



NORGES BANK

**4 | 17**

DESEMBER

**PENGEPOLITISK  
RAPPORT**  
MED VURDERING AV FINANSIELL STABILITET

# Norges Bank

Oslo 2017

Adresse: Bankplassen 2  
Post: Postboks 1179 Sentrum, 0107 Oslo  
Telefon: 22316000  
Telefaks: 22413105  
E-post: [central.bank@norges-bank.no](mailto:central.bank@norges-bank.no)  
Internett: <http://www.norges-bank.no>

Ansvarlig redaktør: Øystein Olsen  
Omslag og grafisk utforming: Brandlab  
Trykk: 07 Media AS  
Teksten er satt med 9,5 pkt Azo Sans Light

ISSN 1894-0226 (trykk)  
ISSN 1894-0234 (online)

## Pengepolitisk rapport med vurdering av finansiell stabilitet

Rapporten blir lagt frem fire ganger i året, i mars, juni, september og desember. Rapporten vurderer utsiktene for renten og danner grunnlaget for Norges Banks råd om nivået på den motsykliske kapitalbufferen. Rapporten inneholder anslag for utviklingen i norsk og internasjonal økonomi.

På møtet 6. desember 2017 drøftet hovedstyret de økonomiske utsiktene, hovedlinjene i pengepolitikken og behovet for en motsyklisk kapitalbuffer i bankene. På grunnlag av denne drøftingen og en tilråding fra bankens ledelse fattet hovedstyret i møtet 13. desember 2017 vedtak om styringsrenten. Hovedstyret vedtok også Norges Banks råd til Finansdepartementet om nivået på den motsykliske kapitalbufferen. Hovedstyrets vurdering av de økonomiske utsiktene og pengepolitikken er gjengitt i avsnittet «Hovedstyrets vurdering». Rådet om nivået på den motsykliske kapitalbufferen sendes Finansdepartementet i forbindelse med publisering av rapporten. Rådet offentliggjøres når Finansdepartementet har fattet sin beslutning.

Rapporten er tilgjengelig på [www.norges-bank.no](http://www.norges-bank.no).

# Innhold

<b>HOVEDSTYRETS VURDERING</b>	<b>5</b>
<b>DEL 1: PENGEPOLITIKKEN</b>	
<b>1 HOVEDBILDET</b>	<b>7</b>
1.1 Utvikling og utsikter ute	8
1.2 Den økonomiske situasjonen i Norge	8
1.3 Pengepolitikk og prognoser	10
<b>2 INTERNASJONAL ØKONOMI</b>	<b>12</b>
2.1 Vekst, priser og renter	12
2.2 Land og regioner	14
- Ramme: Utviklingen i prisene på olje og gass	17
<b>3 NORSK ØKONOMI</b>	<b>18</b>
3.1 Finansielle forhold	18
3.2 Produksjon og etterspørsel	19
3.3. Arbeidsmarked og kapasitetsutnyttning	24
3.4 Kostnader og priser	28
- Ramme: Forutsetninger om finanspolitikken	32
- Ramme: Anslag på petroleumsinvesteringer	33
- Ramme: Modellberegninger av produksjonsgapet	34
<b>4 PENGEPOLITISK ANALYSE</b>	<b>35</b>
4.1 Mål og tilbakeblikk	35
4.2 Ny informasjon og nye vurderinger	36
4.3 Usikkerhet og kryssjekker	39
- Ramme: Kriterier for en god rentebane	41
- Ramme: Usikkerhet i boligmarkedet	42
Utdyping: Nedtrapping av ukonvensjonell pengepolitikk i USA og Europa	44
<b>DEL 2: FINANSIELL STABILITET</b>	
<b>5 VURDERING AV FINANSIELL STABILITET</b>	
<b>- BESLUTNINGSGRUNNLAG FOR MOTSYKLISK KAPITALBUFFER</b>	<b>46</b>
5.1 Internasjonal utvikling	46
5.2 Kreditt	47
5.3 Eiendomspriser	49
5.4 Bankene	51
- Ramme: Motsyklisk kapitalbuffer i andre land	53
- Ramme: Temperaturkart for overvåking av systemrisiko	54
- Ramme: Måling av finansielle ubalanser og referanseverdier for krav til motsyklisk kapitalbuffer	56
- Ramme: Kriterier for en god motsyklisk kapitalbuffer	58
<b>VEDLEGG</b>	<b>59</b>
Oversikt over rentemøter i Norges Bank	60
Tabeller og detaljerte anslag	61

Rapporten er basert på informasjon frem til og med 8. desember 2017.

