyere

Figur 3.15 Høyere underliggende prisvekst i mai

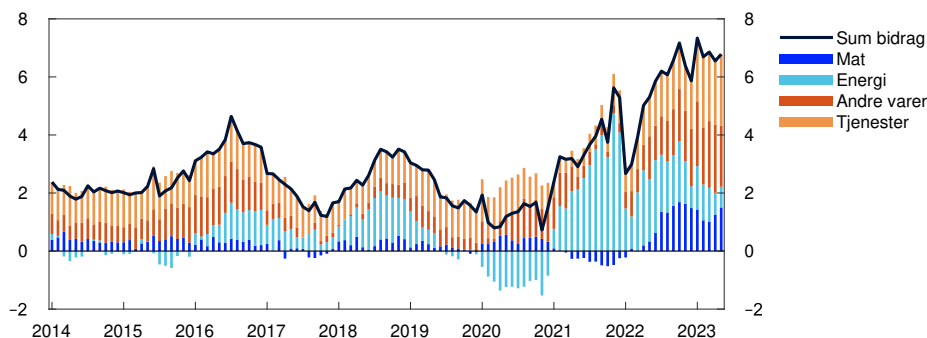
KPI og indikatorer for underliggende inflasjon. Tolvmånedersvekst. Prosent



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 3.16 Prisveksten er bredt basert

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



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

enn anslått i forrige rapport. Også andre indikatorer for underliggende inflasjon har samlet sett økt siden forrige rapport, se figur 3.15.

Den høye prisveksten må ses i sammenheng med høye råvarepriser og forstyrrelser på tilbudssiden de siste årene. I 2021 var det særlig høye energipriser som bidro til å trekke opp prisveksten, og gjennom 2022 økte også matvareprisene mye, se figur 3.16. Det siste året har prisveksten blitt bredere basert. Den løftes nå av høy prisvekst på mange ulike varer og tjenester. Dette gjenspeiler at det tar noe tid før de internasjonale prisimpulsene slår gjennom til konsumprisene, men må også ses i sammenheng med høy kapasitetsutnyttning og stigende lønnskostnader, se utdyping i [Pengepolitisk rapport 1/2023](#). De siste månedene kan trolig noe av prisveksten også ha sammenheng med svekkelsen av kronekursen.

Kronesvekkelsen motvirker effekt av at prisimpulsene avtar

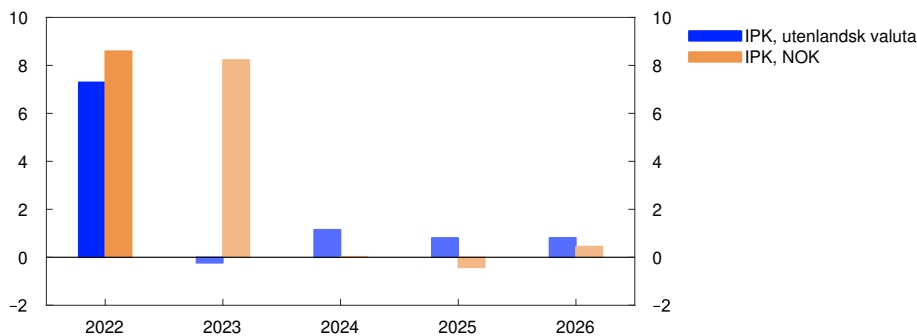
I fjor høst økte kraftprisene mye. I vår har de avtatt, og fremtidsprisene er lite endret. Likevel har ikke elektrisitetsprisene i KPI falt så mye som vi anslo i forrige rapport. Det er mange ledd fra markedspriser på kraft til elektrisitetsprisene slik de måles i KPI. Blant annet avhenger konsumprisen av kontraktstypen til forbrukeren, mengden strømstøtte, ulike avgifter og prisen på nettleie. Dette bidrar til at utviklingen i elektrisitetsprisene i KPI ikke alltid gjenspeiler utviklingen i markedsprisene og til tider er vanskelig å anslå. De store variasjonene fra måned til måned gjør utviklingen mer usikker enn normalt.

Prisimpulsene fra utlandet ventes å være svake fremover, se figur 3.17. Kostnadene for å frakte varer mellom land er tilbake på normale nivåer etter at de økte kraftig i kjølvannet av pandemien, og prisene på energi og andre råvarer har falt. Svakere prisimpulser fra utlandet vil isolert sett dempe prisveksten på importerte varer fremover.

Samtidig har kronekursen vært svakere enn anslått. Svakere krone gjør det dyrere å kjøpe varer fra utlandet. Målt i norske kroner anslår vi at internasjonale prisimpulser øker betydelig i år. Samlet sett anslår vi at

Figur 3.17 Svakere krone gjør importerte varer dyrere

IPK med frakt i norsk og utenlandsk valuta. Årsvekst. Prosent



Kilder: Refinitiv Datastream og Norges Bank

importert prisvekst vil avta fra tredje kvartal i år, men at svakere kronekurs bidrar til at prisveksten vil være høyere enn anslått i forrige rapport gjennom hele prognoseperioden.

Innenlandsk prispress vil løfte inflasjonen

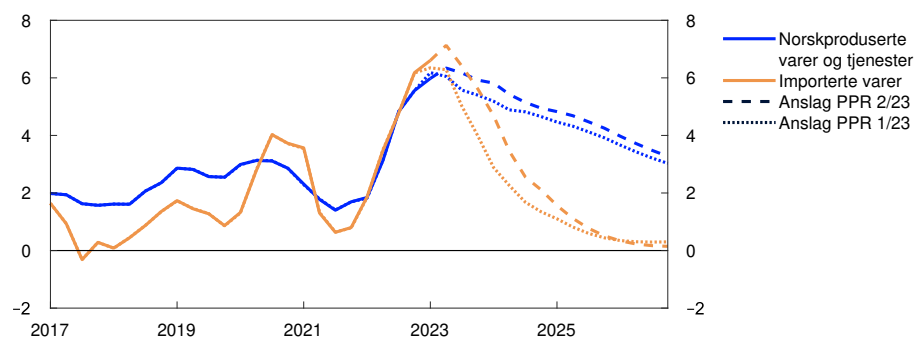
Høyere vekst i lønnskostnadene løfter utsiktene for prisveksten på norskproduserte varer og tjenester i årene fremover. Samtidig anslår vi at lavere kapasitetsutnyttning vil bidra til at også prisveksten på norskproduserte varer og tjenester begynner å avta fra neste år, se figur 3.18. Hittil er det lite som tyder på at økte driftsmarginer har bidratt vesentlig til prisveksten, se nærmere omtale på [side 43](#). Anslagene er litt høyere enn i forrige rapport. Det gjenspeiler at den innenlandske prisveksten har vært høyere enn vi la til grunn i forrige rapport, og at vi ser for oss litt høyere lønnsvekst fremover.

Siden forrige rapport har ny informasjon bidratt til at prisprognosene fra modellsystemet SMART har justert seg opp, se figur 3.19. SMART indikerer at firekvartalersveksten i KPI-JAE avtar fra og med tredje kvartal i år (se boks på [side 29](#)). Anslagene i denne rapporten er litt høyere

Figur 3.18 Høyere lønnsvekst og svakere krone løfter prisveksten

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

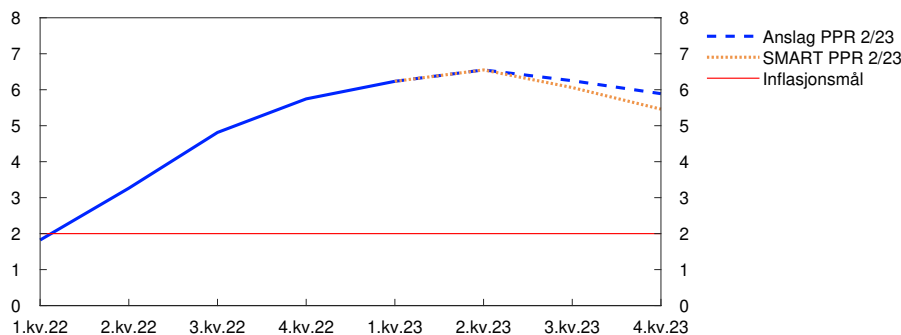
Firekvartalersvekst. Prosent



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 3.19 Modellsystemet indikerer sterkere prisvekst enn ved forrige rapport

KPI-JAE. Firekvartalersvekst



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

enn modellanslagene. Det skyldes blant annet at vi venter noe høyere husleier fremover.

Vi anslår at firekvartalersveksten i KPI-JAE vil være 6,6 prosent i andre kvartal, for deretter å avta. Anslagene for KPI-JAE er høyere enn i forrige rapport. Veksten i KPI anslås å avta fremover. Energiprisene i KPI har falt mindre enn tidligere lagt til grunn, og bidrar til at prisveksten trolig avtar saktere i år enn anslått i forrige rapport. Vi venter at prisveksten, målt både ved KPI og KPI-JAE, vil være nær 2,0 prosent ved utgangen av 2026. Dette er en litt saktere nedgang enn blant flere av våre handelspartnere, se nærmere omtale på [side 41](#).

