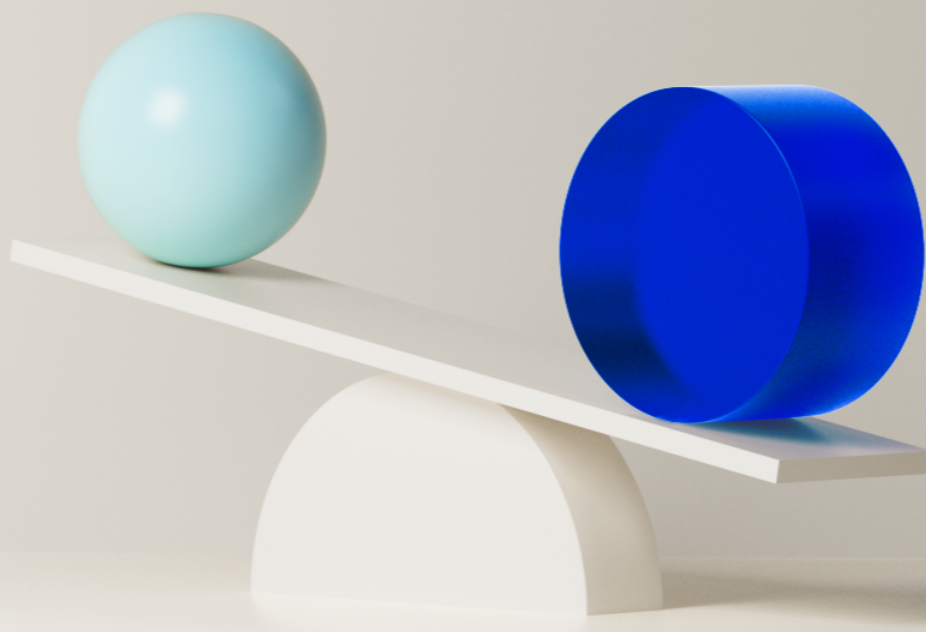


Pengepolitisk rapport

4 | 2024

Desember



Innhold

	Pengepolitiske vurderinger	5
1.	Internasjonal økonomi	10
2.	Finansielle forhold	17
3.	Norsk økonomi	21
3.1	Produksjon og etterspørsel	21
3.2	Arbeidsmarkedet	28
3.3	Priser og lønninger	33
	- Den underliggende produktivitetsveksten	41
	- Økte investeringer i kraftsektoren	45
4.	Pengepolitisk analyse	48
4.1	Rentebanen og mål for pengepolitikken	48
4.2	Ny informasjon og nye vurderinger	48
4.3	Pengepolitisk innretning og drivkrefter bak endringene i rentebanen	51
	Vedlegg	54

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

Ansvarlig redaktør: Ida Wolden Bache

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



Pengepolitikken i Norge

Mål

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

Beslutningsprosess

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

Rapportering

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

Beslutningsprosessen for *Pengepolitisk rapport 4/2024*

På møtene 3., 10. og 12. desember 2024 drøftet komiteen de økonomiske utsiktene og innretningen av pengepolitikken. På grunnlag av drøftingene og en anbefaling fra bankens administrasjon fattet komiteen på møtet 18. desember vedtak om styringsrenten.

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

Norges Banks pengepolitiske strategi

Mandat og avveielinger

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

Lav og stabil inflasjon

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

Høy produksjon og sysselsetting

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

Motvirke oppbygging av finansielle ubalanser

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

Reaksjonsmønster

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

Pengepolitiske vurderinger

Norges Banks komité for pengepolitikk og finansiell stabilitet besluttet på møtet 18. desember å holde styringsrenten uendret på 4,5 prosent. Slik komiteen nå vurderer utsiktene, vil styringsrenten mest sannsynlig settes ned i mars neste år.

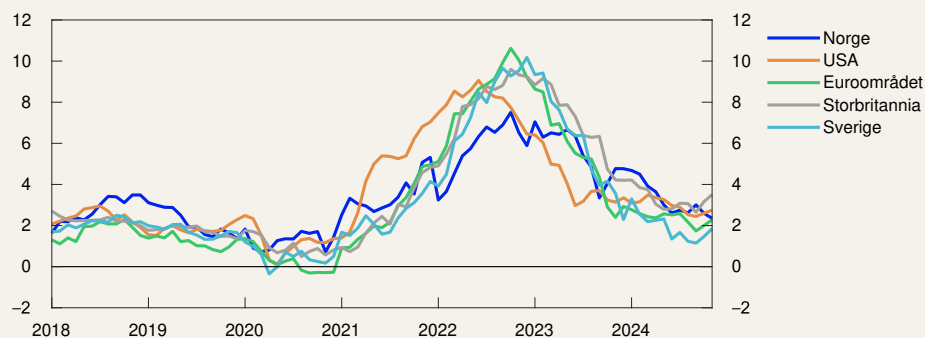
Prisveksten ute har avtatt mye siden toppen

Konsumprisveksten hos våre viktigste handelspartnere har falt mye siden toppen i 2022 og har nærmet seg inflasjonsmålene. Den underliggende prisveksten har også avtatt mye, men er noe høyere enn den samlede konsumprisveksten. Den økonomiske veksten i USA har vært høy både i 2023 og 2024. Neste år venter vi at veksten vil avta, men mer ekspansiv finanspolitikk vil bidra til å holde veksten oppe. I euroområdet har den økonomiske veksten tatt seg noe opp i år etter nær nullvekst gjennom fjoråret. Usikkerhet om handelspolitikken fremover vil trolig dempe veksten, men den er likevel ventet å tilta litt fremover. For handelspartnerne samlet sett venter vi at den økonomiske veksten tar seg noe opp neste år.

I lys av lavere prisvekst begynte sentralbankene hos våre viktigste handelspartnere å sette ned styringsrentene tidligere i år. For handelspartnerne samlet sett er styringsrenteforventningene litt høyere enn i september. Markedsaktørene venter færre rentekutt fra sentralbanken i

Figur A Prisveksten har avtatt mye

Konsumpriser. Tolv månedersvekst. Prosent



Kilder: LSEG Datastream og Statistisk sentralbyrå

Figur B Kronekursen om lag som ved forrige rapport

Importveid valutakursindeks, I-44



Kilde: Norges Bank

USA fremover, mens det ventes at den europeiske sentralbanken vil sette ned renten litt raskere.

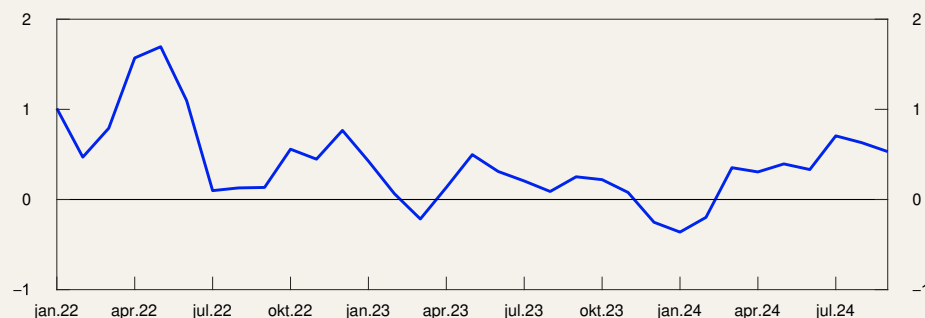
Her hjemme har styringsrenteforventningene steget siden september, og markedsprisingen indikerer at styringsrenten vil settes ned i løpet av første kvartal neste år. Kronekursen er om lag som ved forrige rapport, som anslått. Påslaget i det norske pengemarkedet har falt, og vi venter at det vil holde seg lavere fremover enn tidligere lagt til grunn. Oljeprisen er lite endret siden september, mens gassprisen har steget.

Høyere vekst i norsk økonomi

Veksten i fastlandsøkonomien var lav i fjor, men gjennom 2024 har den tatt seg litt opp. I tredje kvartal i år var veksten i fastlandsøkonomien høyere enn anslått. Høy vekst i offentlig etterspørsel har bidratt til å holde den økonomiske aktiviteten oppe, mens et kraftig fall i boliginvesteringene har dempet aktiviteten. Husholdningenes konsum økte i tredje kvartal. Salget av nye boliger har tatt seg litt videre opp de siste månedene, men det er fortsatt svært lavt, og det vil trolig ta tid før boliginvesteringene igjen begynner å øke. Bruktboligprisene har steget videre siden forrige rapport.

Figur C Veksten i norsk økonomi har tatt seg litt opp

BNP for Fastlands-Norge. Glidende tremånedersvekst. Prosent



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Bedriftene i vårt regionale nettverk venter at veksten i aktiviteten samlet sett vil tilta litt gjennom vinteren. Det er fortsatt store forskjeller mellom næringene, med høy vekst i aktiviteten blant oljeleverandørene og fallende aktivitet i byggenæringen.

Kapasitetsutnyttningen i norsk økonomi ser samlet sett ut til å ha vært nær et normalt nivå siden starten av 2024. Den registrerte arbeidsledigheten har endret seg lite siden forrige rapport og var 2,1 prosent i november, som anslått. Ifølge Arbeidskraftundersøkelsen har ledigheten holdt seg stabil rundt 4 prosent siden mars i år. Sysselsettingen økte litt i tredje kvartal, i tråd med anslagene i forrige rapport. Det er fortsatt mange ledige stillinger, og bedriftene i vårt regionale nettverk venter moderat vekst i sysselsettingen de neste månedene.

Vi venter at veksten i norsk økonomi blir noe lavere det neste halvåret enn den var i tredje kvartal. God vekst i kjøpekraften er ventet å løfte konsumet, og sammen med høy offentlig etterspørsel vil det bidra til økt økonomisk aktivitet. Lave boliginvesteringer vil trolig dempe aktiviteten også neste år. Vi venter at aktivitetsnivået i fastlandsøkonomien i 2025 blir høyere enn anslått i forrige rapport, blant annet som følge av mer ekspansiv finanspolitikk, høyere konsum i husholdningene og høyere petroleumsinvesteringer enn tidligere lagt til grunn.

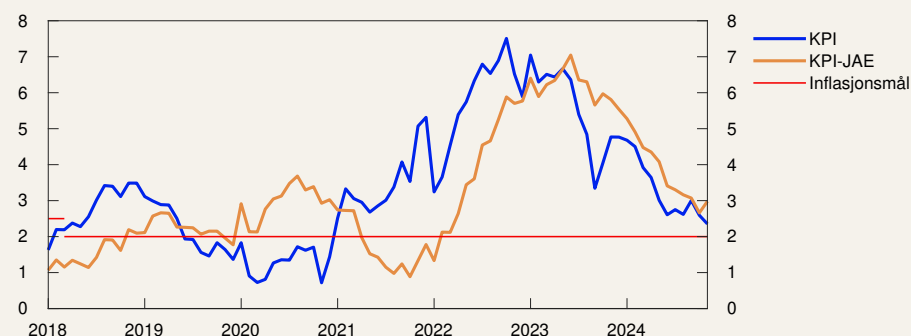
Videre nedgang i prisveksten

Prisveksten har avtatt videre siden forrige rapport. Tolv månedersveksten i konsumprisindeksen (KPI) falt til 2,4 prosent i november. Veksten i KPI justert for avgiftsendringer og uten energivarer (KPI-JAE) økte til 3,0 prosent, som anslått. Gjennomsnittet av andre indikatorer for underliggende inflasjon økte også i november, til om lag 3 prosent.

Høy prisvekst, et stramt arbeidsmarked og god lønnsomhet i deler av næringslivet har bidratt til at lønnsveksten har tatt seg opp de siste årene, og vi venter en lønnsvekst på 5,2 prosent i år. Neste år anslår vi at lønnsveksten avtar til 4,2 prosent, som er litt under anslaget fra forrige rapport. Anslaget er litt høyere enn lønnsforventningene til partene i arbeidslivet, slik de måles i Norges Banks forventningsundersøkelse,

Figur D Prisveksten har avtatt videre

KPI og KPI-JAE. Tolv månedersvekst. Prosent



Kilde: Statistisk sentralbyrå

og noe lavere enn lønnsforventningene til bedriftene i vårt regionale nettverk.

Høy vekst i bedriftenes lønnskostnader vil trolig bidra til å holde prisveksten på innenlandske varer og tjenester oppe også neste år. Prisveksten på konsumvarer vi importerer fra utlandet har avtatt mye, og vi venter at den vil holde seg lav inn i neste år. Samlet anslår vi at den underliggende prisveksten vil endre seg lite de nærmeste kvartalene.

Forventningsundersøkelsen indikerer at de langsiktige forventningene til prisveksten endret seg lite i fjerde kvartal og at de fortsatt ligger noe over inflasjonsmålet på 2 prosent.

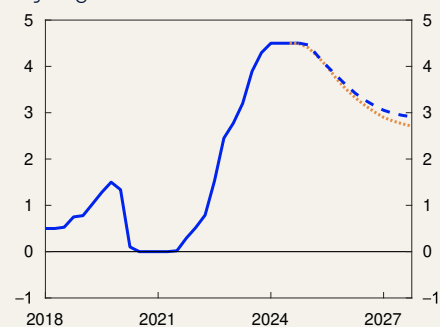
Renten uendret på 4,5 prosent

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

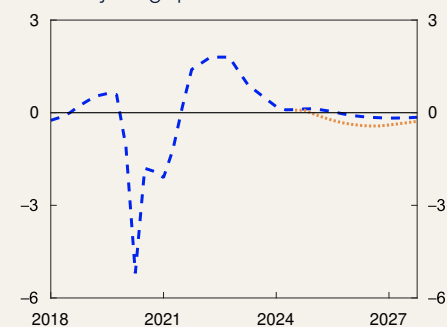
De siste årene har vi hevet styringsrenten mye for å få bukt med den høye prisveksten. Siden desember i fjor har renten ligget på 4,5 prosent. Renten har bidratt til å kjøle ned norsk økonomi og til å dempe prisveksten. Arbeidsledigheten har økt noe fra et lavt nivå. Prisveksten har falt mye fra toppen,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

Figur E Tiden snart inne for å begynne å sette ned renten

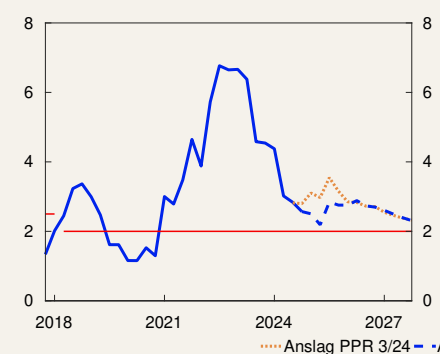
Styringsrente. Prosent



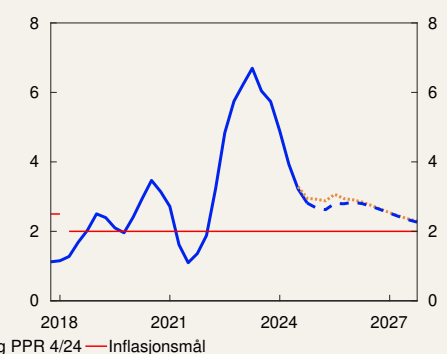
Produksjonsgap. Prosent



KPI. Firekvartalersvekst. Prosent



KPI-JAE. Firekvartalersvekst. Prosent



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Komiteens vurdering er at det fortsatt er behov for en innstrammende pengepolitikk for å stabilisere prisveksten rundt målet, men at tiden snart er inne for å begynne å sette renten ned. I diskusjonen var komiteen opptatt av at aktiviteten i norsk økonomi ser ut til å holde seg bedre oppe enn tidligere anslått. På den annen side har prisveksten nærmet seg målet, og inflasjonspresset ser ut til å ha vært litt svakere enn tidligere lagt til grunn. Komiteen ønsker ikke å bremse aktiviteten i økonomien mer enn det som er nødvendig for at prisveksten skal komme ned til målet innen rimelig tid.

Prognosen i denne rapporten indikerer en styringsrente som settes gradvis ned fra første kvartal 2025. Sammenliknet med forrige rapport er prognosen for styringsrenten lite endret, men den indikerer noe mindre nedgang i renten i årene fremover. Arbeidsledigheten vil trolig øke litt, men litt mindre enn anslått i forrige rapport. Inflasjonen anslås å være i overkant av 2 prosent i slutten av 2027.

Det er stor usikkerhet om utsiktene både globalt og for norsk økonomi. Komiteen var opptatt av risikoen for mer omfattende handelshindringer internasjonalt. Økte tollsatser vil trolig dempe veksten globalt, men konsekvensene for prisutsiktene her hjemme er usikre. Komiteen var også opptatt av at prisveksten det siste året har avtatt raskere enn ventet. Dersom det blir utsikter til at prisveksten blir lavere enn vi nå anslår eller arbeidsledigheten øker mer, kan renten settes raskere ned enn vi nå ser for oss. På den annen side kan lønns- og prisveksten holde seg oppe lenger enn anslått, for eksempel dersom kronen skulle svekke seg eller kapasitetsutnyttingen øke. Da kan det bli behov for en høyere rente enn vi nå ser for oss.

Komiteen besluttet enstemmig å holde styringsrenten uendret på 4,5 prosent. Slik komiteen nå vurderer utsiktene, vil styringsrenten mest sannsynlig settes ned i mars neste år.

Ida Wolden Bache
Pål Longva
Øystein Børsum
Ingvild Almås
Steinar Holden

18. desember 2024

1. Internasjonal økonomi

Konsumprisveksten hos våre viktigste handelspartnere har falt mye siden toppen i 2022 og har nærmet seg inflasjonsmålene. Underliggende prisvekst er høyere, men vi anslår at den vil avta videre de neste månedene. Markedsaktørene venter at sentralbanken i USA setter renten mindre ned, mens de venter at sentralbanken i euroområdet vil sette ned renten litt raskere enn de ventet i september.

Veksten ute ventes å ta seg opp

Økt reallønn og lavere styringsrenter har bidratt til at veksten hos handelspartnerne har holdt seg oppe gjennom året. BNP-veksten hos handelspartnerne steg litt fra andre til tredje kvartal, og var samlet sett litt høyere enn anslått i septemberrapporten.

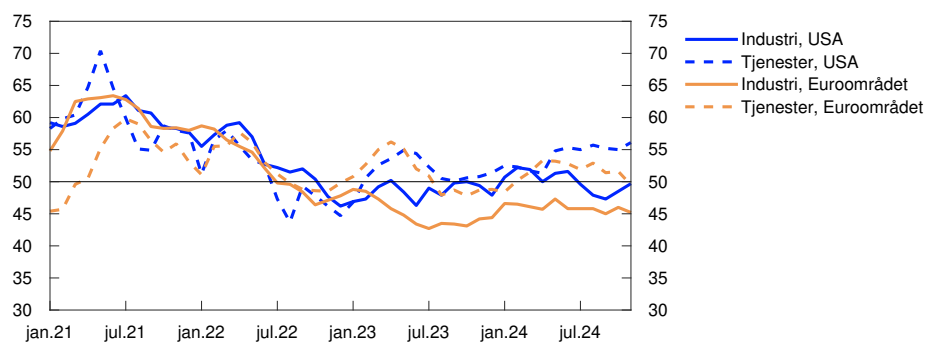
Arbeidsledigheten holder seg lav i euroområdet, mens den i USA er litt høyere enn ved starten av 2024. Samlet sett er kapasitetsutnyttingen hos våre viktigste handelspartnere trolig litt under et normalt nivå.

Utviklingen i rammebetingelsene for global handel er usikker. Det er sannsynlig at toll på handel mellom land vil øke, men det er uvisst hvor store økningene blir og når de trer i kraft. Forventninger om proteksjonistiske tiltak kan i seg selv føre til lavere investeringer og ramme sektorer og land som ikke omfattes direkte av økte tollsatser. Anslagene i denne rapporten er forenlig med at det innføres nye proteksjonistiske tiltak som demper veksten i internasjonal handel de nærmeste årene.

I Europa har aktiviteten tatt seg litt opp fra i fjor, men veksten er fortsatt lav. Aktivitetsindikatorer for tjenestesektoren har falt, og de holder seg lave i industrien, se figur 1.1. Utviklingen er særlig svak i industrisektoren i Tyskland og Frankrike. Handelspolitisk usikkerhet, finanspolitisk innstramming i euroområdet og økte energipriser vil trolig dempe aktiviteten i Europa fremover. På den annen side vil økt reallønn og lavere renter løfte aktiviteten. Økte forsvars- og energiinvesteringer vil trolig også bidra til økt BNP-vekst de nærmeste årene. I Storbritannia vil ekspansiv finanspolitikk bidra til å øke veksten neste år. Samlet sett venter vi at den

Figur 1.1 Aktivitetsindikatorer i Europa er lave

PMI. Industri og tjenester



Kilde: LSEG Datastream

økonomiske veksten hos våre europeiske handelspartnere øker de nærmeste årene.