I tillegg er informasjon om konsumprisindeksen som ble publisert 11. desember, innarbeidet i rapporten.

## PENGEPOLITIKKEN I NORGE

### MÅL

Norges Banks operative gjennomføring av pengepolitikken skal rettes inn mot lav og stabil inflasjon. Det operative målet for pengepolitikken er en årsvekst i konsumprisene som over tid er nær 2,5 prosent.

### GJENNOMFØRING

Norges Bank legger til grunn at inflasjonsstyringen skal være fleksibel, slik at både variasjon i inflasjon og variasjon i produksjon og sysselsetting tillegges vekt. Det tas i utgangspunktet ikke hensyn til direkte effekter på konsumprisene som skyldes endringer i rentenivået, skatter, avgifter og særskilte, midlertidige forstyrrelser.

Pengepolitikken virker med et tidsetterslep. Norges Bank setter renten med sikte på å stabilisere inflasjonen på målet på mellomlang sikt. Den aktuelle horisonten vil avhenge av forstyrrelsene økonomien er utsatt for og hvordan de vil virke inn på forløpet for inflasjon og realøkonomi fremover.

### BESLUTNINGSPROSESS

Styrringen fastsettes av Norges Banks hovedstyre. Vedtak om renten vil normalt bli truffet i hovedstyrets rentemøter. Hovedstyret har de siste årene hatt seks rentemøter i året. Fra 2018 vil det være åtte rentemøter i året.

I forbindelse med fire av rentemøtene publiseres også Pengepolitisk rapport. Hovedstyret blir forelagt og drøfter hovedlinjene i pengepolitikken i et møte en til to uker før rapporten publiseres. På bakgrunn av analysene og diskusjonen vurderer hovedstyret konsekvensene for den fremtidige renteutviklingen. Endelig vedtak om styrringen fattes dagen før rapporten offentliggjøres.

### RAPPORTERING

Norges Bank rapporterer om gjennomføringen av pengepolitikken i Pengepolitisk rapport og i årsberetningen. Bankens rapporteringsplikt har sin bakgrunn i Grunnlovens §75c om at Stortinget skal føre tilsyn med rikets pengevesen, og i sentralbanklovens §3. Årsberetningen blir sendt til Finansdepartementet, forelagt Kongen i statsråd og meddelt Stortinget i regjeringens finansmarkedsmelding. Sentralbanksjefen redegjør for pengepolitikken i en åpen høring i Stortingets finanskomité i forbindelse med behandlingen av meldingen.

## MOTSYKLISK KAPITALBUFFER

Formålet med den motsykliske kapitalbufferen er å gjøre bankene mer solide i en kommende lavkonjunktur og motvirke at bankenes kredittpraksis forsterker et tilbakeslag i økonomien.

Forskrift om motsyklisk kapitalbuffer ble fastsatt av regjeringen 4. oktober 2013. Finansdepartementet fastsetter bufferkravet fire ganger i året. Norges Bank lager et beslutningsgrunnlag og gir departementet råd om nivået. Beslutningsgrunnlaget skal inneholde Norges Banks vurdering av systemrisiko som bygges opp eller er bygd opp over tid. I arbeidet med beslutningsgrunnlaget utveksler Norges Bank og Finanstilsynet informasjon og vurderinger. Rådet og en oppsummerende begrunnelse sendes Finansdepartementet i forbindelse med publisering av Pengepolitisk rapport. Rådet offentliggjøres når departementet har fattet sin beslutning.

Norges Bank vil tilrå at bufferkravet økes når finansielle ubalanser bygger seg opp eller har bygd seg opp. Kravet til motsyklisk kapitalbuffer vil bli vurdert i lys av øvrige krav til bankene. Ved tilbakeslag i økonomien og store tap i bankene kan bufferkravet settes ned for å motvirke at en strammere utlånspraksis forsterker nedgangen.