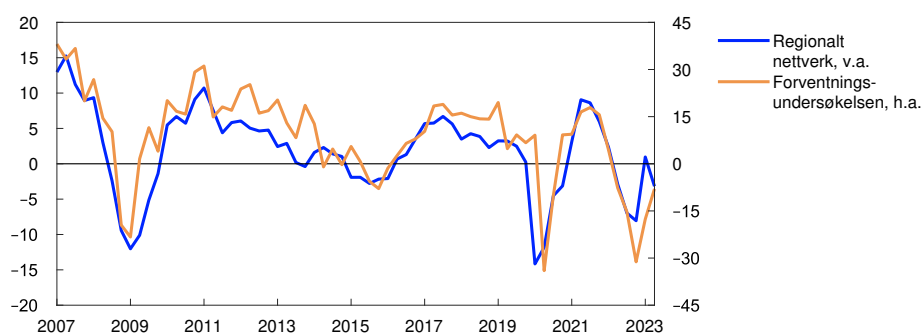
Lønnsveksten tar seg opp

Et stramt arbeidsmarked og god inntjening i deler av næringslivet bidro til at lønnsveksten tok seg opp til 4,3 prosent i fjor. I årets lønnsoppgjør ble lønnsrammen for frontfaget 5,2 prosent, og de fleste forhandlingsområdene ble enige om en tilsvarende ramme.

Lønnsomheten i frontfaget er en viktig forutsetning for lønnsrammen. Betydelig bedring i Norges bytteforhold overfor utlandet i fjor og økte

Figur 3.20 Svakere utsikter for bedriftenes lønnsomhet

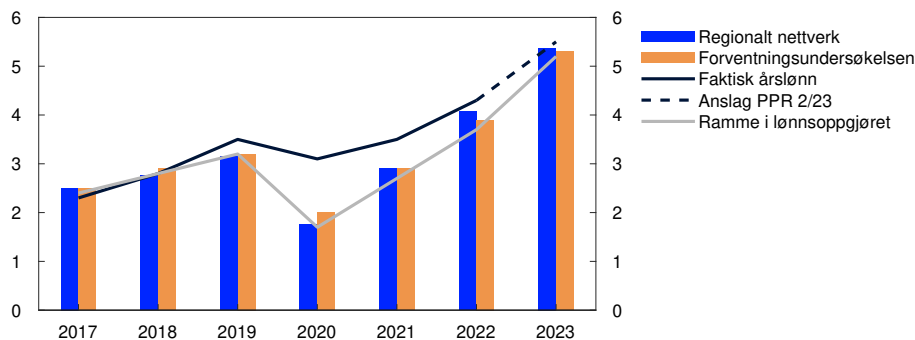
Endring i driftsmarginen ifølge Regionalt nettverk og Forventningsundersøkelsen



Kilder: Epinion, Ipsos, Opinion og Norges Bank

Figur 3.21 Forventninger til høyere lønnsvekst

Årslønnsvekst, Prosent



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

eksportpriser bidrar til økt lønnsevne i deler av industrien. En svakere krone er også med på å trekke lønnsevnen opp.

Samtidig er utsiktene til lønnsomheten i fastlandsbedriftene noe mer blandet. Regionalt nettverk indikerer i andre kvartal i år litt svakere lønnsomhet enn på samme tid i fjor, se figur 3.20. Næringslivslederne i forventningsundersøkelsen forventer at lønnsomheten vil avta noe det neste året, men de ser for seg en mindre nedgang fremover enn de gjorde ved inngangen til året. Samlet sett tror vi lønnsomheten blant norske bedrifter er nær normale nivåer, men at det er utsikter til at den avtar litt gjennom 2023.

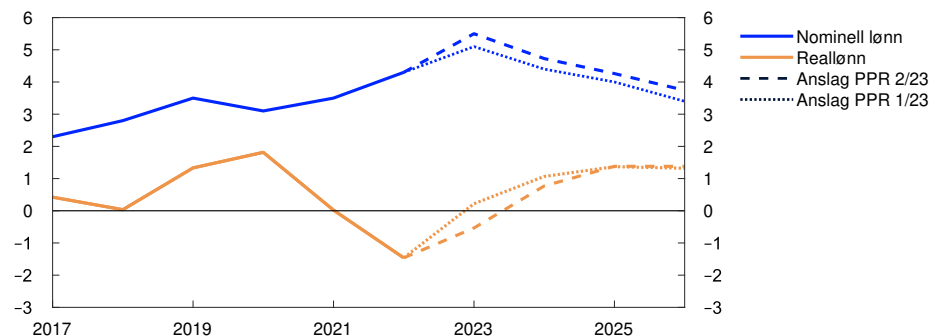
Siden forrige rapport har forventningene til lønnsveksten økt, se figur 3.21. Kontaktene i vårt regionale nettverk venter at lønningene i egen bedrift øker med 5,4 prosent i år. Ifølge Norges Banks forventningsundersøkelse venter partene i arbeidslivet samlet nå en lønnsvekst på 5,3 prosent i år.

Vi anslår at lønnsveksten øker til 5,5 prosent i år. Dette er noe høyere enn i forrige rapport. Vi venter at lavere prisvekst og etter hvert mindre press i arbeidsmarkedet vil føre til at lønnsveksten avtar gradvis fra neste år. Norges Banks forventningsundersøkelse viser at også partene i arbeidslivet forventer at lønnsveksten vil avta neste år. Anslagene våre for lønnsveksten er litt høyere enn i forrige rapport gjennom hele prognoseperioden.

Ifølge forventningsundersøkelsen venter partene i arbeidslivet at reallønnen øker noe i 2023. Vi ser for oss en nedgang i reallønningene i år på 0,5 prosent, se figur 3.22. Dette har sammenheng med at utsiktene for prisveksten har steget gjennom året. Vi anslår at reallønnen øker med i overkant 1 prosent årlig i snitt fra 2024 til 2026. Det er i tråd med anslått produktivitetsvekst og utviklingen vi ser for oss i bytteforholdet.

Figur 3.22 Negativ reallønnsvekst i 2023

Årsvekst. Prosent



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Usikkerheten er større når prisveksten er høy

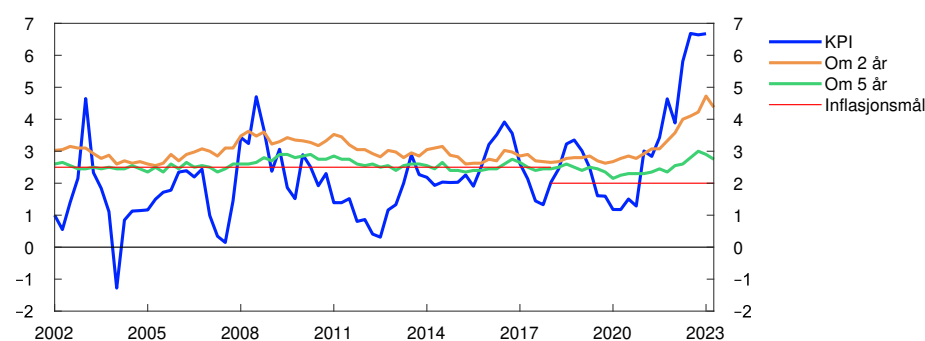
Det er stor usikkerhet om pris- og lønnsutviklingen fremover. Det er særlig usikkerhet om lønnsomheten i næringer som er sterkt påvirket av de store svingningene i petroleumsprisene. Det videre gjennomslaget av svingninger i petroleumsprisene til lønnsveksten i fastlandsbedriftene er også usikkert.

Prisimpulsene den siste tiden har vært uvanlig store. Mangel på historisk sammenligning gjør det krevende å anslå effekten på konsumprisene, også når flere av disse impulsene nå avtar. Prisene på blant annet energi har falt mye fra toppene i vinter. Det er usikkert hvor raskt dette vil slå gjennom til bedriftenes kostnader og lønnsomhet, og videre hvor raskt dette vil påvirke både utsalgsprisene og lønnsveksten.

I tillegg har inflasjonsforventningene ligget over inflasjonsmålet den siste tiden. Dersom inflasjonsforventningene forblir høye, kan det føre til at det tar lengre tid før inflasjonspresset avtar enn vi nå legger til grunn. Norges Banks forventningsundersøkelse fra andre kvartal viser imidlertid at inflasjonsforventningene har avtatt litt, se figur 3.23.