I Kina kan forventninger om økt toll på kinesiske varer løfte eksporten på helt kort sikt, men økte tollsatser vil trolig dempe aktiviteten fremover. En svak utvikling i eiendomsmarkedet vil trolig dempe den økonomiske aktiviteten de neste kvartalene. Kinesiske myndigheter har allerede annonsert enkelte tiltak for å støtte opp om BNP-veksten, og videre fremover vil det trolig komme flere økonomiske tiltakspakker. Imidlertid vil en synkende arbeidsstyrke og høy gjeld blant lokale myndigheter og stats-eide selskaper trolig bidra til at veksten avtar fremover.

Økte aksjeindekser og boligpriser har støttet opp om formuesutviklingen til amerikanske husholdninger. Sammen med god inntektsvekst, har det bidratt til å holde forbruket og den økonomiske veksten godt oppe. En mer ekspansiv finanspolitikk og lavere renter kan bidra til å løfte veksten fremover, mens økte tollsatser kan dempe veksten noe. I tillegg kan lavere innvandring gi svakere vekst i arbeidstilbudet og bidra til å dempe BNP-veksten. Samlet sett venter vi at den økonomiske veksten i USA vil avta fremover.

Vi anslår at BNP-veksten hos handelspartnerne tar seg opp fra i år til neste år og deretter stabiliseres på noe under 2 prosent årlig vekst ut prognoseperioden, se tabell 1 i vedlegget. Anslagene er samlet sett lite endret fra forrige rapport. Kapasitetsutnyttningen for handelspartnerne samlet vil trolig holde seg litt under et normalt nivå de neste årene.

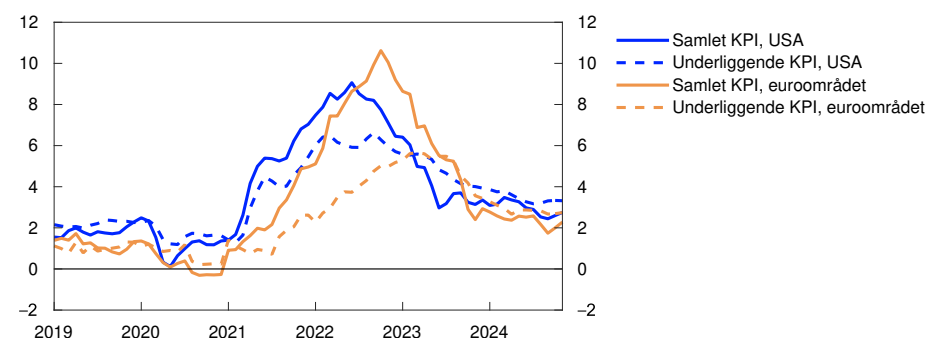
Vekstanslaget for 2025 for handelspartnerne samlet er på linje med de siste anslagene fra Consensus Forecasts, men litt lavere enn desemberanslaget fra OECDs Economic Outlook.

Underliggende konsumprisvekst ventes å avta videre

Konsumprisveksten hos våre handelspartnere har falt mye siden toppen, men nedgangen ser ut til å ha bremsset hos flere handelspartnere de siste

Figur 1.2 Nedgangen i konsumprisveksten har bremsset

Konsumpriser. Tolv månedersvekst. Prosent



Kilde: LSEG Datastream

månedene. Den underliggende konsumprisveksten er fremdeles noe høyere enn den samlede konsumprisveksten, se figur 1.2.

Tjenestepreisveksten er fortsatt på rundt 4 prosent i både USA og Europa, se figur 1.3. Det har trolig sammenheng med stramme arbeidsmarked og høy lønnsvekst i flere av landene. I USA bidrar i tillegg vekst i husleier til tjenestepreisveksten. Vareprisveksten er svært lav i Europa og negativ i USA.

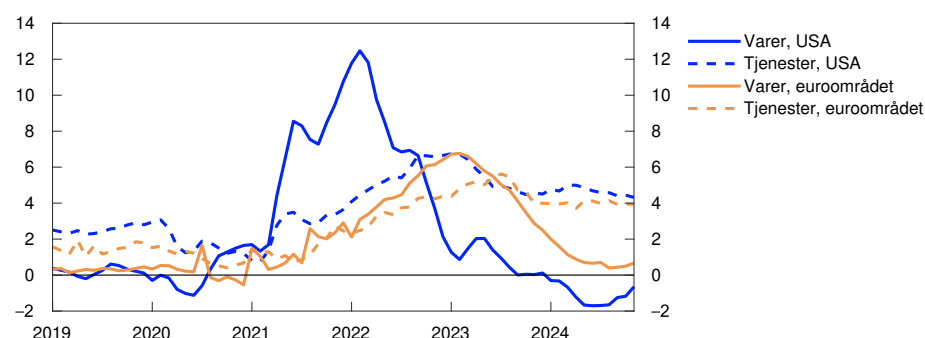
I USA er kortsiktige markedsbaserte inflasjonsforventninger høyere enn de var i september. De langsiktige markedsbaserte inflasjonsforventningene er nær inflasjonsmålene i både euroområdet og USA. Nedgangen i lønnsveksten hos handelspartnerne vil trolig fortsette neste år. Vi anslår at den underliggende prisveksten for våre fire viktigste handelspartnere samlet avtar gradvis fra 3 prosent i år til litt over 2 prosent i 2027. Anslagene for prisveksten i 2025 og 2026 er litt høyere enn i september-rapporten.

Økte styringsrenteforventninger i USA

Sentralbankene i USA, euroområdet, Storbritannia og Sverige har satt ned styringsrentene siden forrige rapport. I USA, Sverige og Storbritannia

Figur 1.3 Tjenestepreisveksten holder seg høy

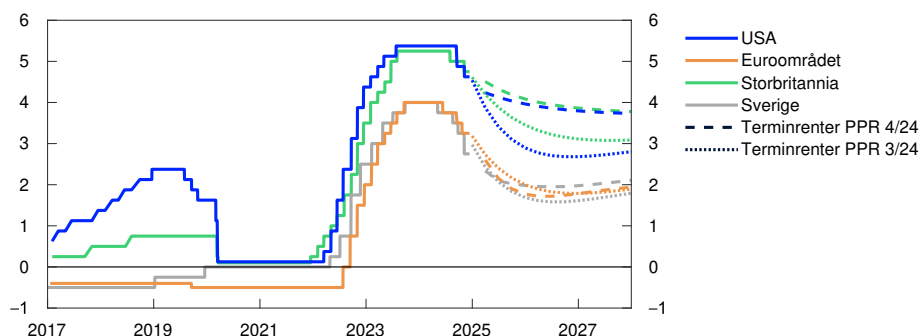
Konsumpriser. Tjenester og varer utenom mat og energi. Tolv månedersvekst. Prosent



Kilder: LSEG Datastream og Norges Bank

Figur 1.4 Styringsrenteforventningene i USA har steget

Styringsrenter og beregnede terminrenter. Prosent



Kilder: Bloomberg, LSEG Datastream og Norges Bank

er det ventet at sentralbankene vil sette styringsrentene ytterligere noe ned, men markedsaktørene venter færre rentekutt enn de gjorde i september, se figur 1.4. For amerikanske renteforventninger kan dette sees i lys av utsikter til høyere økonomisk vekst enn tidligere ventet og at det kan ta noe lengre tid før konsumprisveksten er helt nede på inflasjonsmålet. I euroområdet har styringsrenteforventningene falt litt siden septemberrapporten. Samlet sett er styringsrenteforventningene hos handelspartnerne høyere enn ved forrige rapport.

I USA og Storbritannia har langsiktige renter steget siden september, mens de er lite endret i euroområdet. I aksjemarkedene har særlig amerikanske aksjeindekser steget, mens europeiske aksjeindekser er lite endret siden forrige rapport. Internasjonale kredittpåslag er lite endret.

Risikoen for mer omfattende handelshindringer har økt

Det er usikkert hvordan rammebetingelsene for global handel vil utvikle seg fremover. Dette bidrar til usikkerhet om utviklingen i aktivitet og priser. Risikoen for mer omfattende handelshindringer har økt etter valget i USA i november. Økt toll vil trolig bidra til lavere vekst i både eksport- og importland. Effektene kan forplante seg via verdikjeder og dermed også ramme sektorer og land som ikke omfattes direkte av økte tollsats. Forventninger om proteksjonistiske tiltak kan i seg selv føre til lavere investeringer, og på lengre sikt kan lavere vekst i internasjonal handel føre til redusert global vekst som følge av svakere konkurranse og mindre teknologioverføring mellom land. I tillegg kan usikkerhet knyttet til når og hvor mye tollsatsene vil øke bidra til volatilitet i finansmarkedene. Økt toll på varer vil trolig også bidra til økt konsumprisvekst i land som innfører toll på importvarer. Klima- og energiomstillingen og pågående kriger i flere land bidrar også til usikkerhet om utviklingen i internasjonal økonomi fremover.

Høyere gass- og kraftpriser

Kraftprisene i Norge har steget siden forrige rapport. Prisene har økt mest sør i Norge, særlig som følge av økte kraftpriser på kontinentet. Oljeprisen er lite endret. Veksten i våre indekser for priser på importerte innsats- og konsumvarer til Norge er fortsatt lav.

Oljeprisen er lite endret siden september og ligger rundt 75 dollar fatet. OPEC-pluss videreførte i begynnelsen av desember produksjonskuttene som har understøttet oljeprisen de siste årene. Videreføringen kan ses i lys av lavere vekst i globalt oljeforbruk, spesielt i Kina, og utsikter til høyere vekst i oljeproduksjonen utenfor OPEC-pluss i 2025. Fremtidsprisene indikerer at oljeprisen fremover vil være noe lavere enn gjennomsnittet så langt i år, se tabell 1.A. Oljeprisen kan falle ytterligere hvis OPEC-pluss øker produksjonen mer enn lagt til grunn som følge av mye ledig kapasitet og lav markedsandel. I tillegg kan forventninger om proteksjonistiske tiltak føre til redusert global vekst og lavere oljeforbruk. På den annen side kan en større regional konflikt i Midtøsten gi en oppgang i oljeprisen.

Den europeiske gassprisen har økt siden forrige rapport, og fremtidsprisene indikerer at prisene neste år vil ligge høyere enn i år. Det skyldes dels at Russland kutter i den gjenværende gasseksporten via Ukraina og dels at økningen i tilbudet av global flytende gass (LNG) ventes å komme senere enn tidligere antatt. En kald start på vinteren har dessuten økt forbruket av gass i kraftsektoren samtidig som lite vind har redusert vindkraftproduksjonen. Selv om gasslagrene er høye, har de falt raskere ved inngangen til vinteren i år sammenliknet med de foregående årene. For årene etter 2025 indikerer fremtidsprisene lavere priser, noe som gjenspeiler at mer LNG vil være tilgjengelig.

Oppgangen i gassprisene og lite vindkraftproduksjon har ført til at kraftprisene i Tyskland har steget siden september, se figur 1.A. Fremtidsprisene har også steget og indikerer at tysk kraftpris i 2025 vil være om lag på samme nivå som i 2024. For de påfølgende årene indikerer fremtidsprisene en nedgang.

TABELL 1.A Råvarepriser

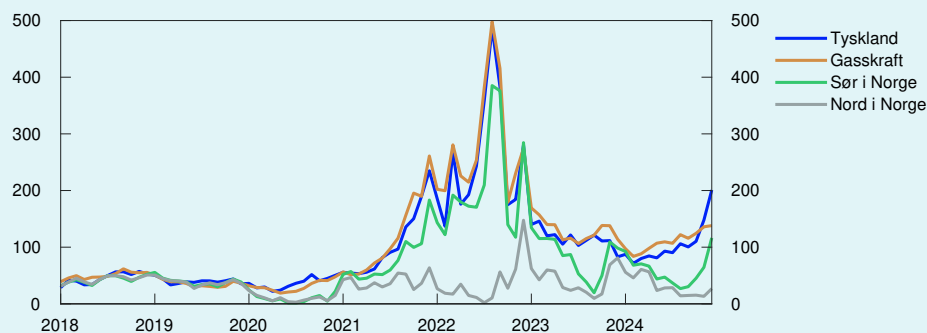
Prosentvis endring i anslag fra Pengepolitisk rapport 3/2024 i parentes	Snittpris (2010–2019)	Realiserte priser og fremtidspriser ¹					
		2022	2023	2024	2025	2026	2027
Olje, USD/fat	80	101	83	81 (1)	73 (4)	71 (2)	69 (0)
Nederlandsk gass, Euro/MWh	20	124	41	34 (5)	40 (9)	34 (5)	29 (6)
Kull, Euro/tonn	66	290	118	104 (2)	106 (1)	110 (3)	111 (4)
Utslippskvoter, Euro/tonn	10	81	84	65 (0)	66 (-1)	68 (-1)	70 (-1)
Tysk kraft, Euro/MWh	42	256	102	90 (13)	89 (3)	83 (2)	77 (3)
Nordisk kraft, Øre/kWh	32	142	66	45 (3)	39 (-15)	42 (-13)	45 (-10)
Kraft sør i Norge, Øre/kWh	31	206	84	59 (11)	53 (-7)	54 (-8)	57 (-7)
Kraft nord i Norge, Øre/kWh	32	38	43	33 (-3)	26 (-18)	32 (-10)	37 (-4)
Aluminium, USD/tonn	1945	2706	2255	2424 (2)	2612 (3)	2638 (1)	2650 (-1)
Kobber, USD/tonn	6761	8829	8486	9150 (0)	9148 (-3)	9358 (-2)	9460 (-1)
Stål, USD/tonn	463	722	622	585 (0)	597 (1)	-	-
Hvete, USD/tonn	210	202	331	212 (-1)	210 (-9)	225 (-7)	225 (-7)
Mais, USD/tonn	183	143	271	168 (0)	175 (0)	178 (-2)	181 (0)

1 Terminpriser per 13. desember 2024

Kilder: LSEG Datastream og Norges Bank

Figur 1.A Kraftprisene stiger, men er lavere i Norge

Øre/kWh

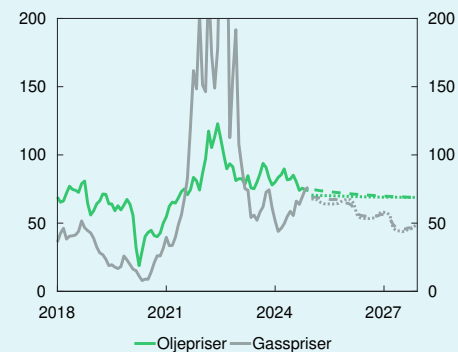


Kilder: LSEG Datastream og Norges Bank

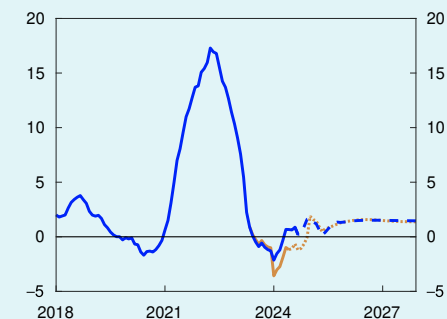
I Norge har kraftprisene økt fra et lavt nivå i september, mest sør i Norge. Oppgangen i prisene sør i Norge skyldes høyere priser på kontinentet og i Storbritannia. I tillegg stiger kraftprisene normalt ved inngangen til vinteren. Kraftprisene i Norge er likevel fortsatt lavere enn i Tyskland. Fremtidsprisene indikerer at kraftprisene i Norge vil være noe lavere i 2025 enn i 2024. At kraftprisene i Norge ventes å være lavere enn på kontinentet de nærmeste årene, henger sammen med at fyllingsgraden i vannmagasinene er relativt høy og at Norge fortsatt har et kraftoverskudd.

Figur 1.B Internasjonale prisimpulser har avtatt

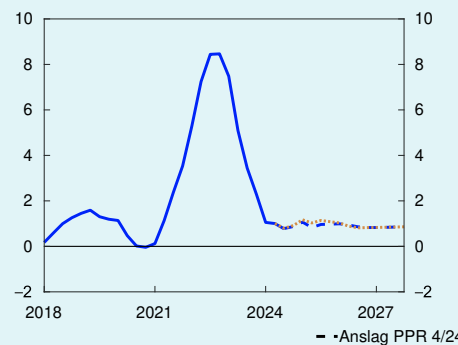
Olje og gass. USD/fat



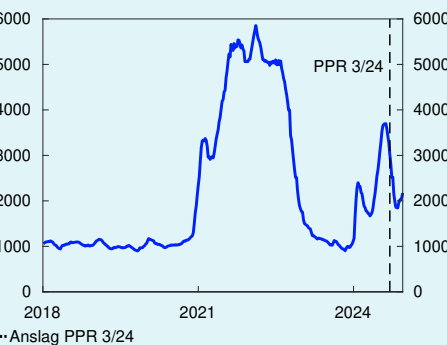
IPI. Tolv månedersvekst. Prosent



IPK. Firekvartalersvekst. Prosent



Fraktpriser. Indeks



Kilder: LSEG Datastream og Norges Bank

Veksten i indeksen for internasjonale prisimpulser til importerte innsatsvarer (IPI) er lav, og har kommet ned fra et høyt nivå.¹ I likhet med IPI har veksten i indeksen for internasjonale prisimpulser til importerte konsumvarer (IPK) vært stabil de siste månedene, nær nivåene fra før pandemien. Prognosen indikerer en vekst fremover nær dagens nivå.

De siste årene har det vært store svingninger i fraktratene som følge av en rekke forstyrrelser i skipsfarten. Siden forrige rapport har fraktratene kommet ned fra et høyt nivå, men de siste ukene har fraktratene økt litt, se figur 1.B. Flere markedsaktører har pekt på forventninger om økte tollsatser, og dermed et ønske om å fremskynde leveranser, som en drivkraft. Vi legger til grunn at fraktratene vil normaliseres og etter hvert komme ned til nivået fra før pandemien.

1 Høyere vekst i 2024 skyldes i hovedsak en teknisk revidering av indeksen der flere produsentpriser er inkludert i beregningen. For en nærmere beskrivelse av indeksen, se L. Brubakk, K. A. Matsen, K. Mjølnerød, Ø. Robstad og E. Werenskiold (2024) «[Charting the upstream: An indicator for imported input goods prices](#)». Staff Memo 5/2024. Norges Bank.

2. Finansielle forhold

Høyere renteforventninger i markedet bidrar til noe strammere finansielle forhold enn i september. Boliglånsrenten er litt lavere enn anslått. Kronekursen er om lag som ved forrige rapport.

Renteforventningene i markedet har steget

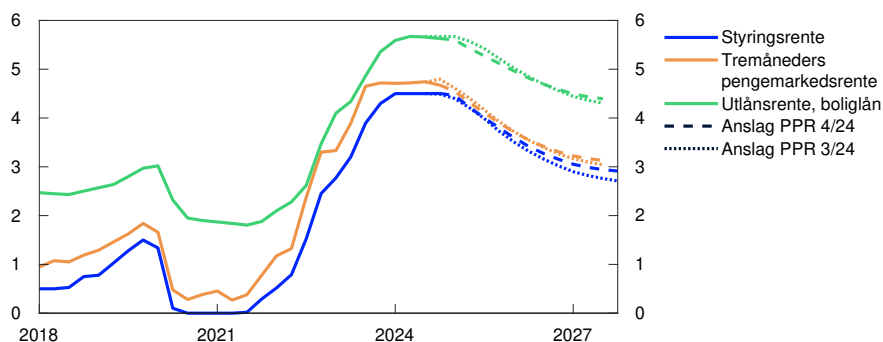
Markedets renteforventninger for de nærmeste årene steg i etterkant av at forrige rapport ble lagt frem. Siden økte de videre, blant annet i takt med økte renteforventninger i USA. Norske inflasjonstall i begynnelsen av desember førte også til en økning i renteforventningene. Markedsprisingen tyder nå på forventninger om at styringsrenten settes ned i første kvartal og deretter reduseres videre til et nivå på noe under 3,75 prosent ved utgangen av neste år, se figur 4.2 på [side 49](#). Renteforventningene i markedet ligger nær rentebanen i denne rapporten gjennom neste år og noe høyere lenger ut i prognoseperioden.

