

Torsdag publiseres **Norges Banks utlånsundersøkelse** som tar for seg kredittpraksis og etterspørselen etter lån blant de største aktørene i det norske lånemarkedet. I løpet av det siste året har bankene rapportert om økende låneetterspørsel blant husholdninger og ikke-finansielle foretak, jf. figuren under. Også faktisk kredittvekst har tiltatt, til 3,9 prosent år/år i august. Vi venter at kredittveksten tar seg ytterligere noe opp i fjerde kvartal bl.a. som følge av at høyere aktivitets- og lønnsvekst ventes å øke etterspørselen etter lån. I tillegg er styringsrenten senket med 50 basispunkter siden forsommeren. Lavere renter reduserer lånekostnadene og bidrar også til økt låneetterspørsel. I tillegg holder påslaget på de korte pengemarkedsrentene seg lave. Påslaget mellom OIS-renten og tre måneders Nibor har de siste månedene i gjennomsnitt vært 14 basispunkter, oppunder 10 basispunkter lavere enn i 2024. Et lavt påslag bidrar til å holde bankenes finansieringskostnader nede, og peker isolert sett i retning av lempeligere kredittpraksis. Økt kredittvekst ventes å stimulere forbruk og investeringer fremover.

Etterspørsel etter lån

Endring siste 3mnd. Ruter angir neste 3mnd

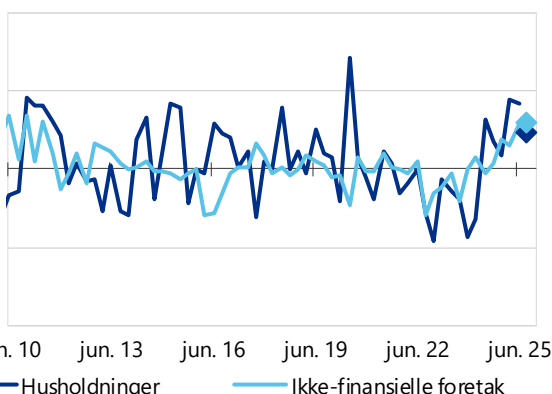
Øker mye

Øker noe

Omlag uendret

Faller noe

Faller mye



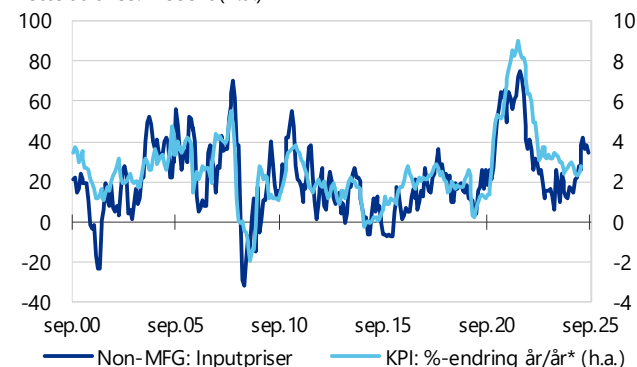
Kilde: LSEG Datastream / Norges Bank, Utlånsundersøkelsen / NHO

Kinesisk BNP økte 1,1 prosent fra andre til tredje kvartal, men årsveksten avtok fra 5,2 prosent til 4,8 prosent. Myndighetenes vekstmål i år på "omkring 5 prosent" er dermed fortsatt innen rekkevidde, men utviklingen peker mot avtakende marsjfart i kinesisk økonomi. Dels skyldes dette lavere bidrag fra nettoeksporten, som økte betydelig i første halvår grunnet sterk eksportvekst. I tillegg fortsetter de strukturelle utfordringene med svak innenlandsk etterspørsel og lav byggeaktivitet å prege økonomien. Kinesiske eksportrestriksjoner på sjeldne jordarter har på ny økt spenningsnivået mellom USA og Kina. En opptrapping av handelskonflikten mellom landene er en nedsiderisiko for den eksportorienterte kinesiske økonomien. "Tollpausen", som siden mai har begrenset landenes tollsatser på hverandre, utløper samtidig 10. november. På lengre sikt synes utsiktene å peke i retning av lavere vekst. I IMF's prognoser som ble lagt frem i forrige uke ventes Kinas BNP-vekst å avta fra 4,8 prosent i år til 3,4 prosent i 2030.