Figur 3.23 Forventningene til prisveksten er over 2 prosent

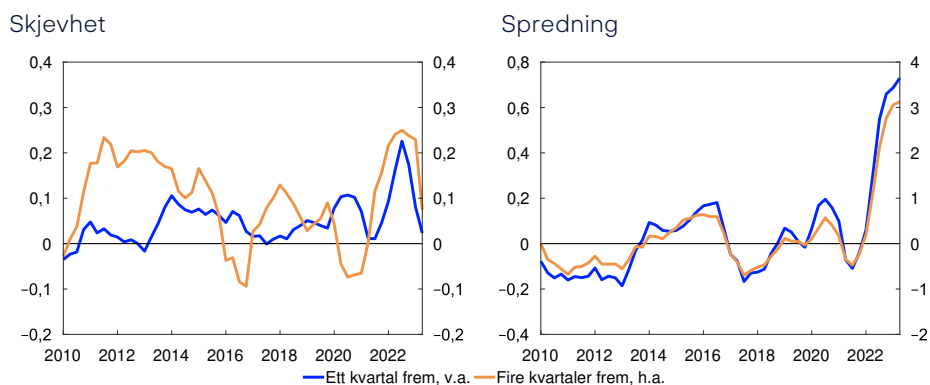
Forventninger til inflasjonen frem i tid. Prosent



Kilder: Epinion, Ipsos, Opinion og Statistisk sentralbyrå

Figur 3.24 Usikkerhet rundt prisveksten

Usikkerhetsindikator rundt prisvekstanslagene. Ett og fire kvartaler frem. Prosentenheter



Kilde: Norges Bank

Det er mange faktorer som bidrar til at vi tror usikkerheten knyttet til den videre prisveksten er spesielt stor nå. I en ny analyse sammenfatter vi mange av disse faktorene for å estimere hvordan usikkerheten rundt inflasjonsanslagene har utviklet seg over tid.¹ Ifølge denne analysen har usikkerheten til den videre inflasjonsutviklingen steget kraftig siden høsten 2021. I tillegg viser analysen at usikkerheten har vært skjev mot oppsiden. Med dette menes at risikoen for at inflasjonen blir betydelig høyere enn ventet er større enn at den blir betydelig lavere enn ventet. I andre kvartal i år steg usikkerheten videre fra et allerede rekordhøyt nivå, se høyre panel i figur 3.24. Samtidig ser vi at risikobildet har blitt noe mer balansert de siste kvartalene, se venstre panel i figur 3.24. Dette betyr at størrelsen på oppsiden nå er mer lik nedsiden. Siden årsskiftet har særlig avtakende prisimpulser fra utlandet bidratt til å redusere forholdet mellom opp- og nedsiderisikoen.

¹ Analysen er nærmere forklart i Bowe, F., S. J. Kirkeby, I. H. Lindalen, K. A. Matsen, S. S. Meyer og Ø. Robstad (2023) «Quantifying macroeconomic uncertainty in Norway». Norges Bank. Staff Memo 13/2023. Kommende.

Svekkelsen av kronekursen i kombinasjon med det høye aktivitetsnivået i norsk økonomi bidrar til at den underliggende prisveksten ventes å avta langsommere enn hos våre viktigste handelspartnere.

Den siste tiden har prisveksten vært høy både i Norge og hos våre viktigste handelspartnere. Den samlede prisveksten har avtatt klart i flere land, men den underliggende prisveksten har holdt seg oppe. I Norge var konsumprisindeksen justert for avgiftsendringer og uten energivarer (KPI-JAE) i mai 6,7 prosent høyere enn samme måned året før, den høyeste tolv-månedersveksten som er registrert siden beregningen startet i 2001. Dette er høyere enn de siste tallene for underliggende inflasjon fra USA, euroområdet og Storbritannia, men lavere enn i Sverige, se figur 1.2 på [side 11](#).

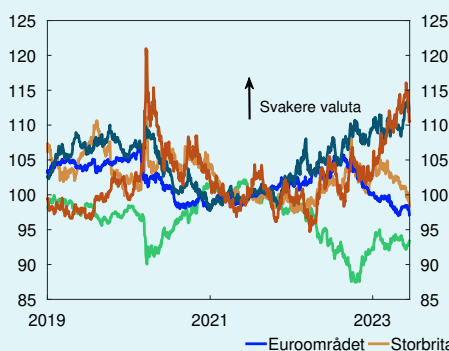
Den underliggende inflasjonen i Norge og Sverige inkluderer matvarer, som generelt har hatt høy prisvekst i det siste. Uten både mat og energi har imidlertid vareprisveksten i de to landene fortsatt vært relativt høy, se høyre panel i figur 3.D. Dette kan ha sammenheng med svakere valutakurser. Sammenlignet med det gjennomsnittlige nivået i 2021 har den norske og den svenske kronen falt om lag like mye i kurs, men svekkelsen av den svenske kronen kom noe tidligere, se venstre panel i figur 3.D. Det kan være med på å forklare at vareprisveksten har tiltatt raskere i Sverige. Samtidig gir det utsikter til at vareprisveksten kan holde seg høy også noe fremover i Norge.

Til sammenligning har vareprisveksten i USA, der prisveksten skjøt i været allerede våren 2021, avtatt markert. Dette må til dels ses i lys av innenlandske forhold – for eksempel har det vært store utslag i bruktbilprisene i USA – men en sterkere dollar kan også ha virket dempende. Den amerikanske dollaren har falt noe i kurs siden i fjor høst, men den er fortsatt klart sterkere enn den var i 2021.

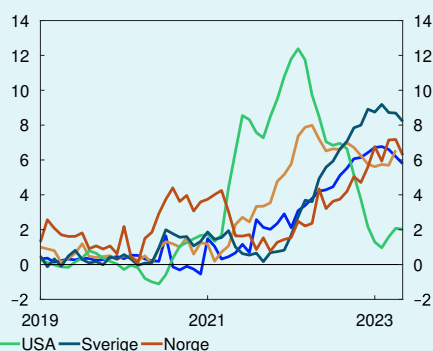
Prisveksten på tjenester har også tatt seg opp, og oppgangen i de ulike økonomiene har vært mer parallell enn for vareprisene, se venstre panel i figur 3.E. Det er bare i Storbritannia tjenestepreisene vokser raskere enn i

Figur 3.D Svakere kroner og høy vareprisvekst

Effektive valutakurser. Indeks. 2021 = 100



Konsumpriser. Varer utenom mat og energi. Tolv månedersvekst. Prosent

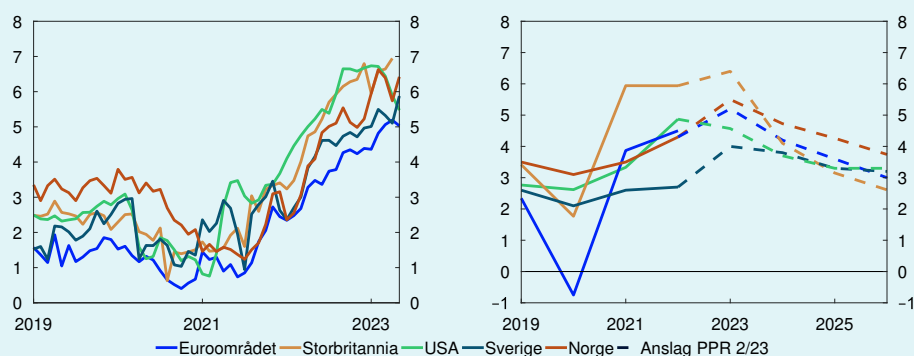


Kilder: Refinitiv Datastream og Norges Bank

Figur 3.E Høy vekst i tjenestepreiser og lønninger

Konsumpriser. Tjenester.
Tolvmånedersvekst. Prosent

Lønn. Årsvekst. Prosent



Kilder: Refinitiv Datastream og Norges Bank

Norge. Storbritannia har også hatt den høyeste lønnsveksten i det siste. I Norge ser lønnsveksten ut til å øke en del fra i fjor til i år, se høyre panel i figur 3.E.

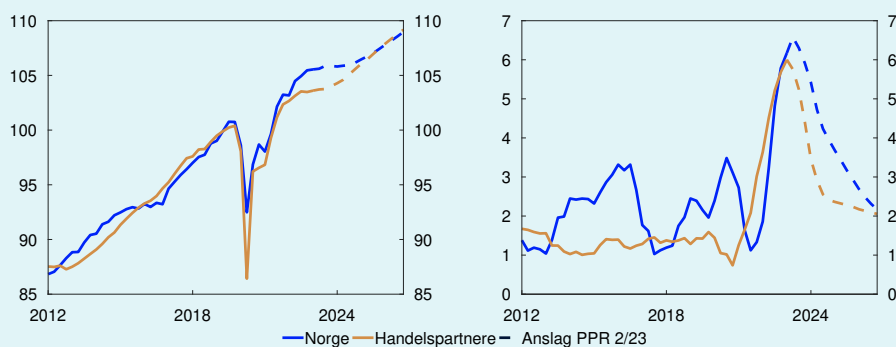
Vi venter at lønnsveksten avtar både i Norge og hos handelspartnerne de kommende årene, men det er utsikter til høyest lønnsvekst i Norge. Dette henger sammen med at den økonomiske veksten har vært sterkere enn hos handelspartnerne, se venstre panel i figur 3.F. Kapasitetsutnyttningen i norsk økonomi har trolig vært høyere enn hos handelspartnerne samlet. I tillegg gir den svakere kronen rom for noe høyere lønnstillegg.