Litt lavere boliglånsrente enn anslått

Gjennomsnittlig rente på utestående boliglån med flytende og fast rente var 5,6 prosent ved utgangen av oktober, litt lavere enn anslått i forrige rapport. Renten på nye boliglån med fast rente er klart lavere enn renten på lån med flytende rente. Siden forrige rapport har flere husholdninger valgt fast rente, slik at andelen av slike lån har økt noe. Selv om andelen fortsatt er lav, har det bidratt til å trekke den gjennomsnittlige boliglånsrenten litt ned. Gjennomsnittlig flytende rente har også vært litt lavere

Figur 2.1 Husholdningenes boliglånsrente avtar fra neste år

Renter. Prosent



Kilder: LSEG Datastream, Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

enn anslått. Det kan tyde på noe sterkere konkurranse i utlånsmarkedet enn tidligere lagt til grunn.

Den gjennomsnittlige boliglånsrenten anslås å holde seg nær dagens nivå den nærmeste tiden, for deretter å falle når styringsrenten settes ned, se figur 2.1. Tegn til sterkere konkurranse gjør at anslaget for boliglånsrenten gjennom neste år er litt lavere enn i forrige rapport. Nye regler for kapitalkrav som trer i kraft i løpet av neste år gjør at små og mellomstore banker får reduserte finansieringskostnader, mens virkningen blir motsatt for de største bankene. Virkningen på utlånsrentene er usikker, men vi legger til grunn at den samlet sett blir liten.

Den gjennomsnittlige renten på husholdningenes innskudd var 3,1 prosent ved utgangen av oktober, det samme som ved forrige rapport. Innskuddsrenten anslås å holde seg nær dagens nivå den nærmeste tiden. Deretter vil innskuddsrenten trolig falle etter hvert som styringsrenten settes ned.

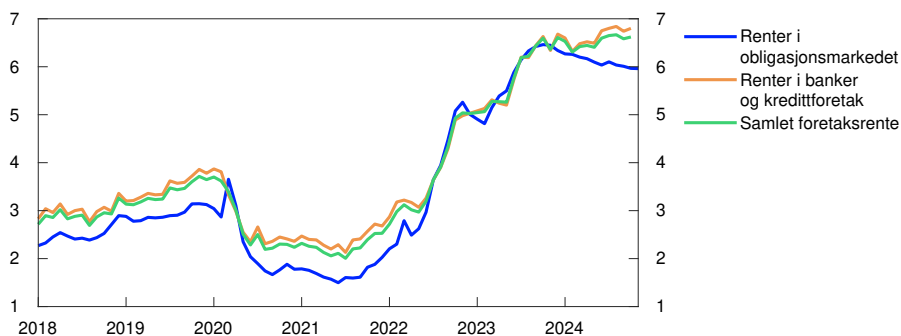
Utlånsrentene til foretak er lite endret

Renten på nye lån til foretak med flytende rente var 6,6 prosent i oktober, målt som et veid gjennomsnitt av bank- og obligasjonsgjeld. Det var om lag som ved forrige rapport, se figur 2.2. Det siste året har rentene på banklån steget, mens obligasjonsrentene har falt noe.

Renten på banklån til foretak tar utgangspunkt i tremåneders Nibor, som har falt litt siden forrige rapport. Risikopåslaget i Nibor har avtatt, og er lavere enn anslått i forrige rapport. I denne rapporten er anslaget for Nibor-påslaget fremover justert ned til 0,2 prosentenheter, se figur 2.3. Det må ses i sammenheng med at staten planlegger å tilbakeføre 82 milliarder kroner fra statens konto til Statens pensjonsfond utland (SPU) neste år.¹ Kronene fra statens konto vil bli solgt i valutamarkedet og bidrar til høyere strukturell likviditet i banksystemet fremover. Anslagene for Nibor-påslaget ligger nær markedets prising av påslaget frem i tid.

Figur 2.2 Renten på ny foretaksfinansiering er lite endret

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

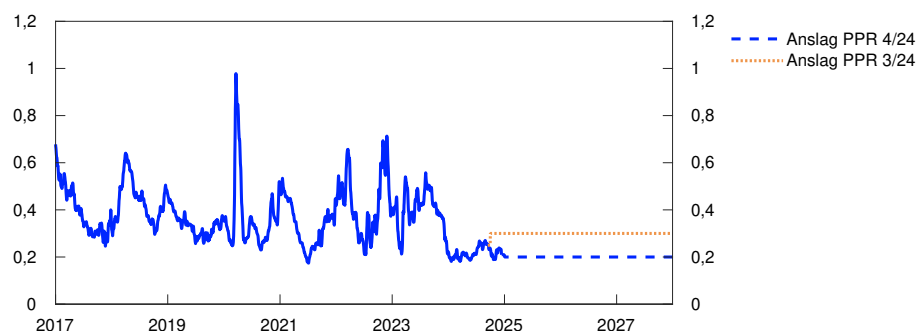


Kilder: Nordic Bond Pricing, Stamdata, Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

¹ I 2022 ble det gjennomført en tilbakeføring på 70 milliarder kroner. Konsekvensene av denne overføringen ble nærmere omtalt i boks på side 21 i [Pengepolitisk rapport 4/2021](#).

Figur 2.3 Lavere pengemarkedspåslag fremover

Pengemarkedspåslag. Prosentenheter



Kilder: Bloomberg og Norges Bank

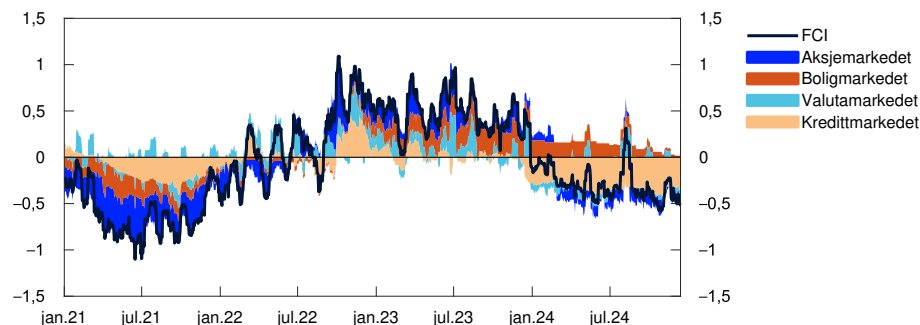
Utlånsmarginen utover Nibor som foretak betalte for nye banklån, var i oktober på om lag samme nivå som ved forrige rapport. Heller ikke risiko-påslagene foretak betaler i obligasjonsmarkedene, har endret seg vesentlig siden forrige rapport. Prisen på langsiktige foretakslån med fast rente har økt noe, som følge av at langsiktige swaprenter har steget siden forrige rapport. Emisjonsaktiviteten blant ikke-finansielle foretak i Fastlands-Norge er fortsatt høy.

Foretak kan også finansiere seg i aksjemarkedet. Hovedindeksen på Oslo Børs har steget med om lag 3 prosent siden forrige rapport. Sektorene sjømat, finans, teknologi og materialer har bidratt mest til oppgangen. Utviklingen har vært svakest innen eiendom, der aksjekursene har falt noe siden forrige rapport.

Høyere renteforventninger i markedet enn i september bidrar til at finansielle forhold er noe strammere enn ved forrige rapport. Øvrige finansielle forhold som har betydning for husholdninger, banker og andre foretak, oppsummeres i vår indeks for finansielle forhold (FCI). Samlet sett er denne indeksen lite endret siden september, se figur 2.4.

Figur 2.4 FCI er lite endret siden september

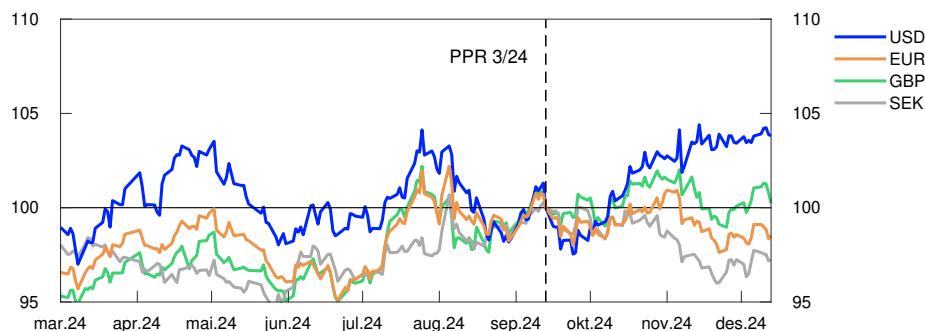
Indeks for finansielle forhold (FCI). Standardavvik fra gjennomsnitt



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

Figur 2.5 Ulik utvikling i kronekursen mot handelspartnernes valutaer

Indeks. 13. september 2024 = 100



Kilde: Norges Bank

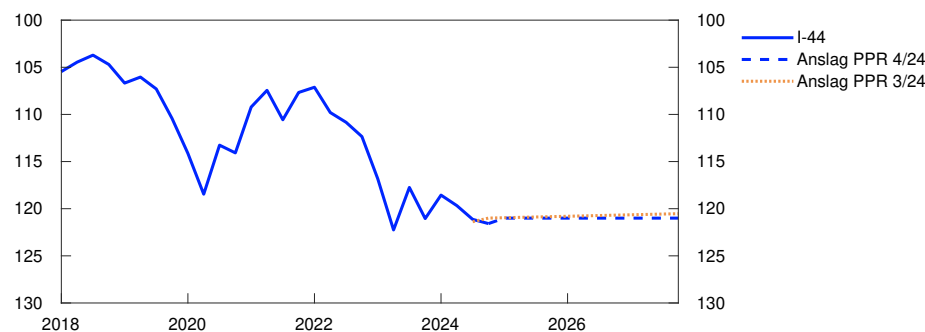
Kronekursen om lag som anslått

Den importveide kronekursen er lite endret siden forrige rapport. Så langt i fjerde kvartal har kronekursen i gjennomsnitt vært om lag som anslått. Rentedifferansen mot et gjennomsnitt av våre viktigste handelspartnere har steget med i underkant av 0,5 prosentenheter siden forrige rapport. Oljeprisen er lite endret, mens internasjonale aksjekurser har steget. Kronen har utviklet seg ulikt mot de ulike handelspartnernes valutaer, se figur 2.5. Kronen har svekket seg mot amerikanske dollar og britiske pund og styrket seg mot euro og svenske kroner.

Vi anslår at kronen endrer seg lite når denne rapporten legges frem, ettersom prognosen for renten ikke avviker vesentlig fra markedsrentene. Deretter anslår vi om lag uendret kronekurs ut prognoseperioden, se figur 2.6. Det innebærer en utvikling i kronekursen som ligger nær den vi anslo i forrige rapport.

Figur 2.6 Om lag uendret kronekurs fremover

Importveid valutakursindeks. I-44



Kilde: Norges Bank

3. Norsk økonomi

Prisveksten har falt mye siden slutten av 2022. Kapasitetsutnyttningen synes å være nær et normalt nivå. Andelen av befolkningen i jobb har avtatt gradvis fra et høyt nivå, og arbeidsledigheten har endret seg lite de siste månedene.

Vi anslår at kapasitetsutnyttningen forblir om lag på dagens nivå frem mot sommeren, før den avtar litt. Det er utsikter til at arbeidsledigheten øker litt. Høy vekst i lønnskostnadene vil trolig bremse den videre nedgangen i prisveksten. Vi anslår at prisveksten vil være i overkant av 2 prosent mot slutten av 2027.

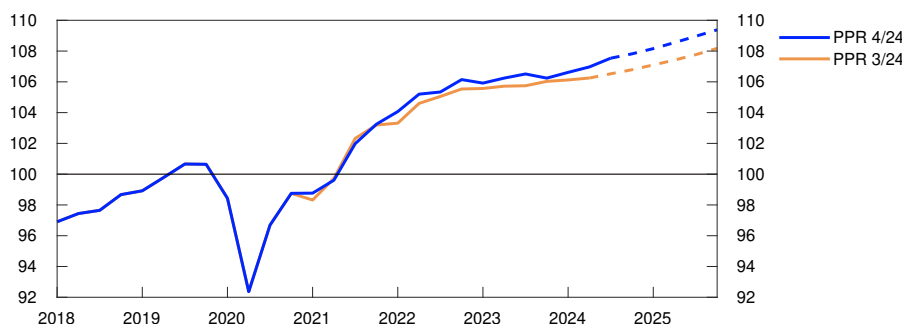
3.1 Produksjon og etterspørsel

Høyere aktivitet i norsk økonomi

Etter en rask gjeninnhenting etter pandemien avtok veksten i norsk økonomi gjennom fjoråret. I fjerde kvartal 2023 var fastlands-BNP om lag på samme nivå som i fjerde kvartal 2022. I år har aktiviteten tatt seg opp igjen. BNP for Fastlands-Norge steg noe mer fra andre til tredje kvartal enn vi anslo i september, og oppdaterte nasjonalregnskapstall viser også noe høyere vekst gjennom første halvår i år, se figur 3.1. Både

Figur 3.1 Høyere aktivitet i fastlandsøkonomien

BNP for Fastlands-Norge. Faste priser. Indeks. 2019 = 100



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

husholdningenes konsum og etterspørselen fra offentlig forvaltning har vært høyere enn tallene tidligere tydet på mens bolig- og foretaksinvesteringene har vært lavere. Ifølge Statistisk sentralbyrå er revisjonene i nasjonalregnskapstallene litt større enn normalt.

Bedriftene i vårt regionale nettverk melder at veksten ser ut til å holde seg oppe i fjerde kvartal og at den kan tilta noe inn i neste år. Blant oljeleverandørene er veksten fortsatt høy, og det er utsikter til at veksten fortsetter inn i neste år. Tjenesteyterne rapporterer om høy vekst i etterspørselen fra bedriftene, særlig knyttet til skyløsninger, informasjonssikkerhet og kunstig intelligens. Innen bygg og anlegg har produksjonen vært fallende siden inngangen til 2023, men produksjonsfallet ser ut til å avta noe.

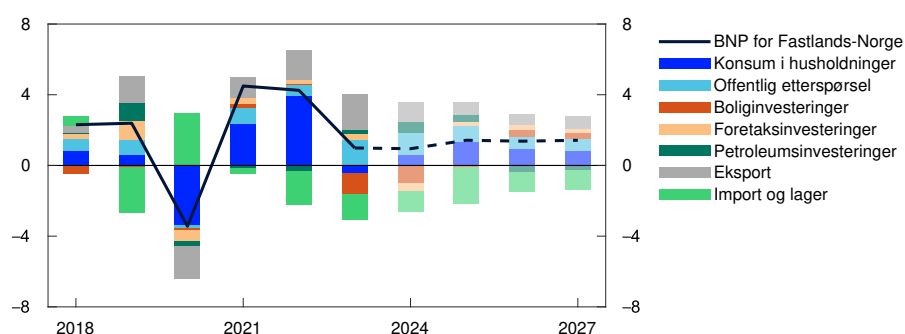
Vi venter at oppgangen i norsk økonomi fortsetter gjennom vinterhalvåret, men at veksten blir noe lavere enn i tredje kvartal. Anslagene er i tråd med forventningene i det regionale nettverket og prognosene fra SMART, se boks om Norges Banks system for modellanalyse i realtid på [side 27](#).

Etter nedgang i fjor vil trolig det private konsumet øke i år, drevet av økte inntekter for husholdningene, se figur 3.2. Veksten i den offentlige etterspørselen har vært høy, petroleumsinvesteringene har steget mye og kronesvekkelsen vi har bak oss har vært med på å løfte eksporten. Samtidig har oppgangen i renten og høye kostnader bidratt til fall i bolig- og foretaksinvesteringene.

Vi anslår at veksten i fastlandsøkonomien øker fra 0,9 prosent i år til 1,4 prosent neste år og at veksten holder seg om lag på dette nivået i 2026 og 2027. Anslaget for både i år og neste år er oppjustert siden forrige rapport mens anslagene lenger frem er lite endret. Vi anslår at veksten i konsumet tiltar neste år samtidig som både bolig- og foretaksinvesteringene vil stige gjennom året. Utsikter til lavere renter bidrar til oppgangen. Vi legger til grunn at den offentlige etterspørselen vokser

Figur 3.2 Høyere konsum løfter veksten

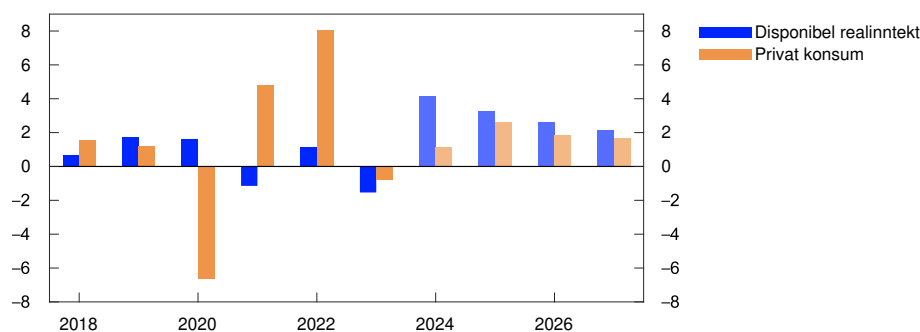
BNP for Fastlands-Norge. Årsvekst. Bidrag til årsvekst. Prosentenheter



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 3.3 Den disponible realinntekten øker

Disponibel realinntekt og privat konsum. Årsvekst. Prosent



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

videre, men mindre enn de siste årene. Vi venter at petroleums-investeringene vokser også neste år, men at de deretter faller noe.

Husholdningenes kjøpekraft øker

I fjor førte økte renter og høy prisvekst til at husholdningenes disponible realinntekt utenom aksjeutbytte falt med 1,5 prosent, se figur 3.3. Det er den største årlige nedgangen siden tallseriens start i 1978. Ved å redusere sparingen begrenset imidlertid husholdningene nedgangen i konsumet. Mange trakk trolig på oppsparte midler fra pandemien.

I år er det utsikter til at den disponible realinntekten øker med i overkant av 4 prosent. Etter et reelt lønnsfall både i 2022 og 2023 stiger lønningene nå langt raskere enn prisene, og selv om sysselsettingsveksten har avtatt, har den holdt seg positiv. Konsumet ser ut til å øke mindre enn inntektene. Det innebærer at husholdningenes sparing tar seg opp igjen. Spareraten er imidlertid fortsatt lavere enn gjennomsnittet på 2010-tallet.

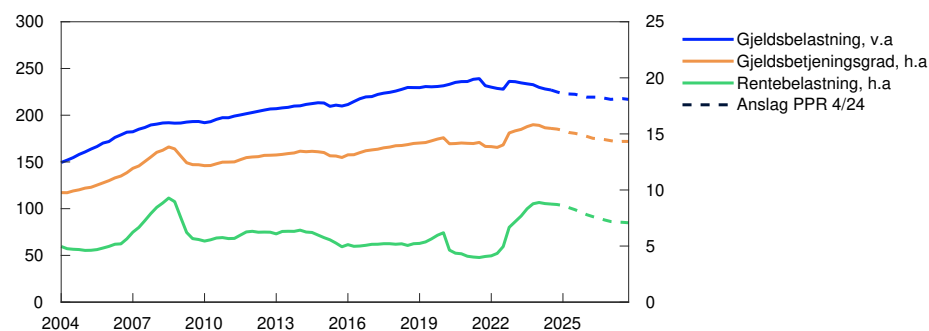
Fra andre til tredje kvartal i år steg konsumet mer enn lagt til grunn. Samtidig viste de oppdaterte nasjonalregnskapstallene at konsumet har vært høyere enn antatt siden 2022.

Vi anslår at det samlede konsumet tar seg videre opp fremover. Etter hvert vil også en lavere styringsrente bidra til å løfte konsumet. Høy gjeld i kombinasjon med at de fleste husholdninger har lån med flytende rente medfører at renteutgiftene vil avta en del når styringsrenten kommer ned, se figur 3.4. Sammen med utsikter til fortsatt reallønnsvekst gir det videre oppgang i den disponible realinntekten. Vi venter at konsumet vokser noe mindre, slik at spareraten tiltar noe, og litt mer enn vi anslo i september.