Fredag kommer **amerikansk konsumprisindeks** for september. Konsumprisveksten har tiltatt noe siden i vår, og var i august 2,9 prosent år/år. Prisveksten utenom mat og energi var 3,1 prosent år/år, bl.a. drevet av høyere varepriser. Sistnevnte skyldes delvis økte tollsatser, som både øker den importerte konsumprisveksten direkte, i tillegg til å øke prisveksten indirekte ved at bedriftene i noen grad velter dyrere vareinnsats utenfra over i utsalgsprisene. Figuren under viser at utviklingen i betalte priser for innsatsfaktorer for tjenesteytende bedrifter er en god indikator på prisveksten, og denne peker i retning av noe høyere prisvekst i september. Vi venter at konsumprisveksten øker 0,4 prosent fra august til september, slik at tolv måneders endringen blir 3,1 prosent.

USA: Inputpriser og KPI

Nettobalanse. Prosent (h.a.)



*Lagget 3mnd.

Kilde: LSEG Datastream / Institute of Supply Management (ISM) / BLS / NHO

Inflasjon godt over 2 prosent gir sentralbanken grunn til å gå varsomt frem med rentekutt. Høy aktivitetsvekst synes også å indikere at økonomien klarer seg greit. Arbeidsmarkedet har imidlertid vist klare tegn til å svekkes, med lavere sysselsetting og stigende ledighet. Nedstengningen av myndighetsapparatet gjør at det ikke foreligger offisielle jobbtall for september, som gjør det mer krevende for sentralbanken å vurdere utviklingen. Uoffisielle data, som de private sysselsettingstallene fra ADP, peker imidlertid ikke i retning av noe vendepunkt i arbeidsmarkedet. Mens markedene priser inn nær 100 prosent sannsynlighet for et rentekutt på 25 basispunkter neste uke, fremstår rentekomiteen (FOMC) mer delt i sitt syn på renteutsiktene. Dott-plottet fra september viste at det ikke var noen entydig støtte i komiteen for ytterligere kutt i år, noe som tilsier at beslutningen kan bli jevnere enn markedene legger til grunn.

Bård Ola Tjønneland

Kalender		Sist	Nå
Man 0400	CHN: BNP, Q3 (å/å)	5,2%	4,8%
Ons 0800	GBR: KPI, sep. (å/å)	3,8%	4,0%
Tor 0800	NOR: Arbeidskraftundersøkelsen, sep		
Tor 1000	NOR: Utlånsundersøkelse, Q3		
Fre 0800	GBR: Detaljhandel, sep. (m/m)	0,5%	-0,1%
Fre 1000	ØMU: PMI, flash, okt.	51,2	51,0
Fre 1000	GBR: PMI, flash, okt.	50,1	50,6
Fre 1430	USA: KPI, sep. (m/m)	0,4%	0,4%
Fre 1445	USA: PMI, flash, okt.	53,9	

Offentlig pengebruk fortsetter å vokse. Statsbudsjettet har i flere år vært ekspansivt og er mildt ekspansivt i 2026, noe som reiser et viktig spørsmål for næringslivet: Hva skjer med renter, lønninger og tilgangen på arbeidskraft når staten bruker mer penger? Våre beregninger viser at effekten av økte offentlige utgifter på norsk økonomi avhenger av hvor fleksibelt arbeidstilbudet er. Analysen er relevant i lys av at arbeidskraft er ventet å bli stadig knappere.

Våre beregninger med makromodellen NAM viser at høyere offentlige utgifter kan øke aktiviteten i økonomien, men også føre til høyere renter. Tabellen viser prosentvis avvik fra vår prognose i [Økonomisk overblikk](#) i 2027, når pengebruken økes tilsvarende 1 prosent av Fastlands-BNP, som svarer til om lag 40 milliarder kroner. Med uendret arbeidstilbud vil dette øke BNP Fastlands-Norge med om lag 0,3 prosent, samtidig som prisveksten tiltar. Forutsatt at sentralbanken søker å få ned inflasjonen, må styringsrenten økes med om lag 0,5 prosentpoeng for å dempe inflasjonspresset. Dermed arbeidstilbudet derimot øker i takt med de offentlige utgiftene, stiger BNP med nær 1 prosent, mens prisveksten forblir om lag uendret og behovet for renteøkning bortfaller. Også Norges Bank vurderer at en økning i arbeidstilbudet kan øke kapasiteten og redusere prispresset i økonomien, se utdypingen *Yngre og eldre har særlig bidratt til økt sysselsetting* på side 50-54 i [Pengepolitisk rapport 3/2025](#).