I sum bidrar svekkelsen av kronekursen, det relativt høye aktivitetsnivået i norsk økonomi og utsikter til en noe høyere lønnsvekst til at den underliggende inflasjonen i Norge ventes å avta noe langsommere enn hos handelspartnerne, se høyre panel i figur 3.F. Også i tidligere perioder med svak krone har prisveksten i Norge vært en del høyere enn hos handelspartnerne. Dette skjedde etter krone- og oljeprisfallet i 2014, og igjen i etterkant av den midlertidige kronesvekkelsen i den første fasen av pandemien i 2020.

Figur 3.F Inflasjonen avtar langsommere i Norge

BNP. Indeks. 2019 = 100

Kjernepriser. Firekvartalersvekst. Prosent



Kilder: Refinitiv Datastream, Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Økte driftsmarginer har i liten grad bidratt til inflasjonen

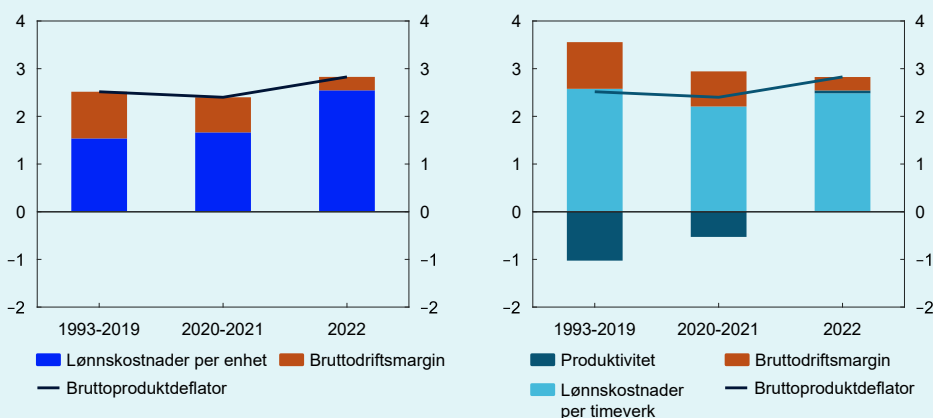
Økningen i inflasjonen i 2022 har gått sammen med en nedgang i bidraget fra driftsmarginene. Det gjelder både for de private bedriftene samlet og for varehandelen og privat tjenesteyting.

Flere forhold har ført til at prisveksten er høy hjemme og ute. Sterk etterspørsel etter varer gjennom pandemien bidro til flaskehals i internasjonale verdikjeder. Prisene på mange importvarer økte mye. Utviklingen ble forsterket av krigen i Ukraina. Samtidig har etterspørselen etter varer og tjenester holdt seg godt oppe. Det har bidratt til lav ledighet og økt lønnspress i mange land. I den senere tid er det flere kommentatorer¹ internasjonalt som har antydnet at en del av prisveksten også skyldes at bedrifter bruker den generelle prisveksten som et påskudd for å øke prisene på sine produkter godt utover det veksten i kostnadene skulle tilsi.

I teorien kan det være lettere for bedriftene å øke prisene i en situasjon der inflasjonen er bredt basert og de kan forvente at også konkurrentene vil gjøre det samme. Sterk etterspørsel og knapphet på varer og tjenester trekker i samme retning. I hvilken grad økte driftsmarginer har bidratt til inflasjonen, er foreløpig et åpent spørsmål. De få formelle analysene² som er gjort så langt, er overveiende basert på nasjonalregnskapstall som viser bidragene fra lønnskostnader og marginer til ulike prismål basert på bruttoproduktdeflatoren³. En markert økning i prisveksten, som også går sammen med en tilsvarende oppgang i driftsmarginene,

Figur 3.G Private fastlandsbedrifter utenom kraftforsyning

Bidrag i prosentenheter til bruttoproduktdeflator



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

1 Se for eksempel [Panetta \(2023\)](#)

2 Se for eksempel [Panetta \(2023\)](#) og [Haskel \(2023\)](#).

3 *Bruttoproduktdeflatoren* er kort sagt prisen på verdiskapingen (omsetning fratrukket produktinnsats) i en gitt næring. Når den omfatter verdiskapingen i hele nasjonen, kaller vi den bruttonasjonalproduktdeflatoren (BNP-deflatoren). Siden verdiskapingen motsvares av lønnskostnader og driftsresultat, kan bruttoproduktdeflatoren uttrykkes som summen av lønnskostnadene per enhet verdiskaping (bruttoprodukt) og driftsmarginen – her definert som driftsresultat per enhet verdiskaping (bruttoprodukt).

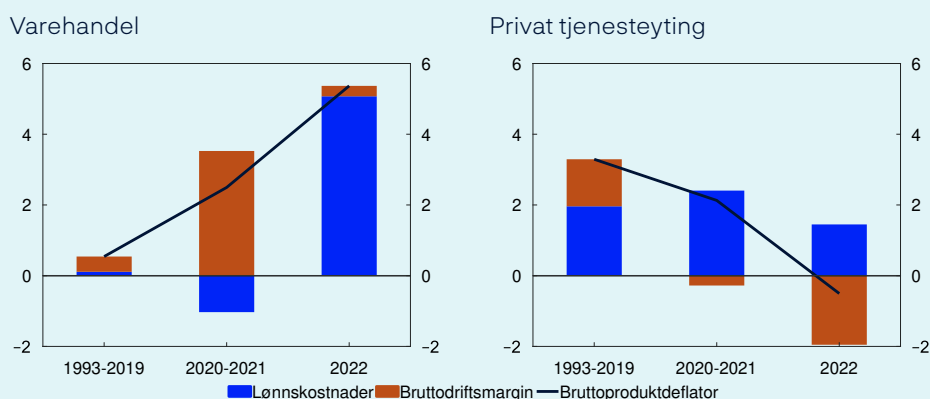
kan være en indikasjon på at enkelte bedrifter benytter en situasjon med høy og generell prisvekst til å øke marginene.

Venstre panel i figur 3.G viser utviklingen i bruttoproduktdeflatoren for aggregatet av private fastlandsbedrifter utenom kraftforsyning. Vi ser at prisveksten på den samlede verdiskapingen tok seg moderat opp gjennom 2022, og langt mindre enn økningen i konsumprisene. Oppgangen gjenspeilte i all hovedsak en økning i lønnskostnadene per enhet verdiskaping. Den økte veksten i enhetskostnadene skyldes imidlertid ikke en økning i timelønnskostnadene, men snarere at veksten i arbeidskraftproduktiviteten avtok til null i 2022, se høyre panel i figur 3.G. Figuren viser også at bidraget fra driftsmarginene var lavere i 2022 enn i de to foregående årene og lå godt under et historisk gjennomsnitt, både absolutt og relativt til lønnskostnadene. En foreløpig konklusjon må derfor bli at norske bedrifter i gjennomsnitt ikke synes å ha økt prisene utover det kostnadsveksten kunne tilsi. Det utelukker imidlertid ikke at det på et mer disaggregert nivå kan være eksempler på sektorer og bedrifter der driftsmarginene har økt en del de siste par årene. For eksempel kan det ha vært slik at konsumrettede næringer innenfor privat tjenesteyting og varehandelen i større grad har benyttet anledningen til å øke driftsmarginene.

I varehandelen bidro en markert økning i driftsmarginene til å løfte prisveksten gjennom pandemien, mens bidraget i tjenestenæringene var negativt, se figur 3.H. Samtidig vet vi at det var en periode med relativt moderat økning i konsumprisene. For 2022 ser vi imidlertid få tegn til at økte driftsmarginer var en viktig driver bak oppgangen i inflasjonen. Innenfor privat tjenesteyting førte et fall i driftsmarginene isolert sett til å trekke bruttoproduktdeflatoren ned. Innenfor varehandelen var bidraget fra driftsmarginene marginalt positivt, og godt under et historisk gjennomsnitt. Veksten i bruttoproduktdeflatoren i varehandelen gjennom 2022 kan i all hovedsak forklares av en økning i lønnskostnadene per enhet verdiskaping. Nasjonalregnskapstallene tyder på at enhetskostnadene

Figur 3.H Varehandelen og privat tjenesteyting

Bidrag i prosentenheter til bruttoproduktdeflator



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

økte som følge av et markert fall i timeverksproduktiviteten og i mindre grad var et resultat av økt lønnsvekst.

Vi har her fokusert på hvordan bruttoproduktdeflatoren samlet og i ulike sektorer har blitt påvirket av endringer i driftsmarginer og lønnskostnader. Konsumprisveksten avhenger i tillegg av endringer i produktinnsatsprisene. Endringen i bruttoproduktdeflatoren har som vist vært relativt moderat sammenlignet med konsumprisveksten. Det antyder at en ikke ubetydelig del av økningen i konsumprisveksten må forklares med en økning i produktinnsatsprisene.