Bedringen i kjøpekraften og nedgangen i rentene anslås også å gi en oppgang i boliginvesteringene. Det er tegn til at aktiviteten i boligmarkedet er på vei opp. Omsetningen av brukte boliger er høy og har steget noe i det siste, og nyboligsalget har tiltatt litt fra et svært lavt nivå, se figur 3.5. Veksten i prisene på brukte boliger har tatt seg opp og vært

Figur 3.4 Rentebelastningen vil falle

Prosent



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

litt høyere enn anslått i forrige rapport. Endringen i utlånsforskriften kan også tilsi noe høyere prisvekst. Etter noen år hvor boligprisene reelt sett har falt, er det utsikter til boligprisene vil stige en del mer enn konsumprisene fremover, og noe mer enn vi anslo i forrige rapport.

Det ser likevel ut til at det tar tid før boligbyggingen øker. Boliginvesteringene falt mer enn vi anslo fra andre til tredje kvartal i år, og de oppdaterte nasjonalregnskapstallene viser også svakere utvikling i tidligere kvartaler. Boliginvesteringene har nå falt med mer enn en tredjedel siden 2022. Det er den største nedgangen på mer enn 30 år. Bedriftene innen bygg og anlegg i det regionale nettverket venter produksjonsnedgang også i første kvartal neste år. Vi anslår at boliginvesteringene vil vokse gjennom resten av 2025, men at de vil holde seg lavere gjennom hele prognoseperioden enn lagt til grunn sist.

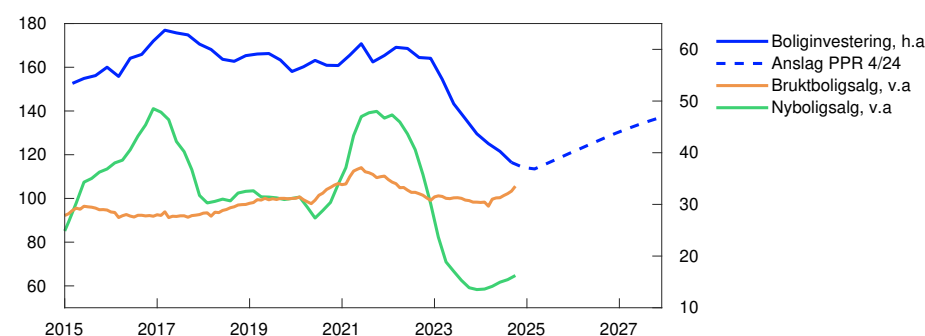
Oppgang i eksporten og petroleumsinvesteringene

Eksporten fra fastlandsbedriftene har økt mye de siste årene. Noe av dette kan knyttes til normaliseringen etter pandemien. Samtidig har svekkelsen av kronekursen bidratt. De siste par årene har eksporten fra

Figur 3.5 Fall i boliginvesteringene

Boliginvesteringer. Faste 2022-priser. Mrd. kr.

Bruktboligsalg og nyboligsalg. Sum siste 12 måneder. Indeks. 2019 = 100



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

bedrifter som leverer til selskaper innen olje og fornybar energi, steget særlig mye, se figur 3.6. Oljeinvesteringene til havs internasjonalt har vært høye, og det har vært sterk vekst i etterspørselen knyttet til havvindprosjekter. Vi anslår at denne eksporten vil fortsette å øke fremover, men at veksten blir noe lavere enn de siste årene. Veksten i den øvrige fastlandseksporten ventes også å avta. Etterspørselen fra våre handelspartnere er på vei opp, men samtidig vil de positive impulsene fra krone-svekkelsen vi har bak oss etter hvert bli mindre. Etter klart sterkere vekst i fastlandseksporten enn importen i fjor og i år, venter vi svakere utvikling i nettoeksporten fremover.

Investeringene i petroleumssektoren økte markert i fjor og ligger an til å øke om lag like mye i år. Oppgangen gjenspeiler at det ble satt i gang en rekke utbygginger i 2022 som en følge av oljeskattepakken og høye petroleumspriser. Det er utsikter til at investeringene øker noe videre neste år og mer enn vi anslo i forrige rapport. Oppjusteringen skyldes særlig den siste investeringstillingen fra Statistisk sentralbyrå, som indikerte sterkere vekst enn vi hadde lagt til grunn. Fra 2026 venter vi at investeringene avtar. De pågående utbyggingene ferdigstilles, og det er utsikter til at nye utbygginger vil være av mindre omfang.

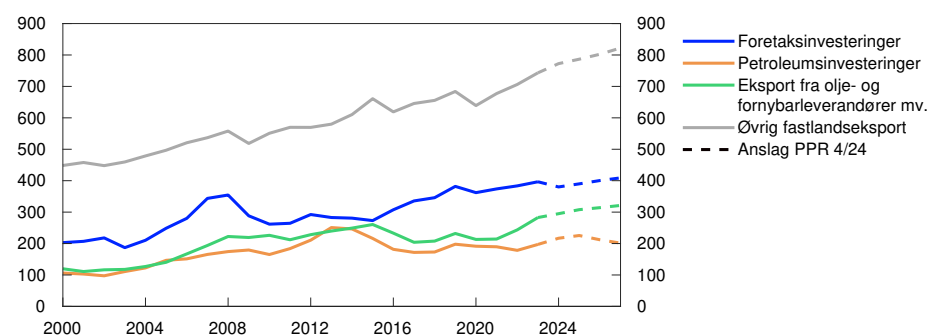
Etter en oppgang de siste årene vil trolig investeringene i fastlandsbedriftene falle i år. Økte renter og høye kostnader har dempet investeringene. Samtidig viser de siste nasjonalregnskapstallene at investeringene har vært klart lavere siden 2022 enn de tidligere tallene indikerte. Foretaksinvesteringene er nå noe lavere enn i 2019, det siste året før pandemien. Vi anslår at foretaksinvesteringene tar seg opp de kommende årene, se figur 3.6. I tillegg til at renten etter hvert kommer ned, bidrar økt digitalisering og prosjekter knyttet til klima- og energiomstillingen til høyere investeringer. Se egen utdyping om investeringene i kraftsektoren på [side 45](#).

Høy vekst i offentlig etterspørsel

Etterspørselen fra offentlig forvaltning har steget mye de siste årene, og de oppdaterte nasjonalregnskapstallene viser høyere vekst enn de tidligere tallene. Oppgangen i fjor var den sterkeste siden 2009, og veksten

Figur 3.6 Høyere petroleumsinvesteringer og eksport

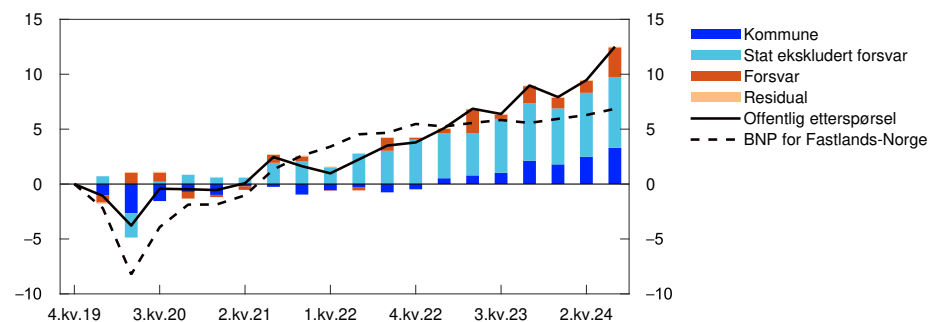
Utvalgte etterspørselskomponenter. Faste 2022-priser. Mrd. kr



Kilde: Statistisk sentralbyrå

Figur 3.7 Høy vekst i offentlig etterspørsel

Faste 2022-priser. Endring fra 4. kvartal 2019 og bidrag til endring. Prosent



Kilde: Statistisk sentralbyrå

ligger an til å bli nesten like høy i år. Økte forsvarsutgifter har bidratt til oppgangen, men mesteparten av veksten kan tilskrives økt etterspørsel fra kommunene og den øvrige statsforvaltningen, se figur 3.7.

Vi legger til grunn at veksten i den offentlige etterspørselen avtar neste år. Dette er i tråd med anslagene i nasjonalbudsjettet og budsjettforliket i Stortinget. Det strukturelle oljekorrigerte underskuddet anslås å øke fra 10,7 prosent av trend-BNP for Fastlands-Norge i år til 11,7 prosent neste år. Underskuddet neste år er 1,0 prosentenhet høyere enn lagt til grunn i forrige rapport. Anslagene innebærer at bruken av oljepenger vil utgjøre 2,5 prosent av Statens pensjonsfond utland fremover og være lavere enn den forventede realavkastningen av fondet.

Anslagene er usikre

Prognosene for norsk økonomi er usikre. Det er store forskjeller i utviklingen på tvers av næringer, og den høye prisveksten og de store forstyrrelsene vi har vært utsatt for de senere årene gjør det mer krevende å tolke utviklingen. Mens de tidligere nasjonalregnskapstallene indikerte svak vekst i norsk økonomi, viser de oppdaterte tallene en mer normal vekstrate.

Fremover er det blant annet usikkerhet om utviklingen i boligmarkedet. Boliginvesteringene har falt mer enn anslått de siste årene. Vi legger til grunn at investeringene vil ta seg opp gjennom neste år, men flere av bedriftene i det regionale nettverket melder om lengre beslutningsprosesser og at prosjekter blir utsatt eller kansellert. Dårligere tilgang på utenlandsk arbeidskraft kan også begrense oppgangen. På den annen side har store fall i boliginvesteringene tidligere blitt fulgt av relativt raske oppganger. Det kan derfor ikke utelukkes at boligbyggingen etter hvert vil tilta raskere enn det vi nå anslår. Den økte kjøpekraften og de lavere rentene kan også bidra til høyere boligprisvekst enn det vi legger til grunn.

Etter det amerikanske valget i høst har risikoen for internasjonale handelskonflikter økt. Hvis mange land bygger opp betydelige handels-

hindre, kan eksporten vår utvikle seg svakere enn vi nå legger til grunn. Dette skyldes dels at veksten hos våre handelspartnere vil bli lavere, men også at norske bedrifter kan bli møtt med økt toll eller andre handelshindre. Samtidig kan risikoen for handelskonflikter i seg selv bidra til lavere investeringer i Norge. Store endringer i handelspolitikken kan gi store utslag i finansmarkedene, noe som også kan bidra til å dempe veksten fremover.

SMART- System for modellanalyse i realtid

System for modellanalyse i realtid (SMART) er Norges Banks plattform for prognosemodeller.¹ Systemet vekter anslag fra et bredt sett av ulike modeller basert på deres historiske anslagsegenskaper. Siden forrige rapport er SMART-anslagene for BNP Fastlands-Norge oppjustert, mens modell-anslagene for KPI-JAE er lite endret.

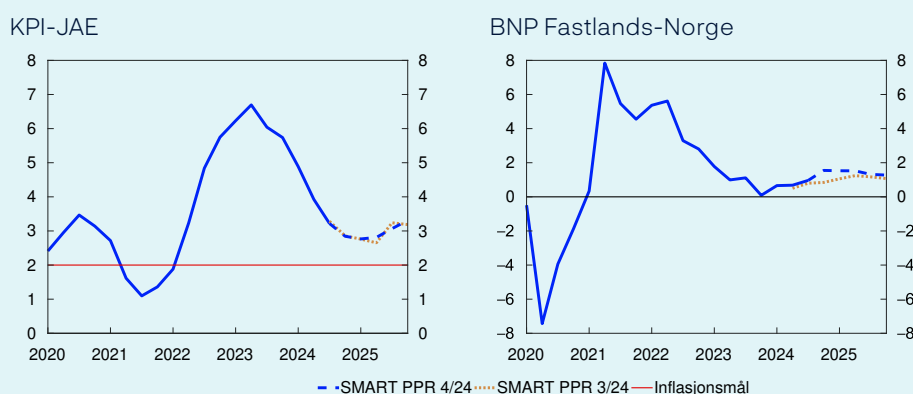
Modeller er et viktig verktøy for å vurdere utsiktene for norsk økonomi, men modellene fanger ikke opp alle faktorer som har betydning for utviklingen. Derfor kan anslagene våre avvike fra modellprognosene.

SMART-systemet indikerer nå om lag den samme prisveksten som ved forrige rapport, se venstre panel i figur 3.A. Modellsystemet anslår en firekvartalersvekst for KPI-JAE på 2,8 prosent både i fjerde kvartal 2024 og i første kvartal 2025. SMART-anslagene indikerer at prisveksten vil tilta noe gjennom 2025.

SMART-anslagene for BNP Fastlands-Norge er oppjustert siden septemberrapporten, se høyre panel i figur 3.A. Modellsystemets anslag er en firekvartalersvekst på 1,5 prosent både i fjerde kvartal i år og første kvartal neste år, men anslagene indikerer at veksten avtar noe gjennom resten av året. Oppjusteringen skyldes blant annet at veksten i tredje kvartal var høyere enn SMART-anslaget.

Figur 3.A SMART-anslagene for KPI-JAE er lite endret, BNP-anslagene er oppjustert

Firekvartalersvekst. Prosent

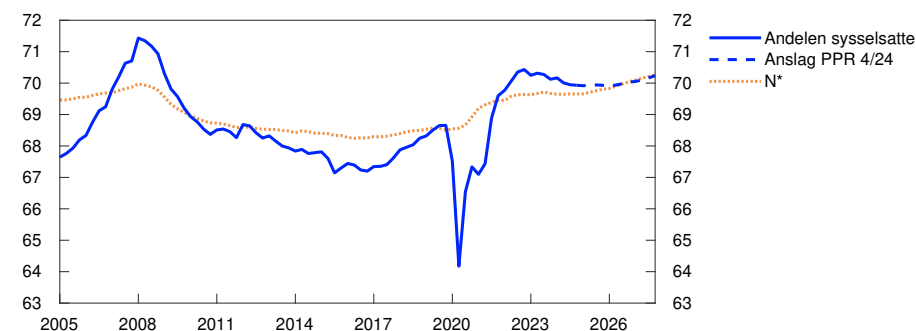


Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

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

Figur 3.8 Andelen av befolkningen i jobb har avtatt litt

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



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

3.2 Arbeidsmarkedet

Moderat vekst i sysselsettingen

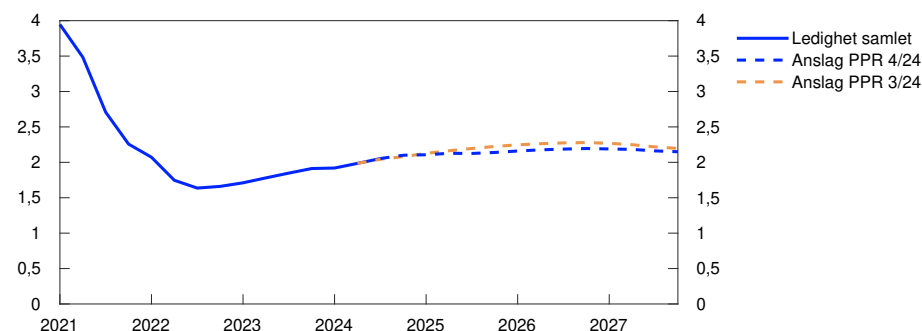
De siste to årene har andelen av befolkningen i jobb avtatt gradvis fra et høyt nivå, se figur 3.8. Den registrerte ledigheten har økt noe fra et lavt nivå, men er fremdeles litt lavere enn den var i perioden før pandemien. Sysselsettingen økte litt i tredje kvartal, i tråd med anslagene i forrige rapport.

Oppgangen i sysselsettingen har fortsatt det siste året, men det er store forskjeller mellom næringene. Samlet sett har sysselsettingsveksten i private næringer dempet veksten i Fastlands-Norge noe. Det er særlig bygge- og anleggsnæringen som trekker ned. Offentlig sektor har bidratt til å holde den samlede sysselsettingsveksten oppe det siste året, blant annet på grunn av høy vekst innen helse- og omsorgssektoren.

Nav-ledigheten har vært stabil de siste månedene. I november var den registrerte ledigheten 2,1 prosent justert for sesongvariasjoner og som anslått i forrige rapport, se figur 3.9. Målt med arbeidskraftundersøkelsen (AKU) har ledigheten steget mer enn den registrerte ledigheten de siste to årene, men har endret seg lite den siste tiden. AKU-ledigheten har

Figur 3.9 Ledigheten ventes å øke litt

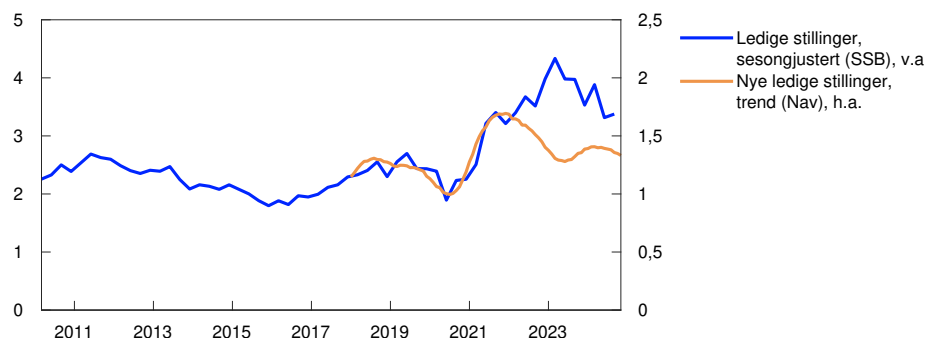
Registrert ledighet som andel av arbeidsstyrken. Sesongjustert. Prosent



Kilder: Nav og Norges Bank

Figur 3.10 Ledige stillinger er fortsatt på et høyt nivå

Antall ledige stillinger som andel av arbeidsstyrken. Prosent



Kilder: Nav, Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

ligget på 4,0 prosent siden mars, noe som er nær nivået fra før pandemien.

Stabil utvikling i ledige stillinger

Beholdningen av ledige stillinger i SSBs utvalgsundersøkelse ligger fortsatt på et høyt nivå, men har falt det siste året, se figur 3.10. Ifølge Navs statistikk har tilstrømmingen av nye ledige stillinger avtatt noe, men ligger fremdeles noe høyere enn før pandemien. Samlet sett indikerer antall ledige stillinger fortsatt god etterspørsel etter arbeidskraft.

Flyktninger øker arbeidstilbudet

Det samlede tilbudet av arbeidskraft har økt i år, som følge av at det både er flere i jobb og flere ledige enn i fjor. Det gjenspeiler blant annet at det har kommet mange flyktninger fra Ukraina. Vi legger til grunn at antallet ukrainske flyktninger i Norge vil fortsette å øke neste år. I våre anslag bidrar ukrainske flyktninger til å øke arbeidstilbudet også fremover, se nærmere omtale i boks på [side 30](#). Vi legger til grunn stabil vekst i den øvrige befolkningen fremover, i tråd med SSBs befolkningsfremskrivinger.

Antall arbeidstakere på korttidsopphold tok seg litt opp i tredje kvartal, og løfter dermed også tilbudet av arbeidskraft noe. Antallet er lite endret sammenlignet med i fjor, til tross for fallet i sysselsettingen innen bygg og anlegg og at svekkelsen av kronekursen har bidratt til å redusere verdien av lønnen målt i utenlandsk valuta de siste årene. Fremover venter vi at antall arbeidstakere på korttidsopphold vil ta seg opp i takt med at aktiviteten i bygg og anlegg øker.

Vi anslår at sysselsettingen vil øke noe den nærmeste tiden. Foreløpige tall fra registerstatistikken indikerer at antall lønnstakere økte noe i oktober, og kontaktene i vårt regionale nettverk venter at det vil være moderat vekst i sysselsettingen frem mot årsskiftet og i begynnelsen av neste år. Vi venter at offentlig sektor vil fortsette å løfte den samlede sysselsettingsveksten noe den nærmeste tiden.

I våre anslag tar sysselsettingen seg litt opp neste år, men noe mindre enn BNP-veksten i Fastlands-Norge. Det må ses i lys av at produktivitetsveksten anslås å ta seg opp. Lenger frem venter vi at sysselsettingsveksten skal være stabil og nær veksten i befolkningen i arbeidsfør alder. Anslagene innebærer at andelen som er i jobb vil være relativt stabil.

De nærmeste årene venter vi at sysselsettingen vil øke litt mindre enn arbeidsstyrken, og at arbeidsledigheten vil øke litt. Vi venter at arbeidsledigheten når 2,2 prosent i begynnelsen av 2026, og deretter holder seg nær dette nivået. Vi legger til grunn at litt flere ukrainske flyktninger vil melde seg på det norske arbeidsmarkedet, men at de største effektene på samlet arbeidsledighet ligger bak oss, se nærmere omtale i boks om produksjonsgapet nedenfor. Anslagene for ledigheten er litt lavere enn i forrige rapport.