Høyere offentlige utgifter er derfor mer skadelig for privat næringsliv dersom kapasiteten i økonomien ikke samtidig øker. Når arbeidstilbudet ligger fast vil økt offentlig aktivitet fortrenge privat, slik at privat sysselsetting avtar. Det innenlandske prispresset øke mer enn ved et fleksibelt arbeidstilbud og medføre en renterespons. Det gir en større rentedifferanse til utlandet, sterkere valutakurs, svakere konkurranseevne og lavere eksport. I begge tilfeller øker importen, noe mer ved fleksibelt arbeidstilbud, noe som bidrar til en svekket handelsbalanse i begge tilfeller.

Avvik fra prognose i ØO 2, 2027, i prosent	Arbeidstilbud:	
	Uendret	Fleksibelt
BNP Fastlands-Norge	0,3	0,9
Eksport	-0,2	0,0
Valutakurs (I-44)	2,7	0,0
Privat sysselsetting	-0,1	0,5
Offentlig sysselsetting	0,5	0,5
Arbeidstilbud	0,0	0,3
Timelønn i industri	0,0	0,3
Styringsrente (pst.poeng)	0,5 pp.	0,0 pp.

Den likevel forholdsvis beskjedne effekten på lønninger og priser må ses i sammenheng med at lønnsdannelsen i NAM-modellen bygger på frontfagsmodellen. I denne bestemmer industriens lønnsvekst av industriens lønnsevne (lønnsomhet), og deretter danner industriens anslåtte lønnsvekst norm for resten av økonomien. Lønnsomheten i eksportrettede næringer endres i liten grad direkte av økt offentlig pengebruk, men svekkes gjennom økt rente og sterkere krone.

Funnene i analysen er i tråd med tidligere forskning som viser at effekten av finanspolitikk på økonomisk aktivitet (BNP) er avhengig av en rekke forhold. Ramey (2019)¹ finner at økte offentlige utgifter i gjennomsnitt øker aktiviteten i økonomien, men at effekten kan avhenge av ledig kapasitet og graden av importlekkasje. Flere studier, som Betti og Coudert (2022)² og Ramey og Zubairy (2018)³, understøtter at effekten avhenger av konjunktursituasjonen og pengepolitikkenes respons.

Holden og undertegnede finner også at effekten på arbeidsledigheten av mer ekspansiv budsjettpolitikk er avhengig av kapasiteten i økonomien og sentralbankens renterespons.⁴ Effekten av finanspolitikk er større i en lavkonjunktur enn i en høykonjunktur og med tilsvarende effekt på arbeidstilbudet. Sistnevnte indikerer at endring i finanspolitikk historisk har hatt begrenset effekt på arbeidstilbudet. Vi undersøker også effekten av mer ekspansiv finanspolitikk under ulike pengepolitiske regimer, og finner at effekten er større under fast valutakurs enn under flytende. Resultatene er i samsvar med annen litteratur som finner at effekten av finanspolitikk avhenger av pengepolitikkenes respons.

Resultatene i analysen illustrerer hvor viktig samspillet mellom finanspolitikken, pengepolitikken og arbeidsmarkedet er for norsk økonomi. Økt offentlig pengebruk kan gi høyere aktivitet på kort sikt, men dersom arbeidstilbudet ikke vokser, øker risikoen for høyere inflasjon og høyere renter.

Victoria Sparrman, PhD

Område samfunnsøkonomi		
E-post	Ansvar	Mobil
oystein.dorum@nho.no	Sjeføkonom	907 88 762
eirik.esen@nho.no	Norsk økonomi	416 77 620
torill.lodemel@nho.no	Arbeidsmarked, lønn	924 25 850
hallvard.morck@nho.no	Norsk økonomi	970 75 067
espen.skretting@nho.no	Norsk økonomi	957 81 985
victoria.sparrman@nho.no	Norsk økonomi, arb. marked	924 92 461
bard.ola.tjonneland@nho.no	Internasjonal økonomi	930 22 705

[Tidligere utgaver av NHOs Ukeblikk finnes her](#)

¹ Ramey, V. A. (2019). 'Ten Years after the Financial Crisis: What Have We Learned from the Renaissance in Fiscal Research?' *Journal of Economic Perspectives*, 33(2), 89–114.

⁴ Betti, T. og Coudert, T. (2022). 'How Harmful Are Cuts in Public Employment and Wages in Times of High Unemployment?' *Bulletin of Economic Research*.

⁵ Ramey, V. og Zubairy, S. (2018). 'Government Spending Multipliers in Good Times and in Bad: Evidence from U.S. Historical Data.' *Journal of Political Economy*, 126(2), 850–901.

² Holden, S. og Sparrman, V. (2018). 'Do Government Purchases Affect Unemployment?' *Scandinavian Journal of Economics*, 120(2), 393–414.