4. Pengepolitisk analyse

Rentebanen er høyere enn i forrige rapport. I våre modellanalyser trekkes banen hovedsakelig opp av høyere prisvekst enn vi så for oss i mars, og av at en svakere krone enn tidligere anslått gir økt importert prisvekst. Høyere økonomisk aktivitet og renter i utlandet trekker også opp. Det samme gjør høyere lønnsvekst her hjemme. Lavere petroleumsinvesteringer, samt et større fall i boliginvesteringene og konsumet bidrar isolert sett til en lavere rentebane.

4.1 Rentebanen og mål for pengepolitikken

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

Prognosen for styringsrenten er oppjustert fra forrige rapport. Renten ble hevet med 0,5 prosentenheter til 3,75 prosent på møtet 21. juni, og prognosen indikerer at den vil øke til 4,25 prosent i løpet av høsten. Ved utgangen av prognoseperioden anslås styringsrenten å være litt under 3 prosent.

Dersom de økonomiske utsiktene, risikobildet eller vurderingen av økonomiens virkemåte endrer seg, kan også renten bli en annen enn renteprognosen nå indikerer. Det er vanskeligere enn normalt å anslå inflasjon og kapasitetsutnytting fremover, og våre prognoser har blitt betydelig revidert i løpet av det siste året.

4.2 Ny informasjon og nye vurderinger

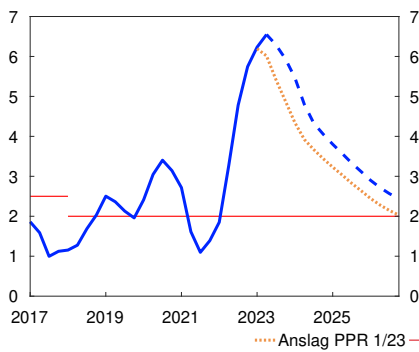
Modellteknisk tolkning av ny informasjon

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

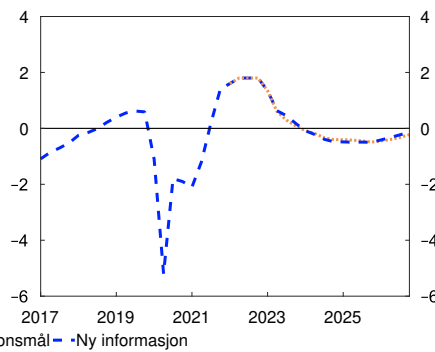
Figur 4.1 Høyere inflasjon

Anslag betinget på ny informasjon om den økonomiske utviklingen og prognosen for styringsrenten fra PPR 1/23

KPI-JAE. Firekvartalersvekst. Prosent



Anslag på produksjonsgapet. Prosent



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

rentebanen fra mars. Denne øvelsen viser hvilke prognoser modellapparatet ville gitt dersom rentebanen ikke ble endret. Her ser vi spesielt på utsiktene for kapasitetsutnyttningen og prisveksten, som er to viktige hensyn komiteen legger vekt på i utformingen av pengepolitikken.

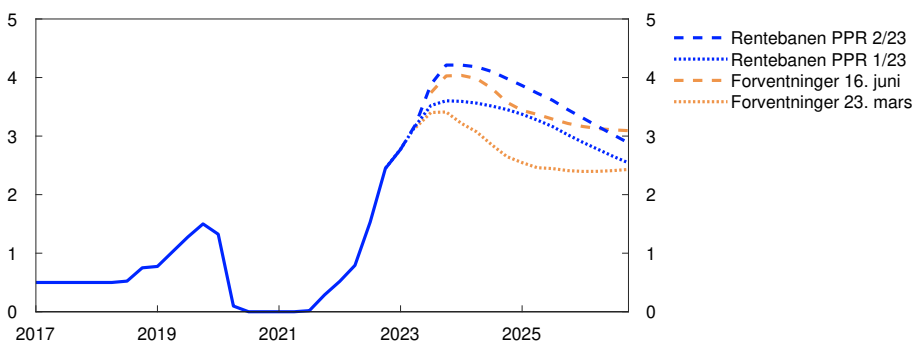
I øvelsen med uendret rentebane blir inflasjonen mye høyere enn i anslagene fra forrige rapport gjennom hele perioden, se figur 4.1. Prisveksten målt ved KPI-JAE trekkes opp av svakere krone og høyere lønnsvekst. Produksjonsgapet er om lag på samme nivå som i forrige rapport. Produksjonsgapet trekkes særlig opp av høyere eksport som følge av svakere kronkurs og noe høyere offentlig etterspørsel. Lavere investeringer trekker ned.

Markedets forventninger til styringsrenten har økt mye

Basert på markedsrenter kan man beregne markedsaktørenes forventninger til styringsrenten frem i tid. Disse styringsrenteforventningene kan

Figur 4.2 Markedets forventninger til styringsrenten har økt mye

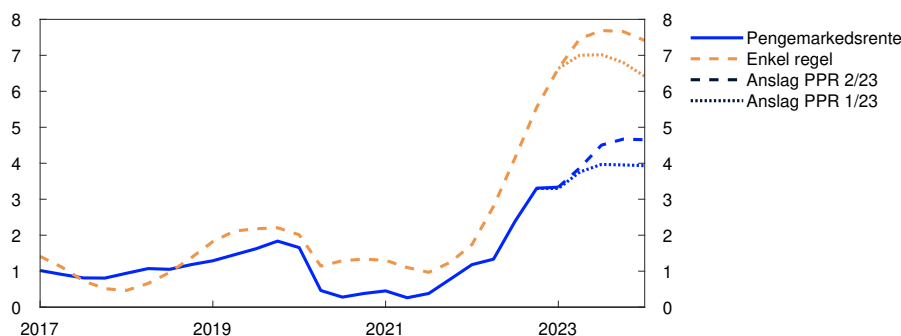
Styringsrenten. Prosent



Kilder: Refinitiv Datastream og Norges Bank

Figur 4.3 Enkel regel indikerer høyere rente

Pengemarkedsrente. Prosent



Kilder: Refinitiv Datastream og Norges Bank

si oss noe om hvordan markedsaktører har tolket ny informasjon og hvordan de tror Norges Bank vil reagere.

Markedets forventninger har økt mye siden rentemøtet i mars og indikerer nå en rentetopp på om lag 4 prosent, se figur 4.2. Styringsrente-forventningene er nå høyere enn rentebanen fra forrige rapport hele anslagsperioden. Siden forrige rapport er markedets forventninger til styringsrenten oppjustert mer enn vår rentebane. Dette må trolig ses i sammenheng med bankuroen som førte til et midlertidig fall i styringsrenteforventningene frem mot rentemøtet i mars.

En enkel regel indikerer økt styringsrente

En enkel regel for pengepolitikken viser hvordan renten historisk har reagert på endringer i produksjonsgapet og inflasjonen, se [Pengepolitisk rapport 2/22](#). Regelen er basert på data for perioden 2009–2021.

Anslaget for inflasjonen er oppjustert på kort sikt. Dette gjør at den enkle regelen nå indikerer en høyere rente de nærmeste kvartalene enn hva denne regelen gjorde i forrige rapport, se figur 4.3. Oppjusteringen er litt større enn oppjusteringen av rentebanen i denne rapporten.

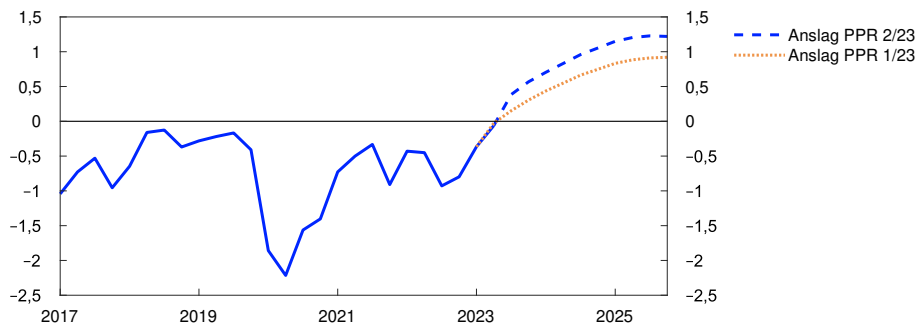
På [side 51](#) illustrerer vi avveilingen mellom inflasjon og kapasitetsutnyttning som ligger bak rentebanen. Anslagene for inflasjonsgapet fremover er nå på et historisk høyt nivå. Samtidig er det utsikter til en svakere realøkonomi.

4.3 Pengepolitisk innretning og drivkrefter bak endringene i rentebanen

Pengepolitikken påvirker økonomien både gjennom nominelle renter og realrenter. Den gjennomsnittlige boliglånsrenten har økt om lag i takt med styringsrenten, noe som reduserer husholdningenes disponible inntekt. En del husholdninger vil trolig måtte redusere konsumet. Det gjelder

Figur 4.4 Høyere anslag på realrenten

Anslag på forventet realrente i pengemarkedet. Prosent



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

spesielt de som ikke har mulighet til å trekke på oppsparte midler eller øke gjelden.