Utflating i kapasitetsutnyttningen

Kapasitetsutnyttningen har avtatt de siste par årene og er nå nær et normalt nivå. Vi venter at kapasitetsutnyttningen forblir om lag på dagens nivå frem mot sommeren neste år, og at den deretter vil avta litt, men være nær et normalt nivå gjennom prognoseperioden. Fra og med neste år er anslagene justert litt opp sammenlignet med forrige rapport.

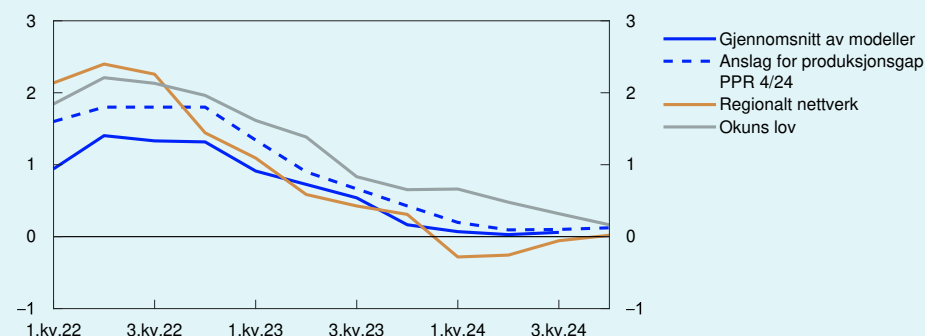
Kapasitetsutnyttningen, eller produksjonsgapet, uttrykker hvor mye av de samlede ressursene i økonomien som er i bruk. Det er definert som den prosentvise forskjellen mellom den faktiske produksjonen og produksjonspotensialet i fastlandsøkonomien. Produksjonspotensialet blir påvirket av produktiviteten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

Gjennom 2023 avtok kapasitetsutnyttningen fra et høyt nivå, se figur 3.B. Veksten i norsk økonomi var lav, og arbeidsledigheten økte noe. Samtidig meldte en stadig mindre andel av bedriftene i vårt regionale nettverk om kapasitetsproblemer og knapphet på arbeidskraft.

I år har oppgangen i arbeidsledigheten bremsset opp, og ledigheten ligger nær det nivået vi vurderer som forenlig med normal kapasitetsutnyttning. Samtidig har veksten i norsk økonomi tatt seg litt opp gjennom året, og antall ledige stillinger er fremdeles på et høyt nivå. Andelen bedrifter som melder om kapasitetsproblemer og knapphet på arbeidskraft har også tatt seg opp gjennom året, og i fjerde kvartal var andelen nær sitt historiske gjennomsnitt. Samlet sett tyder dette på at kapasitetsutnyttningen har flatet ut nær et normalt nivå.

Figur 3.B Kapasitetsutnyttningen er nær et normalt nivå

Prosent



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

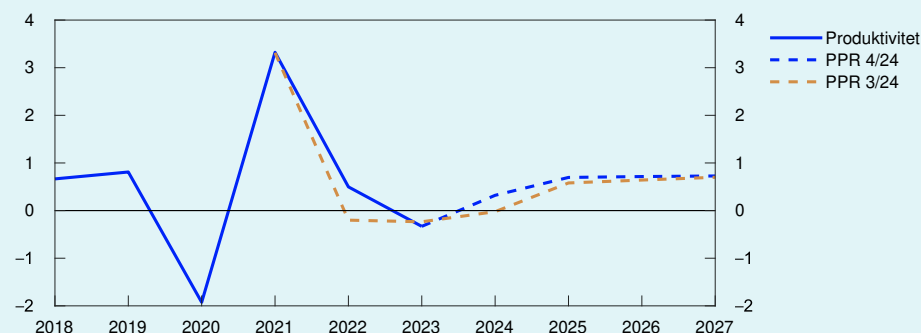
Gjennomsnittet av modellene i vårt modellsystem for produksjonsgapet indikerer også at kapasitetsutnyttningen avtok markert gjennom 2023, men at den har flatet ut i år, se figur 3.B.¹ Om lag halvparten av modellene indikerer nå et negativt produksjonsgap, mens den andre halvdelens anslår et positivt gap. De fleste modellene indikerer imidlertid et relativt flatt forløp gjennom 2024. Sett under ett indikerer også modellene at kapasitetsutnyttningen er nær et normalt nivå.

Reviderte nasjonalregnskapstall viser at produktiviteten de siste årene har vært høyere enn tidligere lagt til grunn. Derfor vurderer vi nå at produksjonspotensialet har vært litt høyere enn tidligere antatt. I 2024 har produktivitsveksten tatt seg opp, se figur 3.C, men er fremdeles moderat.

Fremover venter vi at produktivitsveksten vil være litt høyere enn de siste årene. Den svake produktivitsutviklingen de siste to årene må ses

Figur 3.C Litt høyere produktivitsvekst i år

Prosent

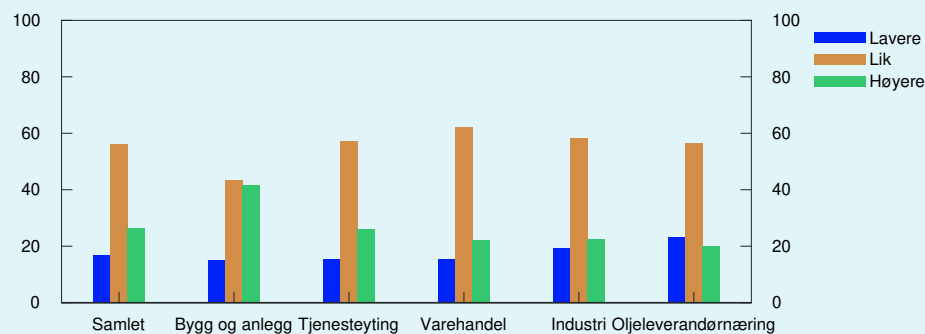


Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

¹ Vi benytter gjennomsnittet av modellene dokumentert i Hagelund, K., F. Hansen og Ø. Robstad (2018) «[Modellberegninger av produksjonsgapet](#)». Staff Memo 4/2018. Norges Bank. På grunnlag av en ny evaluering ekskluderer vi modellen som benytter realkreditten, som lenge har ligget markert lavere enn de andre modellene. Gjennomsnittet ekskludert realkredittmodellene gjør det bedre langs evalueringen skissert i staff memoet.

Figur 3.D Bedriftene har flere ansatte enn produksjonen tilsier

Er andelen dere kunne redusert bemanningen med og samtidig opprettholdt dagens produksjonsnivå, lavere, lik eller høyere enn normalt? Andel av bedrifter



Kilde: Regionalt nettverk

i sammenheng med at norsk økonomi har vært i en nedgangskonjunktur. I nedgangskonjunkturer er det vanlig at bedrifter reduserer aktiviteten raskere enn arbeidsstokken og at man dermed får en midlertidig nedgang i produktivitsveksten. Det har trolig bidratt til at den faktiske produktivitsveksten har vært lavere enn den underliggende produktivits-trenden, se tabell 3.A. Også i Regionalt nettverk ser det ut til at det er noen flere bedrifter som har holdt på mer arbeidskraft enn normalt, enn bedrifter som har holdt på færre, se figur 3.D. Dette indikerer at det er rom for økt produktivitsvekst etter hvert som aktiviteten tar seg opp. Sammenlignet med forrige rapport er anslagene lite endret på lenger sikt. Det må ses i sammenheng med at vår vurdering av den underliggende produktivits-veksten ikke er vesentlig endret, se utdyping på [side 41](#).

Vår vurdering av produksjonspotensialet er justert litt opp siden forrige rapport. Dette skyldes at produktiviteten har vært noe høyere. N* anslås å være litt lavere fremover, sammenlignet med forrige rapport. Vi venter at antall flyktninger fra Ukraina vil fortsette å øke neste år, men litt mindre enn i forrige rapport, i tråd med myndighetenes anslag. Historiske erfaringer tilsier at det tar noe tid før flyktninger kommer i jobb. Vi legger til grunn at de gradvis vil bidra til å løfte N*, men oppgangen er litt mindre enn vi så for oss i forrige rapport.

Vi anslår at veksten i norsk økonomi vil være nær veksten i produksjonspotensialet de neste kvartalene. Anslått BNP-vekst er i tråd med forventningene til kontaktene i Regionalt nettverk og tyder på at kapasitetsutnyttningen også de nærmeste kvartalene vil være nær et normalt nivå.

Neste år venter vi at produksjonen vil øke litt mindre enn produksjonspotensialet. Det er dermed utsikter til at kapasitetsutnyttningen avtar noe mens ledigheten øker litt. Vi anslår at produksjonsgapet når en bunn på -0,2 prosent i slutten av 2026. Anslagene er litt oppjustert fra forrige rapport.

TABELL 3.A Produksjon og produksjonspotensial¹

Endring i anslag fra Pengepolitisk rapport 3/2024 i parentes	Prosentvis endring fra foregående år					
	2004–2013	2014–2023	2024	2025	2026	2027
BNP for Fastlands-Norge	3	1,8	0,9 (0,3)	1,4 (0,3)	1,4 (0,1)	1,4 (-0,1)
Produksjonspotensialet	2,8	1,7	1,6 (0,3)	1,5 (0,1)	1,6 (0,1)	1,5 (0,1)
N*	1,5	1	0,9 (0)	1 (-0,1)	0,9 (-0,1)	0,8 (0)
Underliggende produktivitsvekst	1,4	0,7	0,7 (0,3)	0,5 (0,1)	0,7 (0,1)	0,7 (0,1)

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

Det er stor usikkerhet knyttet til anslagene for kapasitetsutnyttingen fremover. Skulle kapasitetsutnyttingen bli høyere enn vi nå venter, kan det bidra til at arbeidsledigheten blir lavere og lønnsveksten høyere enn vi nå anslår. På den annen side kan produktivitsveksten øke raskere og mer enn vi nå ser for oss. Det vil i så fall løfte produksjonspotensialet, og kan bidra til at kapasitetsutnyttingen blir lavere og at arbeidsledigheten blir høyere.

3.3 Priser og lønninger

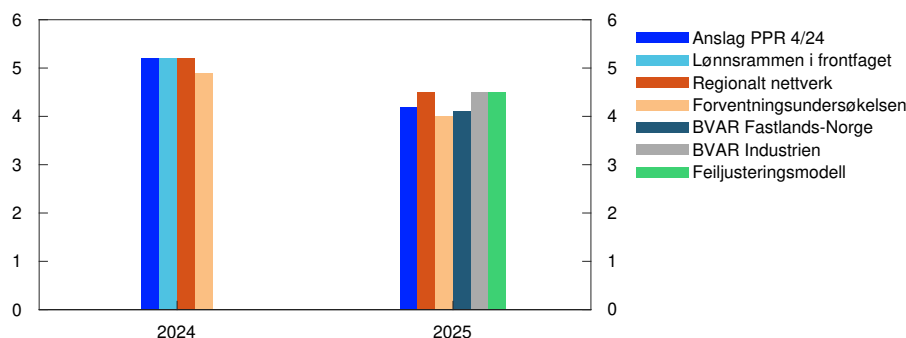
Lønnsveksten er høy

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

I år venter vi at lønnsveksten blir 5,2 prosent, uendret fra i fjor og i tråd med rammen fra frontfaget. Også i Norges Banks forventningsundersøkelse og i Regionalt nettverk er det forventninger om en lønnsvekst nær rammen fra frontfaget, se figur 3.11. Forventningene er lite endret fra tidligere i år, og det er små forskjeller i kontaktenes forventninger på tvers av næringer. En lønnsvekst på litt over 5 prosent er også forenlig med løpende statistikk for lønnsveksten.

Figur 3.11 Utsikter til avtakende lønnsvekst

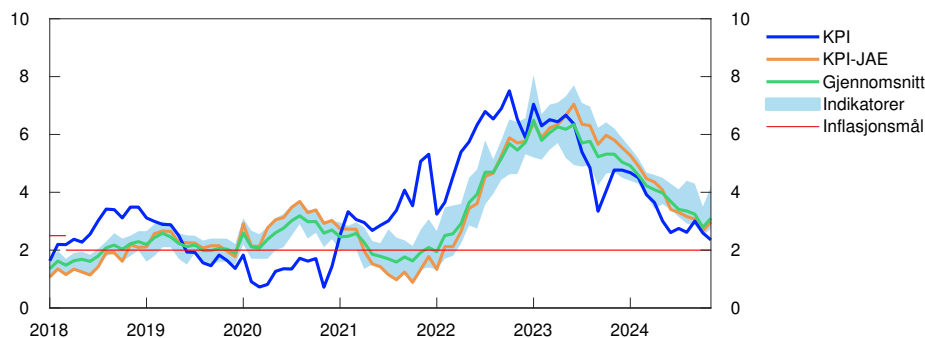
Årslønnsvekst. Prosent



Kilder: Ipsos, Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 3.12 Prisveksten har avtatt

KPI og indikatorer for underliggende inflasjon. Tolv månedersvekst. Prosent



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Lønnsveksten ventes å avta neste år

Høye eksportpriser og svekkelsen av kronen i 2023 har bidratt til god lønnsomhet i deler av industrien de siste årene. God lønnsevne kan bidra til å holde lønnsveksten oppe også fremover. På den annen side venter vi at lavere prisvekst og litt lavere kapasitetsutnyttning vil dempe lønnsveksten.

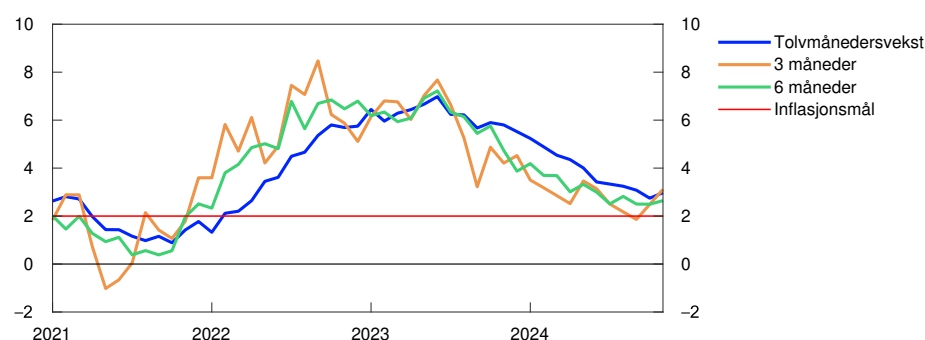
Vi venter at lønnsveksten avtar til 4,2 prosent neste år, litt lavere enn anslått i forrige rapport. Anslaget er litt høyere enn lønnsforventningene til partene i arbeidslivet, slik de måles i Norges Banks forventningsundersøkelse, og noe lavere enn lønnsforventningene til bedriftene i vårt regionale nettverk. Lønnsmodellene våre indikerer en lønnsvekst på i overkant av 4 prosent neste år, se figur 3.11. Sammenlignet med forrige rapport bidrar lavere konsumprisvekst til å trekke ned lønnsanslagene, mens høyere kapasitetsutnyttning trekker i motsatt retning.

Prisveksten har avtatt mye

Prisveksten har falt mye siden slutten av 2022, se figur 3.12. I november var tolv månedersveksten i konsumprisindeksen (KPI) 2,4 prosent, som var noe lavere enn anslått i forrige rapport. Den underliggende prisveksten, målt med KPI justert for avgiftsendringer og uten energivarer (KPI-JAE) økte til 3,0 prosent, som anslått i forrige rapport. Gjennomsnittet av

Figur 3.13 Farten i prisveksten har tatt seg litt opp

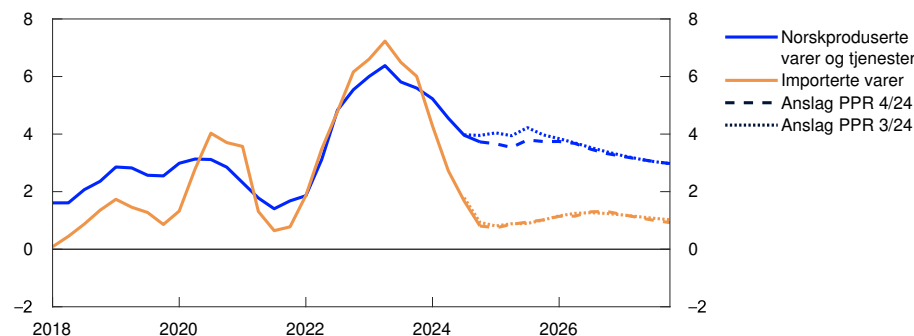
KPI-JAE. Annualisert vekst. Sesongjustert. Prosent



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 3.14 Fall i prisveksten på importerte konsumvarer

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



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

indikatorer for underliggende inflasjon har beveget seg i takt med KPI-JAE de siste månedene.

Det er særlig prisveksten på importerte varer som har falt mye det siste halvannet året, se figur 3.14. Prisveksten på norskproduserte varer og tjenester har avtatt mindre enn KPI-JAE. Veksten i husleier er fremdeles høy, men også prisveksten på andre tjenester, som kulturtjenester, har holdt seg oppe. Energiprisene har steget gjennom høsten, men er fortsatt lavere enn for ett år siden og bidrar til å dempe den samlede prisveksten.

Prisveksten måles normalt som endring i konsumprisene fra samme måned året før. Det bidrar til å filtrere ut støy fra enkeltmåneder, men fører også til at målt prisvekst beveger seg tregt når det er taktskifter i inflasjonen. Mer kortsiktige mål på prisveksten, som annualisert tre- og seksmånedersvekst, har avtatt raskere enn tolvmånedersveksten i år, se figur 3.13. Gjennom høsten har imidlertid fallet i disse indikatorene bremsset opp, noe som kan tilsi at prisveksten ikke vil falle mye den nærmeste tiden.

Prisveksten anslås å avta gradvis

De nærmeste kvartalene venter vi at prisveksten vil endre seg lite og være i underkant av 3 prosent. Det er litt lavere enn vi anslo i forrige rapport. Det må ses i sammenheng med at prisveksten samlet sett har vært litt lavere enn ventet de siste månedene. I november kan prisveksten ha blitt trukket litt opp av at ikke all sesongmessig salgsaktivitet, knyttet til Black Friday, har blitt fanget opp i målingen av KPI. Vi legger derfor til grunn at den sesongmessige oppgangen i prisene i desember blir mindre i år enn den var i fjor.

Produktiviteten har vært høyere enn lagt til grunn i forrige rapport, noe som isolert sett bidrar til å redusere kostnadsveksten til bedriftene. Også fremover venter vi at produktivitetsveksten vil være litt høyere enn anslått i forrige rapport. I tillegg anslår vi litt lavere lønnsvekst neste år. Samlet sett bidrar det til at vi anslår litt lavere prisvekst i 2025 enn i forrige

rapport. Lenger ut i prognoseperioden er anslagene lite endret, og innebærer at veksten i KPI-JAE vil avta i takt med at lønnsveksten fortsetter å avta.

Lav prisvekst på importerte konsumvarer

Prisveksten på importerte varer har falt mye siden sommeren 2023 og bidrar til å trekke ned prisveksten. Også prisimpulsene til importerte konsumvarer, målt ved IPK, har avtatt markert de siste årene, og veksten i IPK er nå nær nivåene fra før pandemien, se figur 1.B.

Fremover venter vi at veksten i IPK vil være stabil nær dagens nivå. Det må ses i sammenheng med at effekten av de store kostnadssjokkene i kjølvannet av pandemien er blitt uttømt. Kronekursen er om lag som anslått i forrige rapport. Vi legger til grunn at de største effektene av svekkelsen i kronekursen i 2023 allerede har slått gjennom til konsumprisene. Samlet sett anslår vi at prisveksten på importerte konsumvarer vil holde seg lav ut prognoseperioden. Anslagene er lite endret fra forrige rapport.

Innenlandske forhold ventes å holde prisveksten oppe

Prisveksten på norskproduserte varer og tjenester er fremdeles høy, og bidrar til at prisveksten ligger over inflasjonsmålet. Vi venter at det vil ta tid før prisveksten på norskproduserte varer og tjenester kommer ned mot nivåene som er forenlig med inflasjonsmålet. Det henger sammen med at vi venter at lønnsveksten vil være høy sammenliknet med produktivitetsveksten fremover.