Bufferkravet skal som hovedregel være mellom 0 og 2,5 prosent av bankenes beregningsgrunnlag for kapitalkrav. Kravet vil gjelde for alle banker som har virksomhet i Norge. Bufferkravet er fastsatt til 1,5 prosent og vil øke til 2,0 prosent fra 31. desember 2017.

# Hovedstyrets vurdering

---

*Norges Banks hovedstyre har besluttet å holde styringsrenten uendret på 0,5 prosent. Slik hovedstyret nå vurderer utsiktene og risikobildet, vil styringsrenten bli liggende på dagens nivå den nærmeste tiden.*

Hos Norges handelspartnere har den økonomiske veksten tatt seg opp de siste årene, og arbeidsledigheten har falt. I flere av landene er ledigheten nå lavere enn den var før finanskrisen. Lønnsveksten ute har holdt seg moderat, og i de fleste landene er kjerneprisveksten fortsatt lavere enn inflasjonsmålene. Utviklingen den siste tiden tyder på at den økonomiske veksten internasjonalt blir noe høyere i årene fremover enn tidligere anslått. Prisveksten ser ut til å utvikle seg om lag som ventet. Handelspartnernes terminrenter er lite endret og indikerer en svært gradvis renteoppgang internasjonalt.

Også i norsk økonomi har veksten tatt seg opp og kapasitetsutnyttningen har økt. Lave renter, bedret konkurransevne og ekspansiv finanspolitikk har bidratt til oppgangen. Hittil i år har utviklingen i aktiviteten vært i tråd med anslagene fra forrige rapport. Sysselsettingen har økt, og arbeidsledigheten har avtatt. Arbeidsmarkedet har bedret seg mer enn lagt til grunn i september. De siste månedene har oljeprisen steget, men terminprisene noen år frem er lite endret.

Det er utsikter til at kapasitetsutnyttningen i norsk økonomi fortsetter å øke i årene som kommer. Oljeinvesteringene vil trolig tilta i 2018, og veksten i øvrige foretaksinvesteringer har tatt seg opp. Høyere import hos handelspartnerne vil bidra til økt eksport. På den annen side tilsier omslaget i boligmarkedet at boliginvesteringene vil avta i årene som kommer. I tillegg vil finanspolitikken trolig bli mindre ekspansiv enn den har vært de siste årene. Samlet sett er det nå utsikter til at veksten blir noe høyere i 2018 enn anslått i forrige rapport.

Det operative målet for pengepolitikken er en årsvekst i konsumprisene som over tid er nær 2,5 prosent. Etter å ha falt markert siden i fjor sommer har prisveksten vært nokså stabil de siste månedene. I november var tolv månedersveksten i konsumprisene justert for avgiftsendringer og uten energivarer (KPI-JAE) 1,0 prosent. Det var noe lavere enn anslått. Kronen er svakere enn lagt til grunn i september. Det gir isolert sett høyere prisimpulser fremover. På den annen side bidrar moderat lønnsvekst til å dempe prisveksten.

Høy vekst i boligpriser og gjeld har økt husholdningenes sårbarhet de siste årene. Siden i vår har boligprisene falt. Oppgangen i norsk økonomi kan tilsi at et eventuelt videre fall i boligprisene blir begrenset. En korreksjon i boligmarkedet i tråd med anslagene i denne rapporten, reduserer risikoen for en brå og mer markert nedgang lenger frem i tid. Husholdningenes kredittvekst er fortsatt høy, men over tid vil lavere boligprisvekst dempe gjeldsveksten.

Risikobildet synes samlet sett balansert. Det er usikkerhet om kronekursutviklingen fremover. Kronen har svekket seg til tross for at oljeprisen har økt og rentedifferansen mot handelspartnerne er lite endret. Korreksjonen i boligmarkedet kan bli større enn lagt til grunn. Det kan gi et mer markert fall i boliginvesteringene og dempe konsumveksten. På den annen side kan utviklingen i den registrerte arbeidsledigheten tyde på at arbeidsmarkedet strammer seg raskere til enn anslått i denne rapporten.