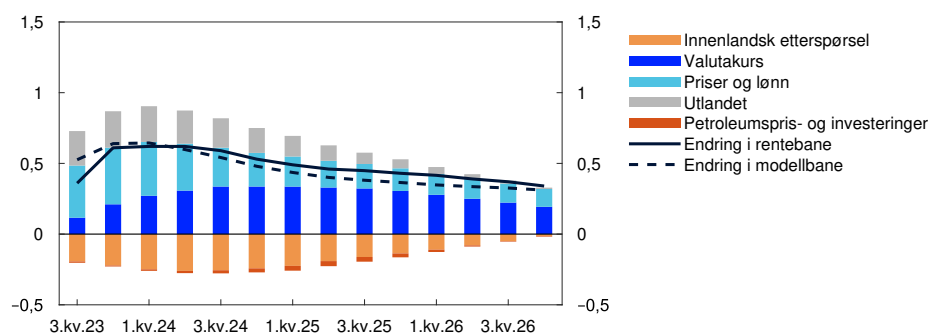
Sammenliknet med forrige rapport er prognosen for styringsrenten oppjustert om lag like mye som anslagene for prisveksten på kort sikt, men noe mer litt lenger ute i anslagsperioden. Det innebærer at vårt anslag for forventet realrente er uendret på kort sikt, men oppjustert utover i anslagsperioden, se figur 4.4. Vi anslår at realrenten vil ligge over det nøytrale nivået fra slutten av inneværende år. Det indikerer at pengepolitikken målt ved realrenten vil virke innstrammende på økonomien gjennom resten av prognoseperioden. Se ramme på [side 53](#) for en nærmere utdyping om intervallet for nøytral realrente.

Renteregnskap

Komiteens begrunnelse for rentebeslutningen og signalene om renten frem i tid kommer frem av Pengepolitiske vurderinger på [side 5–9](#) i denne rapporten. I renteregnskapet i figur 4.5 bruker vi vår hovedmodell NEMO til å dekomponere de viktigste drivkreftene bak endringene i rentebanen siden forrige rapport. Søylene viser bidrag til endring i modellbanen, og den stiplede linjen viser summen av søylene. Den heltrukne linjen viser den faktiske endringen i rentebanen.

Figur 4.5 Modellen tilsier høyere bane for styringsrenten

Akkumulerte bidrag. Prosentenheter



Kilde: Norges Bank

Styringsrentene i utlandet ventes å bli høyere enn tidligere lagt til grunn. Det bidrar isolert sett til å svekke kronekursen. Den økonomiske veksten blant våre handelspartnere har vært høyere enn tidligere lagt til grunn, men veksten fremover er ventet å bli noe svakere. Samlet trekker faktorer knyttet til *utlandet* i retning av en høyere modellbane gjennom hele prognoseperioden, se grå søyler.

Siden forrige rapport er terminprisene på både olje og gass samlet sett lite endret, mens vi har nedjustert anslagene for petroleumsinvesteringene de nærmeste årene. Samlet bidrar faktorer knyttet til *petroleumspris- og investeringer* til å trekke modellbanen litt ned, se røde søyler.

Kronekursen har vært svakere enn endringene i rentedifferansen mot utlandet og prisene på olje og gass siden forrige rapport tilsier. I modellen peker det mot en fortsatt positiv risikopremie på norske kroner. Samtidig anslår vi nå at kronekursen holder seg svakere gjennom hele anslagsperioden. Dette er ivare tatt ved å legge til grunn en svakere likevektkurs, se kapittel 2.4. En svakere krone øker prisveksten på importerte varer og bidrar til å holde aktiviteten i økonomien oppe både gjennom økt eksport og en vridning av etterspørselen mot norskproduserte varer og tjenester. Det bidrar til å holde lønnsveksten og innenlandsk inflasjon oppe. Samlet trekker faktorer knyttet til *valutakursen* modellbanen opp, se mørkeblå søyler.

Inflasjonen har vært høyere enn vi så for oss i mars, og høyere enn hva kronesvekkelsen skulle tilsi. Anslaget for lønnsveksten er også oppjustert for inneværende år. Samlet sett taler faktorer knyttet til *priser og lønn* for en høyere modellbane gjennom hele anslagsperioden, se lyseblå søyler.

Kapasitetsutnyttningen anslås å være om lag på samme nivå som vi så for oss i mars. Lavere igangsettinger og nyboligsalg enn ventet medfører et større fall i boliginvesteringene enn i forrige rapport. Et større fall i husholdningenes realinntekt enn tidligere lagt til grunn bidrar til å trekke ned konsumet. Denne effekten er ikke tilstrekkelig sterk i vår hovedmodell NEMO. Faktorer knyttet til innenlandsk etterspørsel trekker derfor mer ned enn de ville ha gjort hvis denne mekanismen var fanget bedre opp i modellen, og faktorer knyttet til priser og lønn trekker mer opp enn de ellers ville ha gjort. Boliginvesteringene og konsumet trekker i retning av en lavere rentebane. På den annen side bidrar høyere offentlig etterspørsel enn tidligere anslått isolert sett til en høyere rentebane. Samlet sett bidrar *innenlandsk etterspørsel* til en lavere modellbane gjennom store deler av anslagsperioden, se oransje søyler

Modellanalysen tilsier en høyere styringsrente enn anslått i forrige rapport gjennom hele prognoseperioden.

En illustrasjon av avveingene i pengepolitikken

Pengepolitikken skal ifølge mandatet stabilisere inflasjonen rundt målet på 2 prosent. Politikken skal være fleksibel og fremoverskuende, slik at den kan bidra til høy og stabil produksjon og sysselsetting, samt til å motvirke oppbygging av finansielle ubalanser. Hensynet til å motvirke oppbygging av finansielle ubalanser er avledet fra hensynet til høy og stabil produksjon og sysselsetting, fordi oppbygging av finansielle ubalanser øker risikoen for et kraftig tilbakeslag frem i tid.

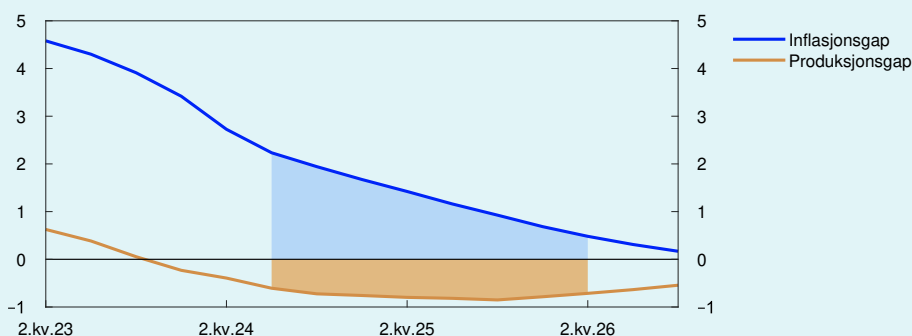
På lang sikt er det ingen motsetning mellom målet om prisstabilitet og høy og stabil produksjon og sysselsetting. På kort og mellomlang sikt derimot vil ulike forstyrrelser gjøre at sentralbanken må veie de ulike hensynene mot hverandre. Avveingen mellom lav og stabil inflasjon og høy og stabil produksjon og sysselsetting er i litteraturen gjerne representert ved en tapsfunksjon med et inflasjonsgap π_t (avviket mellom inflasjonen og inflasjonsmålet) og et produksjonsgap y_t (avviket mellom produksjonen og produksjonspotensialet). Dersom vi lar parameteren λ måle hvor stor vekt vi legger på produksjonsgapet i forhold til inflasjonsgapet, kan tapsfunksjonen se slik ut:

$$Tap_t = \pi_t^2 + \lambda y_t^2$$

Jo lengre de to gapene er fra null, desto større blir det samlede tapet. Kvadrerte tap gjør også at særlig store avvik gir relativt større tap enn små avvik. I praksis tar det tid før renteendringer påvirker inflasjonen og produksjon og sysselsetting, og en vesentlig effekt kommer gjerne ikke før etter om lag ett år. Det, sammen med mandatet som presiserer at politikken skal være fremoverskuende, tilsier at renten må settes basert på prognosene for inflasjonen og produksjonen, for eksempel på 1–3 års sikt.