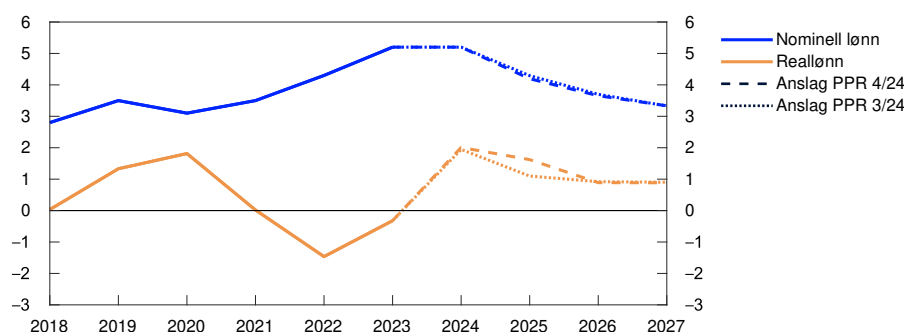
I sum anslår vi at veksten i KPI vil endre seg lite det neste året, før den avtar mot slutten av prognoseperioden. KPI-anslagene er justert mer ned enn anslagene for KPI-JAE. Det skyldes at veksten i energiprisene har vært lavere enn vi la til grunn i forrige rapport og at terminprisene for kraft er lavere enn i september. Terminprisene på bensin er lite endret siden forrige rapport.

Høy reallønnsvekst i år og neste år

Det er utsikter til høy reallønnsvekst i år, se figur 3.15. Vi anslår at reallønnsveksten, målt mot KPI, vil avta fremover, men at den forblir høy i 2025.

Figur 3.15 Høy reallønnsvekst neste år

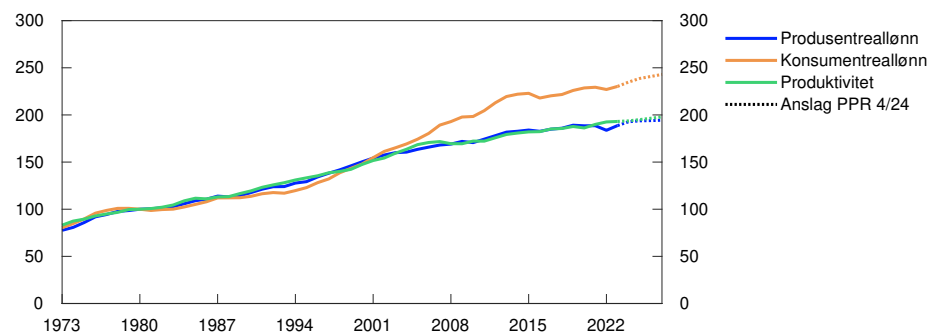
Årsvekst, Prosent



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 3.16 Produsentreallønnen holder tritt med produktiviteten

Indeks, 1980=100



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

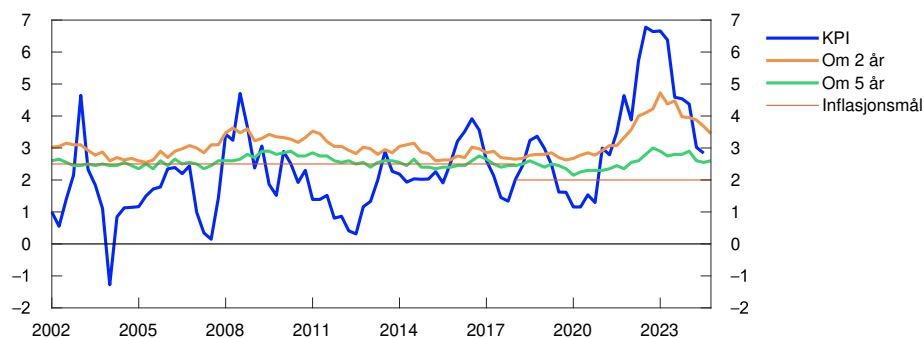
I anslagene øker reallønnen mer enn produktiviteten gjennom hele prognoseperioden. Den anslåtte reallønnsveksten er likevel forenlig med en stabil lønnsandel. Det må ses i sammenheng med at vi legger til grunn bytteforholdsgevinster i våre anslag. Den importerte prisveksten er lav, og ventes å endre seg lite fremover. Samtidig anslår vi at prisveksten på norskproduserte varer og tjenester holder seg høy gjennom hele prognoseperioden. Historisk har prisene norske bedrifter mottar fulgt den innenlandske prisveksten nærmere enn KPI samlet. Det innebærer at reallønnen for norske bedrifter (produsentreallønnen) vil øke mindre enn for husholdningene (konsumentreallønnen) og vil følge produktiviteten nærmere, se figur 3.16.

Usikkerhet om pris- og lønnsveksten

Det store fallet i prisveksten de siste årene tilsier at risikoen for at prisveksten biter seg fast på et svært høyt nivå har avtatt. Dette gjenspeiles også i inflasjonsforventningene, som fremdeles ligger noe over 2 prosent, men er klart lavere enn for ett år siden, se figur 3.17. Også usikkerhetsindikatoren for prisveksten har avtatt, og ligger nærmere et normalt nivå nå enn den gjorde for ett år siden, se omtale på [side 39](#).

Figur 3.17 Inflasjonsforventningene har avtatt

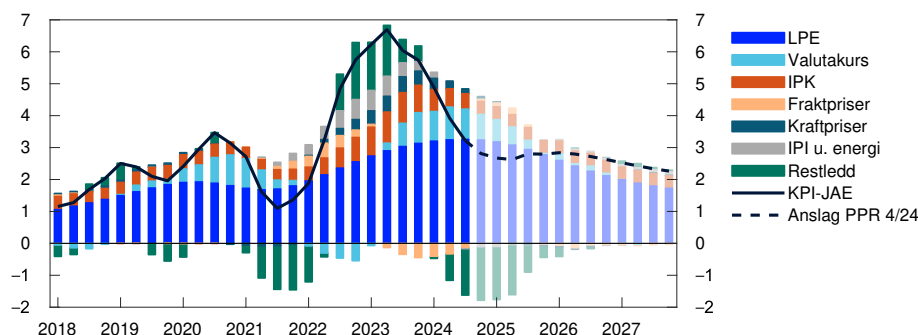
Forventninger til inflasjonen frem i tid. Prosent



Kilder: Epinion, Ipsos, Opinion og Statistisk sentralbyrå

Figur 3.18 Drivkreftene tilsier et mer gradvis fall i prisveksten

Bidrag til firekvartalersvekst i KPI-JAE. Prosentenheter



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

De siste årene har det vært store avvik mellom konsumprisveksten og hva den historiske sammenhengen mellom prisveksten og sentrale kostnadsdrivere tilsier, illustrert ved restledd i figur 3.18. Da prisveksten var høy, økte prisene raskere enn hva de historiske sammenhengene tilsier. Motsatt har prisveksten den siste tiden avtatt mer enn sammenhengene tilsier. Vi venter at veksten i konsumprisene og kostnadsdriverne igjen vil stige i takt mot slutten av prognoseperioden. Det forutsetter at de historiske sammenhengene ikke er vesentlig endret etter en periode med høy inflasjon. Om de tradisjonelle drivkreftene overdriver det samlede kostnadspresset kan prisveksten også fremover falle raskere enn vi legger til grunn. På den annen side kan prisveksten bli høyere enn vi anslår dersom hele kostnadsøkningen de siste årene, slik den er indikert i figur 3.18, vil hentes inn gjennom økte utsalgspriser fremover.

Våre anslag innebærer at prisveksten på importerte konsumvarer endrer seg lite fremover og vil være nær et historisk gjennomsnitt ut prognoseperioden. Det forutsetter at internasjonale priser som påvirker norske konsumvarer ikke treffes av nye forstyrrelser fremover. Risikoen for internasjonale handelskonflikter har økt. Dersom mange land bygger opp betydelige handelshindre, kan det få utslag i norske priser. Økte tollsatser, eller andre handelshindre, kan gi høyere internasjonale priser, også på varer vi importerer. På den annen side kan en del bedrifter velge å senke prisene for å opprettholde salget. Prisveksten i Norge vil også avhenge av utviklingen i kronekursen, som igjen vil avhenge av hvordan renteutsiktene internasjonalt endrer seg. Samtidig kan store endringer i handelspolitikken gi store utslag i finansmarkedene, og dette kan også gi utslag i kronekursen.

Lønnsandelen for industrien ligger lavt sammenlignet med et historisk gjennomsnitt. Lønnsandelen for Fastlands-Norge samlet ligger imidlertid på mer normale nivåer, og det er store forskjeller på tvers av næringer. Dette store spriket bidrar til usikkerhet rundt lønnsveksten fremover, og dermed også for den innenlandske prisveksten.

Indikatorer for usikkerhet på kort og mellomlang sikt

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

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

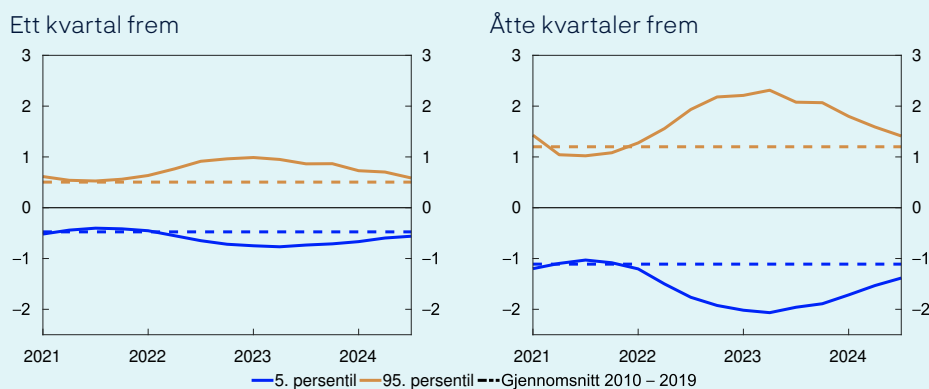
Gjennom 2022 økte usikkerheten om prisveksten, målt ved forskjellen mellom 95. og 5. persentil, betydelig, og det var særlig oppsiderisikoen som steg. Siden har usikkerheten avtatt gradvis og blitt mer balansert, og både på kort og mellomlang sikt er usikkerheten nå mer i tråd med historiske gjennomsnitt, se figur 3.E.

Modellene indikerer at usikkerheten rundt veksten i BNP for Fastlands-Norge på kort sikt er balansert og nær normale nivåer, se venstre panel i figur 3.F. På mellomlang sikt er usikkerheten noe mindre enn gjennomsnittet på 2010-tallet. Det er nedsiderisikoen som har vært noe mindre den siste tiden, se høyre panel i figur 3.F.

På kort sikt er også usikkerheten om boligprisveksten balansert og nær historiske gjennomsnitt, se venstre panel i figur 3.G. På mellomlang sikt har nedsiderisikoen vært større enn normalt et par år, men den siste tiden har nedsiderisikoen avtatt igjen, se høyre panel i figur 3.G.

Figur 3.E Lavere inflasjonsusikkerhet

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



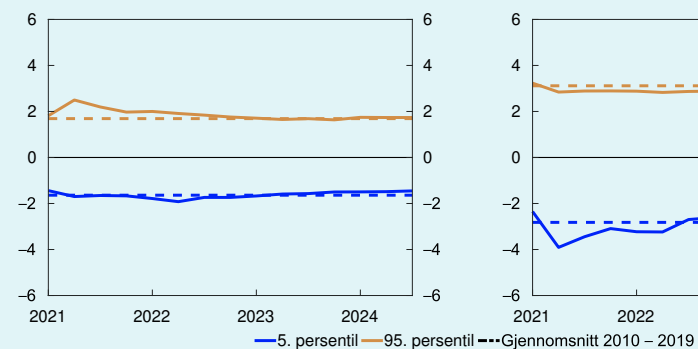
Kilde: Norges Bank

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

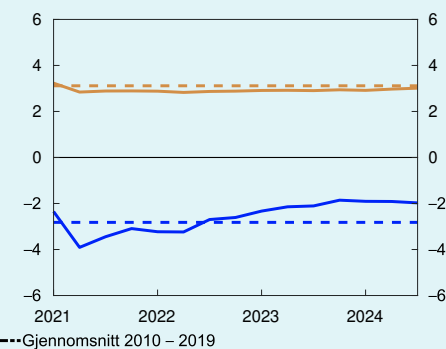
Figur 3.F Produksjonsusikkerheten nær gjennomsnitt på kort sikt

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

Ett kvartal frem



Åtte kvartaler frem

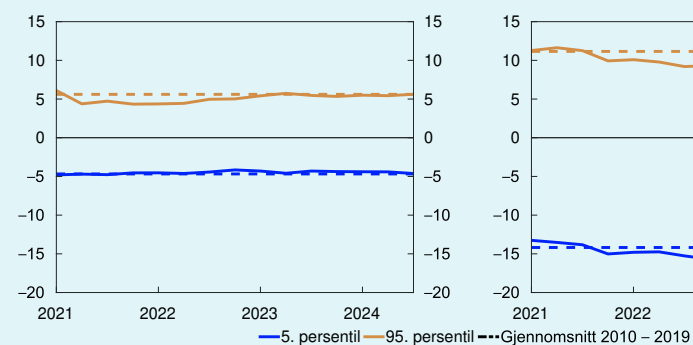


Kilde: Norges Bank

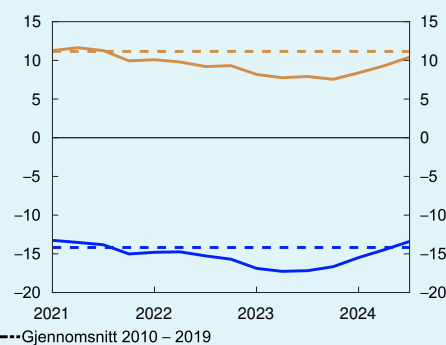
Figur 3.G Mindre nedsiderisiko for boligprisveksten

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

Ett kvartal frem



Åtte kvartaler frem



Kilde: Norges Bank

Den underliggende produktivitsveksten

Nye nasjonalregnskapstall viser at produktivitsveksten de siste par årene har vært litt høyere enn tidligere rapportert. De reviderte tallene påvirker i liten grad beregninger av den underliggende produktivitsveksten, som vi anslår at fortsatt vil holde seg relativt lav. Utviklingen de siste tiårene tyder på at produktivitsveksten har avtatt på tvers av land og næringer, ikke minst i industrien.

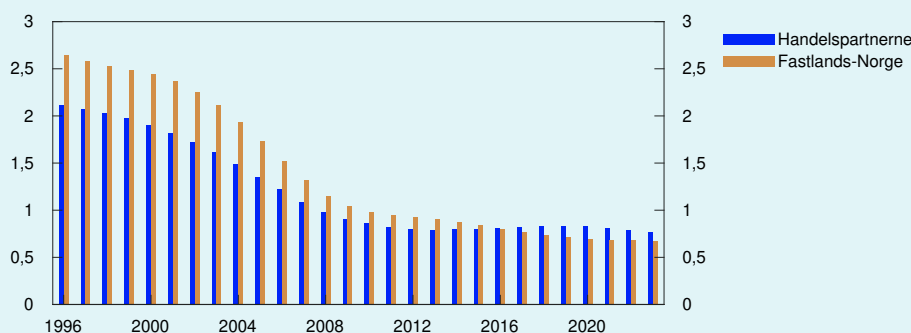
Over tid bidrar vekst i produktiviteten – målt som endring i brutto-produktet per timeverk – til økt levestandard. For pengepolitikken er den underliggende produktivitsveksten (trendveksten), som ser igjennom forbigående svingninger, blant annet viktig når vi vurderer hvor fort økonomien og kjøpekraften kan vokse uten at prisveksten tiltar. Prognosene for den underliggende produktivitsveksten utgjør derfor et viktig premiss for den pengepolitiske analysen.

Veksten i den målte produktiviteten vil typisk variere en del fra år til år og over konjunktorene, uten at det nødvendigvis speiler strukturelle endringer i produksjonsteknologi eller -prosesser. For å få et inntrykk av den underliggende produktivitsutviklingen, som i større grad fanger opp varige effektiviseringsgevinster, er det derfor nyttig å se på produktivitsutviklingen over litt lengre tidsperioder.

Den underliggende produktivitsveksten har vist en fallende tendens i de fleste utviklede økonomier de siste par tiårene. Både i Norge og hos våre viktigste handelspartnere er den underliggende veksten i produktiviteten mer enn halvert siden tusenårsskiftet, se figur 3.H.¹ Tallene antyder en gradvis konvergens i vekstretene på tvers av land, og den årlige trendveksten ligger nå godt under 1 prosent både for

Figur 3.H Årlig trendvekst i produktiviteten i Fastlands-Norge og de fire største handelspartnere

Prosent

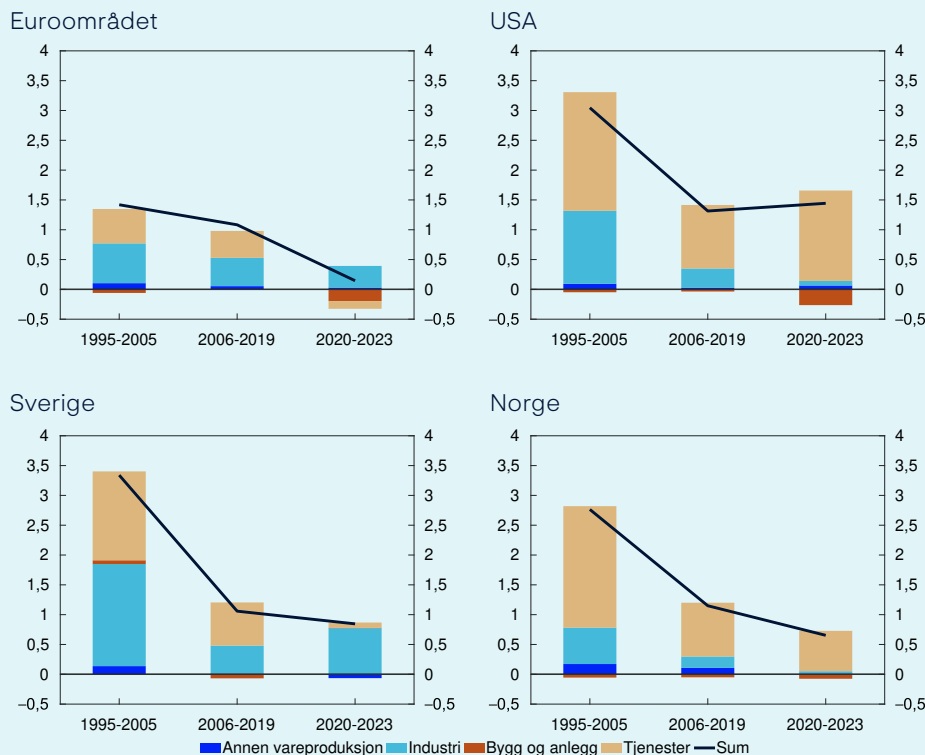


Kilder: OECD, US Bureau of Labor Statistics, US Bureau of Economic Analysis, Statistisk Sentralbyrå og Norges Bank

¹ Estimaten for trendveksten fremkommer ved først å avlede en HP-trend (Hodrick-Prescott, lambda lik 100) fra nivå tall for timeverksproduktiviteten – og deretter beregne årsveksten. En svakhet med metoden er at de første og siste observasjonene i utvalgsperioden får relativt stor betydning. Vekstestimatene for disse årene må derfor tolkes med en viss varsomhet.

Figur 3.I Sektorbidrag til gjennomsnittlig produktivitsvekst i ulike perioder

Prosent



Kilder: OECD, US Bureau of Labor Statistics, US Bureau of Economic Analysis, Statistisk Sentralbyrå og Norges Bank

Fastlands-Norge og et vektet gjennomsnitt av de landene vi handler mest med.