Figur 4.A Inflasjons- og produksjonsgapet trekker i hver sin retning

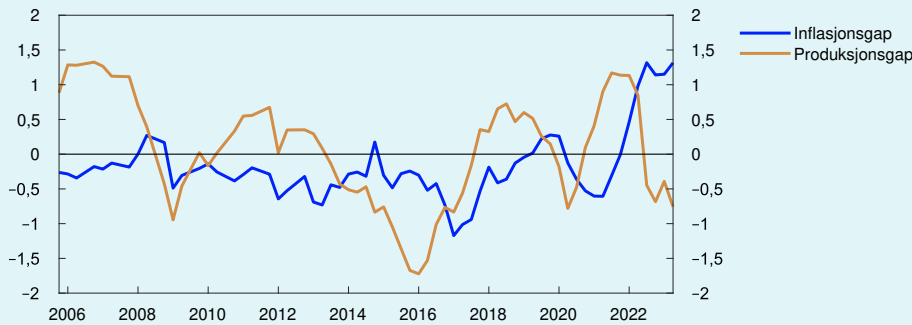
Anslag på produksjonsgapet og avviket fra inflasjonsmålet



Kilde: Norges Bank

Figur 4.B Inflasjonsgapet i anslagene er på et historisk høyt nivå

Gjennomsnittlig inflasjonsgap- og produksjonsgap. Prosentenheter



Kilde: Norges Bank

Figur 4.A viser anslagene for inflasjonsgapet målt ved KPI-JAE og produksjonsgapet i denne rapporten. De skraverete feltene viser den valgte tids horisonten. Intervallet er valgt for å kunne sammenligne størrelsen på gapene over tid, men i praksis vil hele perioden være relevant. I denne rapporten er inflasjonsgapet over null hele perioden. Produksjons- og inflasjonsgapet vil påvirkes av de forstyrrelser som økonomien utsettes for og komiteens avveininger av de ulike hensynene i pengepolitikken. Et positivt inflasjonsgap vil indikere at en høyere rente er nødvendig for å få inflasjonsgapet mot null. Samtidig er produksjonsgapet i den valgte horisonten negativt, noe som isolert sett trekker i retning av en lavere rente.

Figur 4.B viser de gjennomsnittlige anslagene for produksjonsgapet (i oransje) og inflasjonsgapet (i blått) 5–12 kvartaler frem for ulike rapporter tilbake til 2005. Siden rentesettingen påvirker de to gapene i samme retning vil man normalt kunne oppnådd en bedre måloppnåelse dersom de to gapene har samme fortegn. Historisk sett har imidlertid anslagene på de to gapene i enkelte perioder hatt samme fortegn. Det indikerer at renten i perioder har vært satt ut fra andre hensyn enn hva anslagene på inflasjonsgapet og produksjonsgapet isolert sett kunne tilsi. Det kan være hensyn til å motvirke oppbyggingen av finansielle ubalanser eller usikkerhet om rentens virkning. En annen grunn er at vi anser kostnadene ved et negativt produksjonsgap for å være større enn kostnadene ved et tilsvarende positivt produksjonsgap, slik at man ikke nødvendigvis aktivt søker å lukke et positivt produksjonsgap. Vekten man har lagt på produksjonsgapet relativt til inflasjonsgapet kan også ha endret seg over tid, slik at det relative forholdet mellom gapene heller ikke nødvendigvis skal være konstant. Se ramme side 44 i [Norges Banks håndbok i pengepolitikk](#) for hvordan gapene kan vektet sammen for å gi en samlet indikator på avveiningene.

Endepunktet på linjene lengst til høyre i figuren representerer de gjennomsnittlige gapene som er illustrert i figur 4.A. Anslagene på inflasjonsgapet i den valgte horisonten er nå på et historisk høyt nivå. Samtidig er det utsikter til en svakere realøkonomi, og anslagene indikerer et negativt produksjonsgap.

De siste to årene har rentene økt kraftig både i Norge og andre land fra historisk lave nivåer. Samtidig har økningen i inflasjonen gjort at realrenten, som måler renten fratrukket forventet inflasjon, har holdt seg lav. Som en hjelp til å vurdere innretningen av pengepolitikken, beregner vi den nøytrale realrenten (r^*). Det er den realrenten som er forenlig med produksjon lik potensiell produksjon og inflasjon på målet på mellomlang sikt. Når den faktiske realrenten er høyere (lavere) enn den nøytrale realrenten, kan det indikere at pengepolitikken er kontraktiv (ekspansiv).

Den nøytrale realrenten er ikke observerbar og må derfor beregnes. Våre analyser legger til grunn at den nøytrale realrenten i hovedsak bestemmes av andre forhold enn pengepolitikken. Som følge av kapitalmobilitet på tvers av landegrenser er det rimelig å anta at r^* i Norge er nært knyttet til den globale r^* . I marsrapporten la vi til grunn at r^* lå i den øvre delen av intervallet mellom -0,5 og 0,5 prosent.

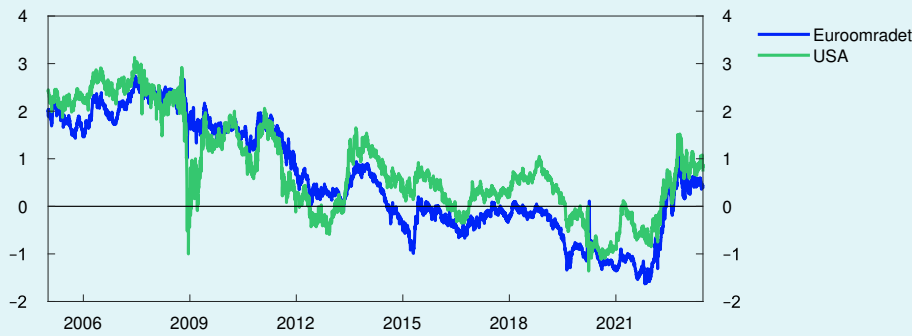
Beregninger av den nøytrale realrenten gjøres jevnlig innen akademia og i sentralbanker i mange land. På grunn av de store forstyrrelsene i verdensøkonomien de siste årene og metodeusikkerhet i beregningene, er anslagene for r^* svært usikre. Anslag for den nøytrale realrenten har falt over tid både i Norge og i mange andre land. I aprilrapporten av World Economic Outlook, konkluderer Det internasjonale valutafondet (IMF) med at r^* trolig vil holde seg lav også fremover, rundt null.¹ Det skyldes at de viktigste drivkreftene bak r^* – lavere produktivitetsvekst og en aldrende befolkning – trekker i retning av høy sparing i forhold til investeringer. Forhold som kan trekke i retning av en høyere r^* er høye budsjettunderskudd, økt nivå på statsgjeld og varig økte risikopremier. Omstilling til en lavutslippsøkonomi kan også få konsekvenser for r^* . Fortegnet på en eventuell endring avhenger av om de samlede investeringene i økonomien øker eller faller i forhold til sparingen. Vi kan få en høyere r^* dersom vi får et kraftig løft i investeringer knyttet til klimaomstillingen. Den nøytrale realrenten kan derimot falle dersom økte karbonavgifter eller andre innstrammende tiltak fører til et kraftig fall i investeringene på grunn av lavere kapitalavkastning. Et mer fragmentert internasjonalt finansmarked og mindre internasjonal handel kan bidra til større forskjeller i r^* mellom land. Det skyldes at realrenten i større grad vil reflektere sparing og investering i det enkelte land.

For å vurdere den nøytrale realrenten ser vi både på markeds- og modellbaserte mål. Implisitte femårsrenter om fem år brukes ofte som et mål på hva markedsaktørene forventer at kortsiktige renter vil være på mellomlang sikt, når effekten av økonomiske forstyrrelser er uttømt. Implisitte femårsrenter i Norge har i stor grad fulgt renter hos handelspartnerne over tid. Justert for markedsbaserte mål for inflasjonsforventninger kan slike renter danne utgangspunkt for et markedsbasert mål på r^* .

¹ Se kapittel 2 i [Det internasjonale valutafondet \(2023\): «World Economic Outlook», april](#).

Figur 4.C Økt forventet realrente fra markedsaktørene

Prosent



Kilder: Bloomberg og Refinitiv Datastream

Siden vi ikke har markedsbaserte mål for forventet inflasjon i Norge, ser vi først på realrentene i USA og euroområdet, se figur 4.C.

Gjennom 2022 økte det markedsbaserte målet på forventede realrenter markert både i USA og i euroområdet. I 2023 har forventet realrente vært rundt 0,5 prosent i euroområdet og 0,9 prosent i USA. I Norge har den nominelle femårsrenten om fem år vært rundt 3–3,5 prosent hittil i år. Hvis vi legger til grunn at markedsaktørenes forventninger til inflasjonen er nær inflasjonsmålet, tilsier det en forventet realrente på rundt 1–1,5 prosent hos oss.

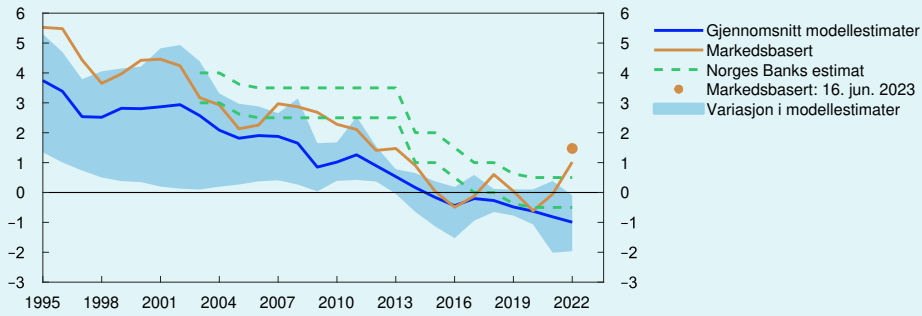
Som et alternativ til markedsbaserte mål, kan r^* anslås ved hjelp av økonomiske modeller hvor man forsøker å estimere r^* som den realrenten som er forenlig med en balansert utvikling i økonomien i fravær av økonomiske forstyrrelser. Vi benytter en rekke ulike modeller for å estimere r^* .² Enkelte av modellene er tidsseriemodeller, mens andre modeller i større grad pålegger sammenhenger mellom variablene basert på økonomisk teori. Modellene er estimert på data frem til og med 2022. Alle modellene i modellporteføljen tilsier at den nøytrale realrenten har falt de siste tiårene. Gjennomsnittet av modellestimatene falt fra 3,5 prosent i 1995 til -1 prosent i 2022. Lavere estimater på langsiktig vekst i norsk økonomi bidrar til dette.

Usikkerheten rundt modellestimatene for nøytral realrente er stor, og estimatene avhenger av modellspesifikasjoner. Markedsbaserte mål kan være påvirket av terminpremier og inflasjonsrisiko som kan være vanskelig å anslå, og markedsaktørene kan ta feil om r^* . Det siste året kan endringer i sentralbankenes aktivkjøpsprogrammer ha medført en oppgang i terminpremier på langsiktige renter som gjør at forventede realrenter kan være lavere enn de markedsbaserte målene tilsier. Vi gjør derfor en skjønsmessig vurdering av de ulike målene. Figur 4.D oppsummerer estimatene fra vår modellportefølje vist sammen med det markedsbaserte målet, hvor vi som nevnt legger til grunn at inflasjons-

² Se Meyer, S. S., Ulvedal, P. B. og Erik, S. Wasberg (2022): «[Den nøytrale realrenten. Et oppdatert syn på \$r^*\$](#) », Norges Bank Staff Memo 7/2022.

Figur 4.D Estimater på nøytral realrente

Prosent



Kilder: Refinitiv Datastream og Norges Bank

forventningene ligger på inflasjonsmålet. I figuren har vi også tatt med Norges Banks estimat på r^* gjennom tidene. Det siste året har forskjellen mellom det markedsbaserte og modellbaserte målet økt. Samlet gir ikke disse analysene grunn til å endre vurderingene av den nøytrale realrenten fra marsrapporten.³

³ Se ramme i kapittel 4 i [Pengepolitiske rapport 2/2022](#) for mer informasjon om vurderingene som lå bak dette intervallet.

Vedlegg

Tabeller med detaljerte anslag



TABELL 1 Internasjonale anslag

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

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

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

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

⁴ Målt i utenlandsk valuta. Inkludert vridningseffekter og fraktrater.

Kilder: Refinitiv Datastream og Norges Bank

TABELL 2a Konsumpriser. Tolvmånedersvekst. Prosent

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

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

TABELL 2b Boligpriser. Månedsvkst. Sesongjustert. Prosent

	2023						
	mar	apr	mai	jun	jul	aug	sep
Faktisk	0,5	0,8	0,0				
Anslag PPR 1/23	0,0	-0,4	-0,4	-0,4			
Anslag PPR 2/23				0,0	0,0	-0,1	-0,2

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

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

	2023						
	mar	apr	mai	jun	jul	aug	sep
Faktisk	1,7	1,8	1,8				
Anslag PPR 1/23	1,7	1,8	1,8	1,8			
Anslag PPR 2/23				1,8	1,9	1,9	2,0

Kilder: NAV og Norges Bank

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

	2023						
	mar	apr	mai	jun	jul	aug	sep
Faktisk	0,2	-0,4					
Anslag PPR 1/23	0,1	0,1	0,1	0,1			
Anslag PPR 2/23			0,4	0,3	0,0	-0,1	-0,1

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

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

	2022	2023		
	Q4	Q1	Q2	Q3
Faktisk	0,5	0,1		
Anslag PPR 1/23		-0,1	0,1	0,0
Anslag PPR 2/23			0,1	0,2

¹ Kvartalstall er beregnet fra månedlig nasjonalregnskap.

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

TABELL 3 Anslag på makroøkonomiske hovedstørrelser

Endring i anslag fra Pengepolitisk rapport 1/23 i parentes	Prosentvis endring fra foregående år (der annet ikke fremgår)					
	Mrd.kr. 2022	2022	Anslag			
			2023	2024	2025	2026
Priser og lønninger						
KPI		5,8	6,0 (1,1)	3,9 (0,6)	2,9 (0,3)	2,4 (0,3)
KPI-JAE		3,9	6,3 (0,7)	4,6 (0,8)	3,3 (0,4)	2,4 (0,2)
Årslønn		4,3	5,5 (0,4)	4,7 (0,3)	4,3 (0,3)	3,7 (0,3)
Realøkonomi¹						
Bruttonasjonalprodukt (BNP)	5 542	3,2	1,3 (-0,1)	0,5 (-0,1)	1,1 (0,2)	1,0 (0,1)
BNP for Fastlands-Norge ²	3 558	3,7	1,2 (0,1)	0,2 (-0,3)	0,9 (-0,2)	1,4 (0,1)
Produksjonsgap for Fastlands-Norge (nivå)		1,8	0,6 (0,0)	-0,5 (-0,2)	-0,8 (-0,4)	-0,7 (-0,4)
Sysselsetting, personer, KNR		3,9	1,2 (0,3)	-0,2 (-0,1)	0,2 (-0,1)	0,6 (0,1)
Registrert ledighet (rate, nivå)		1,8	1,9 (0,0)	2,3 (0,1)	2,4 (0,1)	2,4 (0,1)
Etterspørsel¹						
Etterspørsel fra Fastlands-Norge ²	3 762	4,9	-0,6 (-0,4)	0,3 (-0,9)	1,8 (-0,1)	1,9 (0,1)
– Husholdningenes konsum	1 806	6,9	-1,6 (-0,5)	0,1 (-1,6)	2,1 (0,0)	2,6 (0,5)
– Foretaksinvesteringer	449	14,5	2,7 (0,9)	-0,4 (-0,5)	2,2 (-0,7)	1,3 (-0,1)
– Boliginvesteringer	232	-1,4	-10,7 (-6,7)	-2,1 (-2,6)	2,8 (-0,8)	3,8 (-0,9)
– Offentlig etterspørsel	1 275	0,3	1,6 (0,5)	1,1 (0,1)	1,1 (0,0)	0,8 (-0,2)
Petroleumsinvesteringer ²	176	-6,5	5,0 (-1,0)	3,0 (-1,0)	2,0 (0,0)	0,5 (2,5)
Eksport fra Fastlands-Norge ²	934	8,4	6,1 (1,9)	2,4 (0,7)	3,1 (-0,1)	3,2 (-0,2)
Import	1 516	9,1	3,1 (1,2)	0,6 (-1,6)	3,8 (-0,1)	2,1 (0,1)
Boligpriser og gjeld						
Boligpriser		4,9	0,3 (3,2)	0,6 (0,6)	3,5 (-0,6)	4,9 (-0,5)
Kreditt til husholdningene (K2)		4,5	4,0 (0,3)	3,4 (0,2)	3,0 (0,0)	2,8 (0,0)
Renter, valutakurs og oljepris						
Styrringsrente (nivå)		1,3	3,5 (0,2)	4,1 (0,6)	3,7 (0,5)	3,1 (0,4)
Importveid valutakurs (I-44) (nivå)		110	119,4 (2,0)	118,1 (3,8)	116,6 (4,3)	116,2 (4,2)
Styrringsrente hos handelspartnere (nivå)		0,7	3,8 (0,4)	4,0 (1,0)	3,2 (0,5)	2,8 (0,2)
Oljepris Brent Blend. USD per fat		101	78,0 (2,2)	73,4 (2,0)	71,0 (1,6)	69,2 (1,2)
Husholdningenes inntekt og sparing¹						
Disponibel realinntekt utenom aksjeutbytte		2,6	-2,4 (-0,5)	0,9 (-1,2)	2,3 (-0,3)	2,8 (-0,1)
Sparing utenom aksjeutbytte (rate, nivå)		0,2	-0,6 (0,2)	0,9 (0,8)	1,0 (0,4)	1,4 (0,0)
Finanspolitikken						
Strukturelt, oljekorrigert underskudd som andel av SPU ³		2,7	3,0 (0,2)	2,6 (0,1)	2,6 (0,2)	2,5 (0,1)
Strukturelt, oljekorrigert underskudd som andel av trend-BNP		9,5	10,1 (0,5)	10,1 (0,4)	10,1 (0,7)	10,0 (0,4)

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

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



Norges Bank
Pengepolitisk rapport 2-2023 juni

Design: TRY

Layout: Aksell AS

ISSN 1894-0234 (online)