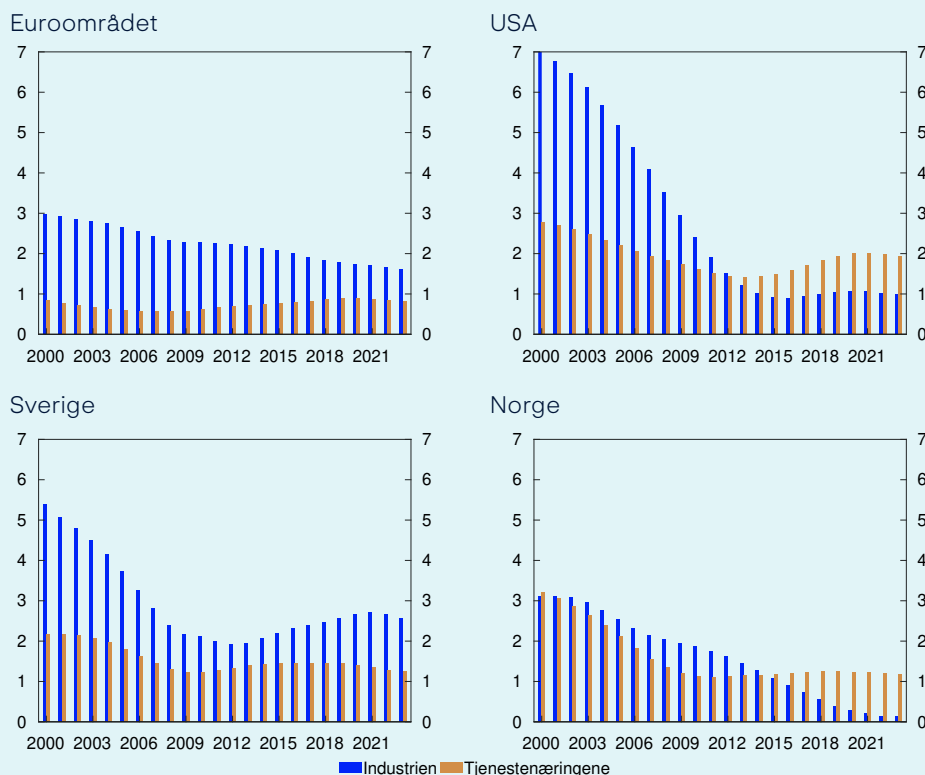
Tilsvarende produktivitetstall fordelt på næring antyder at oppbremsingen i produktiviteten har vært relativt bredt basert og i liten grad skyldes sammensetningseffekter.² I figur 3.I viser vi vekstbidragene fra ulike sektorer til produktivitsveksten samlet i henholdsvis euroområdet, USA, Sverige og Fastlands-Norge. Nedgangen i produktivitsveksten som startet i forkant av finanskrisen berørte de fleste næringene, men det var særlig tjenestenæringene og industrien som bidro til avdempingen i den underliggende produktivitsveksten for økonomiene samlet. I Norge og USA – og til dels Sverige – reflekterer utviklingen i tjenestenæringene trolig i noen grad en normalisering, etter en periode med historisk sett høy vekst i produktiviteten rundt årtusensskiftet.

Internasjonalt ble den samlede produktivitsveksten lenge løftet av effektivitetsforbedringer innenfor de tradisjonelle industrinæringene. Det har også i noen grad vært tilfellet her hjemme, selv om produktivitsbidraget fra industrien har vært mindre i Norge enn i mange andre land. De fleste industriprodukter omsettes i det internasjonale markedet, og den globale handelen har trolig bidratt til en mer effektiv arbeidsdeling

² Fokuset her er på privat sektor. Vi har derfor utelatt tjenestenæringer der produksjonen i hovedsak skjer i offentlig regi, som offentlig administrasjon, forsvar, utdanning, helse og omsorg.

Figur 3.J Vekst i trendproduktiviteten i industrien og tjenesteenæringene

Prosent



Kilder: OECD, US Bureau of Labor Statistics, US Bureau of Economic Analysis, Statistisk Sentralbyrå og Norges Bank

mellom land og har i tillegg vært en viktig kanal for spredningen av ny teknologi og bedre produksjonsmetoder.

Gjennom 2000-tallet avtok imidlertid den underliggende produktivitetsveksten i industrinæringene til dels markert i mange land og har nærmet seg den mer moderate veksttakten i tjenestesektoren, se figur 3.J. En mulig forklaring kan være at mye av produktivetspotensialet fra globaliseringen gradvis er uttømt. Mens nedgangen etter hvert har bremsset opp hos våre viktigste handelspartnere, har norske industribedrifter samlet sett hatt en relativt svak produktivitetsvekst det siste tiåret. Dette har imidlertid tidvis blitt mer enn oppveiet av høye utsalgspriser relativt til produktinnsatsprisene, og lønnsomheten i industrien har holdt seg godt oppe de siste par årene. For velferden er det til syvende og sist produktiviteten målt i kjøpekraft som er avgjørende.

At trendproduktiviteten har avtatt nokså gjennomgående på tvers av land og næringer antyder at utviklingen er drevet av én eller flere felles faktorer. Det er forsket mye på mulige kandidater, uten at det har resultert i noen bred konsensus. Noen mener utviklingen reflekterer at de store produktivitetsfremmende oppfinnelsene allerede ligger bak oss og at nyere teknologifremskritt ikke har hatt – eller vil ha – det samme potensialet til å løfte produktiviteten.³ Produktiviteten har nådd et høyt

³ Se Gordon, R. J. (2018) «[Why Has Economic Growth Slowed When Innovation Appears to be Accelerating?](#)». NBER Working Paper 24554, National Bureau of Economic Research, Inc.

nivå i de fleste utviklede land, og lavthengende frukter er langt på vei plukket. Andre peker på at det tar tid før bedrifter får tilpasset produksjonen og arbeidsstokken til nye teknologiske muligheter, men at den tilsynelatende rivende teknologiske utviklingen vi ser rundt oss, blant annet knyttet til kunstig intelligens, etter hvert vil bidra til et kraftig løft i produktiviteten.⁴

Sammen med sysselsettingstrenden påvirker den underliggende produktivitsutviklingen vår løpende vurdering av produksjonspotensialet i økonomien og dermed kapasitetsutnyttingen. Samtidig har vi et stort utvalg modeller som mer direkte anslår den løpende kapasitetsutnyttingen og som derfor indirekte også gir oss informasjon om produksjonspotensialet og den underliggende produktivitsveksten, se boks på [side 30](#). De ulike modellestimatene er nokså samstemte i at trendveksten har ligget relativt flatt på et lavt nivå en god stund.

Inntrykket av at den underliggende produktivitsveksten vil holde seg lav den nærmeste tiden støttes av tall fra vårt regionale nettverk som viser at bedriftene er pessimistiske med hensyn til produktivitsutsiktene. Våre anslag for den underliggende produktivitsveksten utover i prognoseperioden bygger i stor grad på en videreføring av historiske trender. Det tilsier en nokså moderat trendvekst også fremover.

Reviderte nasjonalregnskapstall innebærer en solid oppjustering av produktiviteten for Fastlands-Norge i 2022, mens tallet for 2023 er lite endret. Oppgangen skyldes blant annet høy aktivitet i oljetjenestenæringen og den oljerelaterte delen av industrien, noe som trolig reflekterer midlertidige forhold. Vi har likevel gjort en marginal oppjustering av prognosene for den underliggende produktivitsveksten de nærmeste årene sammenlignet med [Pengepolitisk rapport 3/2024](#), se tabell 3.A.

Beregninger av timeverksproduktiviteten er beheftet med usikkerhet. Det er kjente utfordringer knyttet til måling både av bruttoproduktet i volum (teller) og timeverkene (nevner). Enkelte studier antyder at den offisielle statistikken i økende grad undervurderer den faktiske produktivitsveksten.⁵ Konklusjonene i denne rammen må derfor tolkes med en viss varsomhet.

4 Se Brynjolfsson, E., D. Rock og C. Syverson (2021) «[The Productivity J-Curve: How Intangibles Complement General Purpose Technologies](#)». *American Economic Journal: Macroeconomics*, vol. 13(1), side 333-72. For en generell oppsummering av mulige forklaringer, se for eksempel Goldin, I., P. Kouroumpis, F. Lafond og J. Winkler (2024). «[Why Is Productivity Slowing Down?](#)». *Journal of Economic Literature*, 62 (1), side 196-268.

5 Se Goldin m. fl. (2024), op. cit.

Økte investeringer i kraftsektoren

Investeringene i kraftsektoren har økt mye i år etter år og har falt markert siden 2020. Vi anslår at de vil fortsette å øke mye og stå for nesten halvparten av veksten i foretaksinvesteringene fra 2024 til 2027. Den anslåtte oppgangen er drevet av økte investeringer i kraftnettet og i eksisterende vannkraftverk. Vi ventet at prosjekter innen havvind vil trekke opp investeringene ytterligere frem mot 2030.

Investeringene i kraftsektoren har i snitt stått for 10 prosent av investeringene i fastlandsbedriftene siden 2010. De var høye i 2018 til 2020 som følge av store investeringer i vindkraft og utenlandskabler. Deretter falt de markert da kabelprosjektene ble ferdige og som følge av at investeringene innen vindkraft falt til nesten null. Investeringene i norsk kraftproduksjon var i fjor på det laveste nivået på over 20 år.

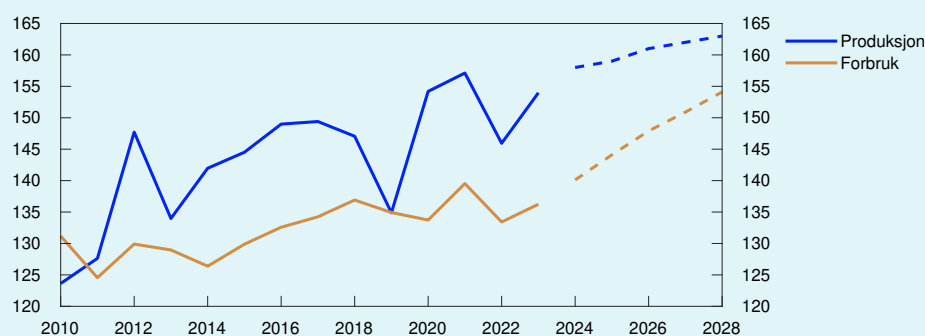
Kutt i klimagassutslipp, økt digitalisering og nye grønne næringer vil øke kraftforbruket de kommende årene. Kraftproduksjonen ligger ikke an til å øke like mye, se figur 3.K. Lavere kraftoverskudd på mellomlang sikt, sammen med høyere kraftpriser på kontinentet enn tidligere, vil kunne gi høyere kraftpris i Norge fremover enn i de foregående tiårene. Det vil stimulere til investeringer i kraftproduksjon. I tillegg må kraftnettet utvides og oppgraderes for å møte den økte etterspørselen etter nettkapasitet.

Kraftinvesteringene påvirkes i større grad enn andre foretaksinvesteringer av politiske og regulatoriske føringer som ivaretar viktige samfunns-hensyn knyttet til natur, lokal forankring og urfolks rettigheter. Det kan derfor ta mange år fra kraft- og nettselskapene begynner å planlegge et prosjekt til prosjektet eventuelt blir satt i gang. Investeringene i kraftsektoren er derfor mindre konjunkturfølsomme enn andre investeringer i fastlandsbedriftene.

Vi anslår kraftinvesteringene med utgangspunkt i tall fra nasjonalregnskapet og investeringstillingen til Statistisk sentralbyrå. Tellingen har tall for utførte investeringer og investeringsanslag for 2024 og 2025 for

Figur 3.K Kraftforbruket stiger mer enn kraftproduksjonen

Terrawattimer (TWh)



Kilder: Norges vassdrags- og energidirektorat (NVE) og Statistisk Sentralbyrå

produksjon av elektrisitet, overføring og distribusjon av elektrisitet og fjernvarme og annen kraftforsyning. Anslagene våre er også basert på terminprisene for kraft, analyser fra NVE og Statnett,¹ annonserte investeringsplaner, nyheter om aktuelle prosjekter og informasjon om politiske vedtak som påvirker rammevilkårene for kraftinvesteringer.

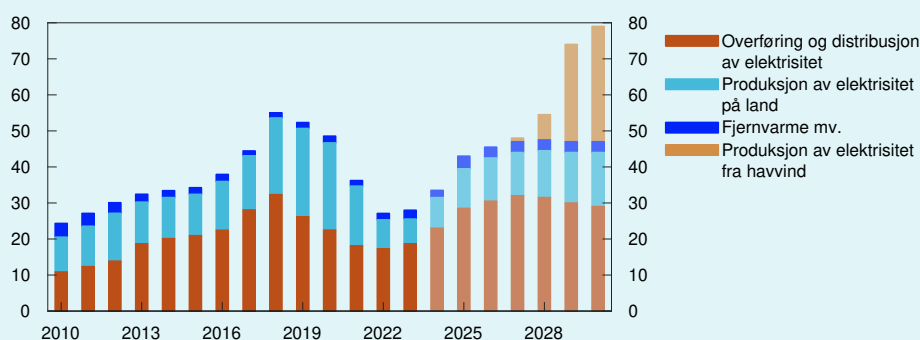
Investeringene i kraftsektoren har tatt seg godt opp siden i fjor sommer. Vi anslår at de vil øke med 20 prosent i år og med nesten 30 prosent til neste år, i tråd med anslagene fra den siste investeringstelling, se figur 3.L. Deretter venter vi at investeringene vil øke med ytterligere 5–6 prosent per år i 2026 og 2027.

Investeringer i overføring og distribusjon av elektrisitet står for to tredeler av den anslåtte økningen i kraftinvesteringene fra 2023 til 2027. Disse investeringene er drevet av at etterspørselen etter nettkapasitet har økt markert de siste årene og er forventet å øke mye fremover. Den økte etterspørselen har ført til at kraftnettet er fullt mange steder og til at en del industriprosjekter har blitt utsatt eller kansellert på grunn av manglende tilgang på kraft. Siden nettselskapene har tilknytningsplikt for kunder som ønsker ny eller utvidet tilknytning til kraftnettet, må de investere i ny nettkapasitet og oppgradere det eksisterende nettet for å møte den økte etterspørselen. Investeringene i kraftnettet vil trolig holde seg høye i 2028 til 2030.

Vi anslår at investeringene i produksjon av elektrisitet vil øke mye fra 2023 til 2027, men at de fortsatt vil være langt lavere enn i toppårene 2018 til 2020. Oppgangen gjenspeiler i stor grad at kraftselskapene øker sine investeringer i oppgraderinger og utvidelser av eksisterende vannkraftverk. En del av disse investeringene vil øke effektkapasiteten i kraftverkene, det vil si øke mengden kraft som kan produseres på kort tid når kraftprisen er høy, uten nødvendigvis å føre til høyere produksjon samlet

Figur 3.L Investeringene i kraftsektoren øker

Faste 2024-priser. Mrd. kroner



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

¹ Vi anslår investeringene i overføring og distribusjon av elektrisitet for årene 2026 til 2030 ved bruk av Statnetts anslag for egne investeringer i transmisjonsnettet og anslag for investeringer i regional- og distribusjonsnettet på hjemmesiden til NVE, se PlanNett, sammendraget i Statnett (2023): «[Systemutviklingsplan 2023](#)» og dataunderlaget til RME/NVE (2024): «[Framskriving av nettleie i lokalt distribusjonsnett 2024-2030](#)». NVE rapport 6/2024.

sett. Slike prosjekter har blitt mer lønnsomme i det siste, siden kraftprisene svinger mer enn før. Investeringene i nye vannkraftverk kan også øke noe fremover, men potensialet her er begrenset siden de fleste ikke-utbygde vassdragene er vernet.

Kraftselskapene vil trolig investere lite i vindkraft på land de nærmeste årene. Det har sammenheng med at få vindprosjekter har konsesjon eller er til konsesjonsbehandling. Kraftselskapene har imidlertid annonsert at de arbeider med flere vindkraftprosjekter. Vi venter derfor at investeringene i landvind vil ta seg opp mot slutten av tiåret. Investeringene i solkraftverk er også ventet å øke fra et lavt nivå. Noen solprosjekter har fått konsesjon de siste årene, og flere prosjekter er til konsesjonsbehandling. Vi anslår videre at investeringene innen fjernvarme vil bli høyere fremover enn hva de har vært de siste årene.

Investeringene i havvind kan bli betydelige på sikt. Vi anslår at det første bunnfaste prosjektet på Sørlege Nordsjø II vil komme i gang for fullt mot slutten av 2027 og gi samlede investeringer på 60–80 milliarder kroner. Hoveddelen av disse investeringene vil trolig komme i 2029 og 2030. Vi venter også at det flytende havvindprosjektet på Utsira Nord vil komme i gang før 2030, men det meste av investeringene vil bli gjennomført på 2030-tallet. Prosjektet GoliatVIND og andre prosjekter som er knyttet til oljevirksomheten kan også gi investeringer i flytende havvind frem mot 2030. Investeringene i havvind vil i stor grad avhenge av politisk bestemte rammevilkår, herunder omfanget av arealutlysninger og støtteordninger.

Etterspørselen etter kraft er forventet å øke fremover, men omfanget er usikkert. Flere kraftkrevende prosjekter innen hydrogen, batterier og tradisjonell industri har blitt utsatt eller kansellert det siste året. Dersom denne trenden fortsetter, kan investeringene i nett og produksjon bli lavere på sikt enn vi nå anslår.

På den annen side kan kraftforbruket bli høyere enn ventet hvis mer omfattende klimatiltak iverksettes og en større del av energiforbruket elektrifiseres enn vi nå legger til grunn. I så fall kan investeringene i kraftsektoren bli høyere enn anslått.

4. Pengepolitisk analyse

Utsikter til litt lavere prisvekst enn tidligere lagt til grunn trekker rentebanen ned i vårt analyseapparat. Høyere offentlig etterspørsel og noe høyere petroleumsinvesteringer og privat konsum trekker i retning av en høyere rentebane. En enkel regel for pengepolitikk tilsier en noe lavere rentebane enn det regelen tilsa i forrige rapport.

4.1 Rentebanen og mål for pengepolitikken

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

Renten ble holdt uendret på 4,5 prosent på møtet 18. desember. Prognosen for styringsrenten er lite endret det nærmeste året, men den indikerer noe mindre nedgang i renten i årene fremover. Slik komiteen nå vurderer utsiktene, vil styringsrenten mest sannsynlig settes ned i mars neste år. Prognosen for styringsrenten er 2,9 prosent ved utgangen av 2027.

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

4.2 Ny informasjon og nye vurderinger

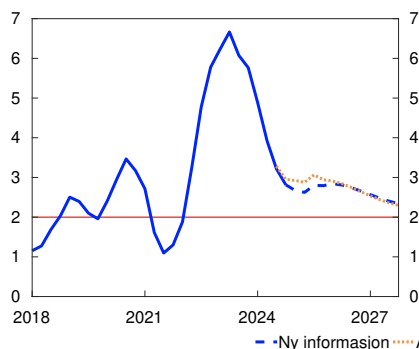
Litt lavere prisvekst og høyere kapasitetsutnytting

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

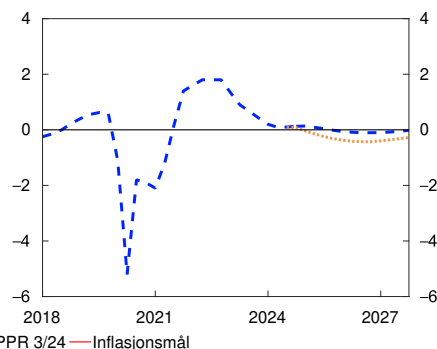
Figur 4.1 Litt lavere prisvekst og høyere kapasitetsutnyttning

Anslag betinget på ny informasjon om den økonomiske utviklingen og prognosen for styringsrenten fra *Pengepolitisk rapport 3/2024*

KPI-JAE. Firekvartalersvekst. Prosent



Anslag på produksjonsgapet. Prosent



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

I øvelsen med rentebanen fra september er kapasitetsutnyttningen høyere gjennom hele prognosehorisonten, se figur 4.1. Prisveksten målt ved KPI-JAE vil i øvelsen ligge lavere frem til midten av 2026, sammenlignet med forrige rapport.

Styringsrenteforventningene ligger likt med rentebanen den nærmeste tiden

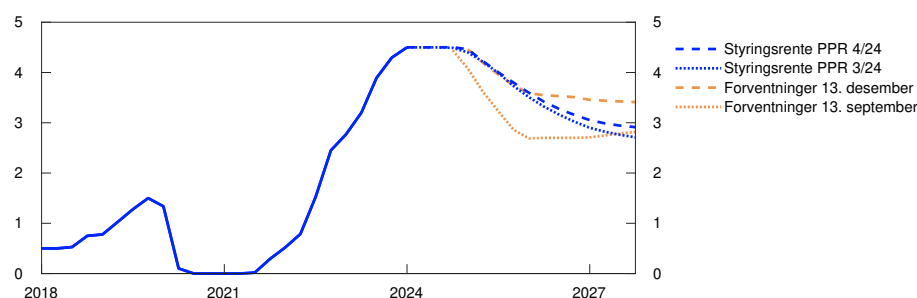
Markedets forventninger til styringsrenten frem i tid kan si oss noe om hvordan markedsaktører har tolket ny informasjon og hvordan de tror Norges Bank vil reagere.

Styringsrenteforventningene er om lag lik rentebanen i denne rapporten gjennom neste år, se figur 4.2. Mot slutten av prognoseperioden ligger markedsforventningene over rentebanen.

Styringsrenteforventningene har steget siden forrige rapport. Noe av økningen kom i etterkant av at rapporten ble lagt frem. Styringsrenteforventningene har samlet sett økt mer enn vår rentebane.

Figur 4.2 Styringsrenteforventningene ligger likt med rentebanen den nærmeste tiden

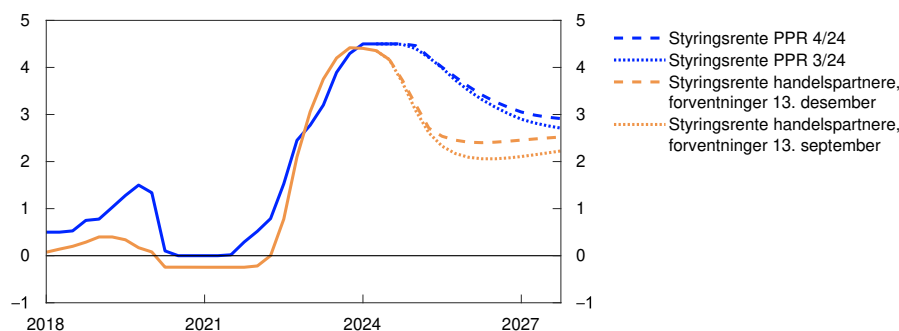
Styringsrente. Prosent



Kilder: Bloomberg og Norges Bank

Figur 4.3 Positiv rentedifferanse mot utlandet

Styringsrenten i Norge og hos våre viktigste handelspartnere. Prosent



Kilder: Bloomberg og Norges Bank

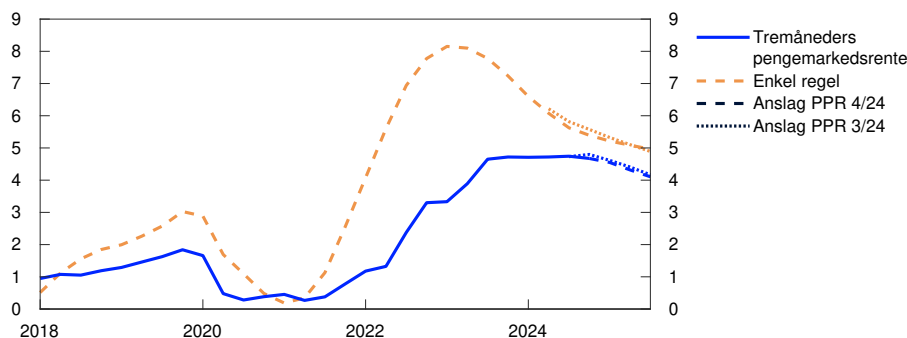
Markedets forventninger til styringsrenten hos våre viktigste handelspartnere er samlet sett høyere enn ved forrige rapport, se figur 4.3. Markedet forventer en rentenedgang både i Norge og hos våre handelspartnere fremover, men noe færre rentekutt enn tidligere antatt. Styringsrentedifferansen er forventet å øke noe den nærmeste tiden og avtar deretter litt, men holder seg positiv gjennom hele prognoseperioden.

Den enkle regelen tilsier litt lavere pengemarkedsrente fremover

En enkel regel for renten viser hvordan pengemarkedsrenten historisk har samvariert med produksjonsgapet og inflasjonen, se [Pengepolitisk rapport 2/2022](#). Den enkle regelen gir en litt lavere rente de nærmeste kvartalene enn regelen indikerte ved forrige rapport. Det reflekterer at nedjusteringen av prisveksten bidrar mer enn oppjusteringen av produksjonsgapet. Nivået er fortsatt litt høyere enn prognosen for pengemarkedsrenten i denne rapporten, men avstanden er mindre enn den var i forrige rapport, se figur 4.4.

Figur 4.4 Den enkle regelen tilsier litt lavere pengemarkedsrente fremover

Tremåneders pengemarkedsrente. Prosent



Kilder: LSEG Datastream og Norges Bank

4.3 Pengepolitisk innretning og drivkrefter bak endringene i rentebanen

Sammenlignet med forrige rapport er prognosen for styringsrenten lite endret det nærmeste året, men indikerer noe færre rentekutt fremover. Anslagene for prisveksten er justert litt ned. Det bidrar til en høyere forventet realrente. Lavere pengemarkedspåslag gir noe lavere pengemarkedsrente. Det bidrar til en noe lavere forventet realrente. Samlet sett gir dette et anslag på forventet realrente som er om lag uendret siden forrige rapport, se figur 4.5.

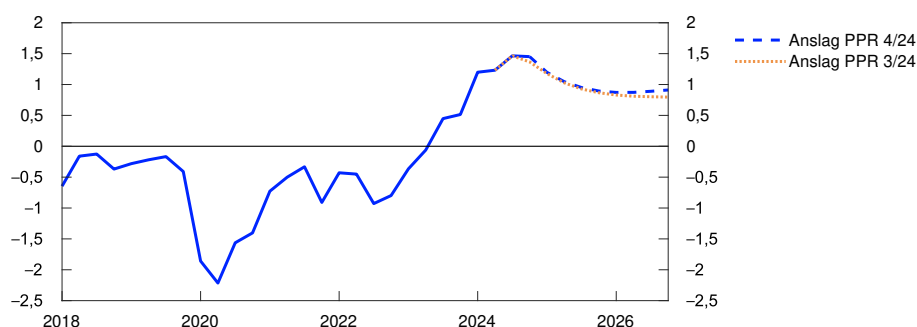
Prognosen indikerer at realrenten vil være litt høyere de neste kvartalene enn estimatet på den nøytrale realrenten, se [Pengepolitisk rapport 2/2024](#). Både nominelle og reelle renter påvirker konsumet og dermed aktiviteten i norsk økonomi, se boks i [Pengepolitisk rapport 3/2023](#). Anslaget på nominelle boliglånsrenter er litt lavere enn tidligere anslått, noe som isolert sett bidrar til litt høyere konsum. Fremover venter vi at renten vil avta noe raskere enn prisveksten, slik at forventet realrente vil falle. Ved utgangen av 2026 anslår vi at realrenten er om lag 0,9 prosent, som er i den øvre delen av intervallet for estimatet på nøytral realrente.

Prognosene indikerer noe bedre måloppnåelse

Avveingene mellom hensynet til å bringe inflasjonen raskt tilbake til målet og hensynet til å bidra til høy og stabil produksjon og sysselsetting kommer til uttrykk i prognosene for inflasjonen og produksjonsgapet. Figur 4.6 illustrerer avveingene i denne og tidligere rapporter. Punktene viser prognosene ett til tre år frem for produksjonsgapet og inflasjonen (målt som avvik fra inflasjonsmålet) i ulike rapporter. Hvor i diagrammet punktene ligger, avhenger av sjokkene økonomien er blitt utsatt for og hvordan pengepolitikken innrettes som respons på sjokkene. I den teoretiske litteraturen er en vanlig betingelse for gode avveier at prognosene for inflasjonsgapet og produksjonsgapet har motsatt fortegn. Hvis begge gapene for eksempel er negative, vil både inflasjonen kunne komme nærmere målet og produksjonen nærmere potensialet med en lavere rente. I situasjoner der andre forhold tillegges stor vekt,

Figur 4.5 Pengepolitikken virker innstrammende

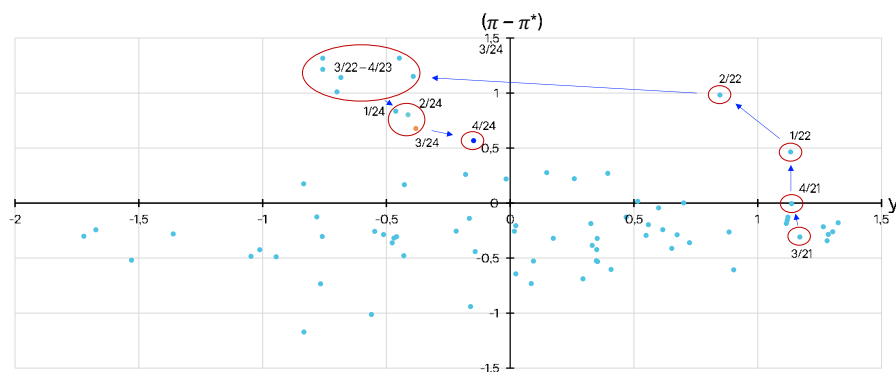
Anslag på forventet realrente i pengemarkedet. Prosent



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 4.6 Noe bedre måloppnåelse i prognosene

Inflasjonsgap og produksjonsgap. Gjennomsnitt 1–3 år frem



Kilde: Norges Bank

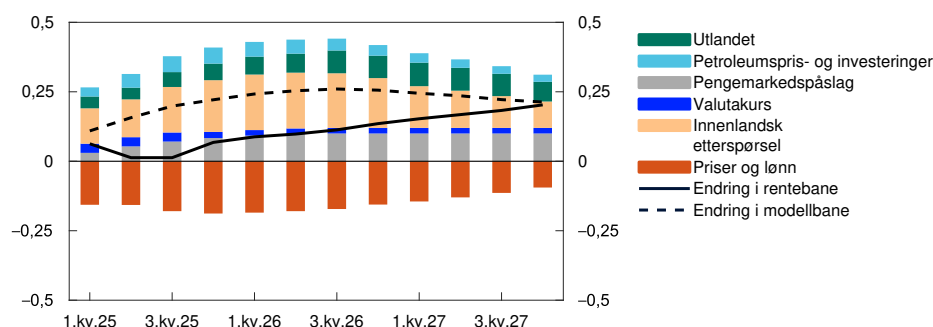
som risikoen for finansiell ustabilitet eller usikkerhet om virkningen av renten, kan det likevel være riktig at begge gapene har samme fortegn i prognosene. I de siste to årene har prognosene for de to gapene ligget i den nordvestlige kvadranten, noe som innebærer at det ikke er mulig å bringe produksjonen lenger opp mot sitt potensial uten at inflasjonen kommer lenger unna målet. Punktene har etter hvert kommet nærmere origo, noe som innebærer utsikter til en noe bedre samlet måloppnåelse. Det vil si at prognosene for inflasjonen ligger nærmere målet og at produksjonen er nærmere sitt potensial.

Modellanalysen tilsier litt høyere rentebane

I renteregnskapet i figur 4.7 bruker vi vår hovedmodell NEMO til å dekomponere de viktigste drivkreftene bak endringene i rentebanen siden forrige rapport. I makroøkonomiske modeller som NEMO vil økonomiske svingninger som bringer inflasjonen bort fra målet og produksjonen bort fra potensiell produksjon, forklares av sjokk. Rente-regnskapet viser hvordan endringer i sjokk fra forrige rapport bidrar til endringer i rentebanen. Endringer i sjokkene oppstår når nye data og anslag for utviklingen den nærmeste tiden er annerledes enn det drivkreftene i modellen skulle tilsi. Søylene viser bidrag til endring i

Figur 4.7 Modellen tilsier litt høyere rentebane

Akkumulerte bidrag. Prosentenheter



Kilde: Norges Bank

modellbanen fra ulike kategorier sjokk, og den stiplede linjen viser summen av søylene. Den heltrukne linjen viser den faktiske endringen i prognosen for rentebanen.

Markedsprisingen indikerer nå noe høyere styringsrenter i utlandet enn tidligere lagt til grunn, og den økonomiske veksten hos våre handelspartnere har samlet sett vært litt høyere enn anslått i september-rapporten. Faktorer knyttet til utlandet trekker i retning av en litt høyere modellbane, se grønne søyler.

Siden forrige rapport har både spot- og terminprisene på gass økt. Oljeprisen er om lag uendret, mens fremtidsprisene har økt. Samlet sett er petroleumsprisene litt høyere enn i forrige rapport. Anslagene for petroleumsinvesteringene er oppjustert siden forrige rapport, og noe mer enn økningen i petroleumsprisene tilsier i modellrammeverket. Faktorer knyttet til petroleumspris og -investeringer bidrar til en litt høyere modellbane, se lyseblå søyler.

Pengemarkedspåslaget har falt siden forrige rapport og anslagene fremover er nedjustert. Det innebærer lempeligere finansielle forhold og bidrar isolert sett til en litt høyere modellbane, se grå søyler.

Kronekursen har utviklet seg om lag i tråd med endringer i rentedifferansen og bidrar kun til små endringer i modellbanen, se mørkeblå søyler.

Anslagene for offentlig etterspørsel er oppjustert siden forrige rapport, og sammen med noe høyere anslag for konsumet på kort sikt enn det som kan forklares av drivkreftene i modellen, bidrar det til en høyere modellbane. Lavere boliginvesteringer enn tidligere lagt til grunn og lavere anslag for utviklingen den nærmeste tiden bidrar isolert sett til en litt lavere modellbane. Samlet bidrar faktorer knyttet til innenlandsk etterspørsel til en høyere modellbane, se oransje søyler.

Prisveksten har vært lavere enn det sentrale kostnadsdrivere i modellen skulle tilsi. Anslagene for prisveksten på kort sikt er lavere enn i forrige rapport. Dette trekker i retningen av en noe lavere modellbane, se røde søyler.

Modellanalysen tilsier en litt høyere rentebane sammenlignet med forrige rapport. Rentebanen er litt lavere enn modellbanen.

Vedlegg

Tabeller med detaljerte anslag



TABELL 1 Internasjonale anslag

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

¹ I aggregatet inngår: Euroområdet, Kina, Storbritannia, Sverige og USA. Eksportvekter.
² I aggregatet inngår: Euroområdet, Storbritannia, Sverige og USA. Importvekter.
³ Målt i utenlandsk valuta. Inkludert vridningseffekter og fraktrater.

Kilder: LSEG Datastream og Norges Bank

TABELL 2a Konsumpriser. Tolvmånedersvekst. Prosent

	2024				2025		
	sep	okt	nov	des	jan	feb	mar
KPI							
Faktisk	3,0	2,6	2,4				
Anslag PPR 3/24	3,1	2,6	2,6	3,1			
Anslag PPR 4/24				2,8	2,3	2,6	2,4
KPI-JAE							
Faktisk	3,1	2,7	3,0				
Anslag PPR 3/24	3,3	2,9	3,0	3,0			
Anslag PPR 4/24				2,8	2,6	2,7	2,7
Importerte varer i KPI-JAE							
Faktisk	1,5	0,9	1,0				
Anslag PPR 3/24	1,8	1,2	1,0	0,8			
Anslag PPR 4/24				0,6	0,9	0,3	0,8
Norskproduserte varer og tjenester i KPI-JAE							
Faktisk	3,9	3,6	3,9				
Anslag PPR 3/24	4,0	3,8	3,9	4,2			
Anslag PPR 4/24				3,8	3,5	3,9	3,7

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

TABELL 2b Boligpriser. Månedsvkst. Sesongjustert. Prosent

	2024				2025		
	sep	okt	nov	des	jan	feb	mar
Faktisk	0,4	0,3	0,4				
Anslag PPR 3/24	0,3	0,3	0,2	0,2			
Anslag PPR 4/24				0,4	0,5	0,4	0,4

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

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

	2024				2025		
	sep	okt	nov	des	jan	feb	mar
Faktisk	2,1	2,1	2,1				
Anslag PPR 3/24	2,0	2,1	2,1	2,1			
Anslag PPR 4/24				2,1	2,1	2,1	2,1

Kilder: Nav og Norges Bank

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

	2024			2025
	2. kv.	3. kv.	4. kv.	1. kv.
Faktisk	0,3	0,5		
Anslag PPR 3/24		0,3	0,2	
Anslag PPR 4/24			0,3	0,3

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 3/2024 i parentes	Prosentvis endring fra foregående år (der annet ikke fremgår)					
	Faste 2022-priser (mrd. kr.) 2023	2023	Anslag			
			2024	2025	2026	2027
Priser og lønninger						
KPI		5,5	3,2 (0,0)	2,6 (-0,6)	2,8 (0,0)	2,4 (0,0)
KPI-JAE		6,2	3,7 (0,0)	2,7 (-0,3)	2,7 (-0,1)	2,4 (0,0)
Årslønn		5,2	5,2 (0,0)	4,2 (-0,1)	3,7 (0,0)	3,3 (0,0)
Realøkonomi ¹						
Bruttonasjonalprodukt (BNP)	5733	0,1	2,2 (0,6)	2,4 (0,6)	0,1 (-0,4)	0,0 (-0,5)
BNP for Fastlands-Norge ²	3703	1	0,9 (0,3)	1,4 (0,3)	1,4 (0,1)	1,4 (-0,1)
Produksjonsgap for Fastlands-Norge (nivå)		0,8	0,1 (0,0)	0,1 (0,3)	-0,1 (0,3)	-0,2 (0,1)
Sysselsetting, personer, KNR		1,3	0,6 (0,0)	0,7 (0,2)	0,7 (0,0)	0,7 (-0,1)
Registrert ledighet (rate, nivå)		1,8	2,0 (0,0)	2,1 (-0,1)	2,2 (-0,1)	2,2 (0,0)
Etterspørsel ¹						
Etterspørsel fra Fastlands-Norge ²	3760	0,2	0,4 (0,8)	2,3 (0,0)	2,2 (-0,2)	2,0 (-0,2)
– Husholdningenes konsum	1843	-0,8	1,2 (0,1)	2,6 (-0,1)	1,8 (-0,4)	1,7 (-0,2)
– Foretaksinvesteringer	397	3,4	-4,1 (2,3)	2,6 (2,1)	2,7 (0,3)	2,1 (-0,6)
– Boliginvesteringer	194	-18,3	-18,9 (-2,7)	-2,5 (-6,5)	10,3 (0,7)	8,2 (-0,1)
– Offentlig etterspørsel	1326	4,1	3,5 (1,4)	2,4 (0,2)	1,8 (0,0)	1,7 (0,0)
Petroleumsinvesteringer ²	197	10,6	10,0 (0,0)	4,0 (3,0)	-6,0 (-1,0)	-5,0 (0,0)
Eksport fra Fastlands-Norge ²	1026	8	4,0 (2,3)	2,5 (-2,4)	2,1 (0,0)	2,5 (-0,2)
Import	1440	-1	2,0 (1,1)	2,3 (-0,9)	2,4 (0,6)	2,5 (0,7)
Boligpriser og gjeld						
Boligpriser		0,2	2,9 (0,0)	6,3 (0,9)	8,5 (0,4)	6,5 (0,1)
Kreditt til husholdningene (K2)		3,4	3,6 (0,7)	3,8 (1,0)	3,8 (0,9)	3,8 (0,6)
Renter, valutakurs og oljepris						
Styringsrente (nivå)		3,5	4,5 (0,0)	4,1 (0,0)	3,4 (0,1)	3,0 (0,2)
Importveid valutakurs (I-44) (nivå)		119,5	120,2 (0,0)	121,0 (0,1)	121,0 (0,3)	121,0 (0,4)
Styringsrente hos handelspartnere (nivå)		3,9	4,2 (0,1)	2,7 (0,2)	2,4 (0,3)	2,5 (0,3)
Oljepris Brent Blend. USD per fat		83	81 (0,8)	73 (4,3)	71 (2,1)	69 (0,4)
Husholdningenes inntekt og sparing ¹						
Disponibel realinntekt utenom aksjeutbytte		-1,5	4,2 (0,9)	3,3 (1,1)	2,6 (-0,4)	2,1 (-0,4)
Sparing utenom aksjeutbytte (rate, nivå)		-0,4	1,5 (-0,5)	2,5 (0,6)	2,9 (0,6)	3,4 (0,6)
Finanspolitikken						
Strukturelt oljekorrigert underskudd som andel av SPU ³		3	2,7 (0,0)	2,5 (0,0)	2,5 (0,0)	2,5 (0,0)
Strukturelt oljekorrigert underskudd som andel av trend-BNP		9,6	10,7 (0,3)	11,7 (1,0)	11,8 (0,9)	11,9 (0,9)

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

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



Norges Bank
Pengepolitisk rapport 4/2024 desember

Design: TRY

Layout: Aksell AS

ISSN 1894-0234 (online)