Etter hovedstyrets vurdering er det fortsatt behov for en ekspansiv pengepolitikk. Rentene ute er lave. Kapasitetsutnyttningen i norsk økonomi er fortsatt noe under et normalt nivå. Det er utsikter til at prisveksten holder seg lavere enn 2,5 prosent de neste årene.

I drøftingen av pengepolitikken legger hovedstyret vekt på at oppgangen i norsk økonomi fortsetter og at kapasitetsutnyttningen synes noe høyere enn tidligere lagt til grunn. Prisveksten er lav, men en svakere krone enn ventet i september kan bidra til at prisveksten tar seg raskere opp enn tidligere anslått. Etter hvert som kapasitetsutnyttningen øker, vil trolig også lønnsveksten tilta.

Endringene i utsiktene og risikobildet tilsier samlet sett en noe tidligere renteøkning enn i forrige rapport. Usikkerheten om virkningene av pengepolitikken taler for å gå varsomt frem, også når det blir aktuelt å heve styringsrenten.

Hovedstyret vedtok å holde styringsrenten uendret på 0,5 prosent. Slik hovedstyret nå vurderer utsiktene og risikobildet, vil styringsrenten bli liggende på dagens nivå den nærmeste tiden. Beslutningen var enstemmig.

Øystein Olsen  
13. desember 2017

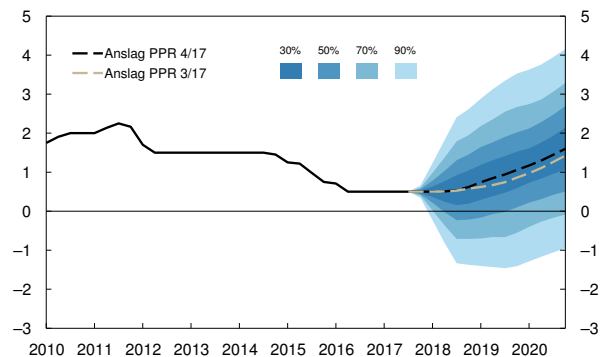
# 1 Hovedbildet

Veksten i norsk økonomi har tatt seg opp siden i fjor høst. Siden forrige rapport har arbeidsledigheten falt mer enn ventet, mens BNP for Fastlands-Norge har vokst i tråd med anslagene. Vår vurdering er at det fremdeles er ledige ressurser i økonomien, men at kapasitetsutnyttningen er noe nærmere et normalt nivå enn tidligere lagt til grunn. Inflasjonen er lav, og konsumprisene har steget noe mindre enn anslått i forrige rapport.

Prognosen for styringsrenten ligger på 0,5 prosent frem til høsten neste år og øker deretter gradvis til omkring 1,5 prosent i 2020. Prognosen tilsier en noe tidligere renteøkning enn i forrige rapport.

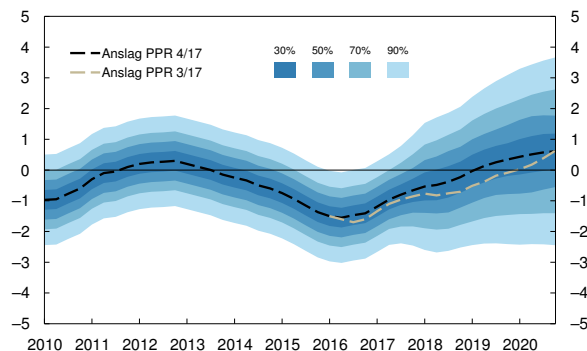
Vi venter at kapasitetsutnyttningen vil øke gradvis og at den vil komme opp til et normalt nivå i 2019. Anslagene for kapasitetsutnyttningen er noe høyere enn i forrige rapport for de nærmeste årene. Inflasjonen anslås å ta seg opp til litt over 2 prosent ved utgangen av 2020. Sammenlignet med forrige rapport er prognosene for prisveksten noe høyere for årene fremover.

Figur 1.1a Styringsrenten med usikkerhetsvifte<sup>1)</sup>. Prosent. 1. kv. 2010 – 4. kv. 2020<sup>2)</sup>



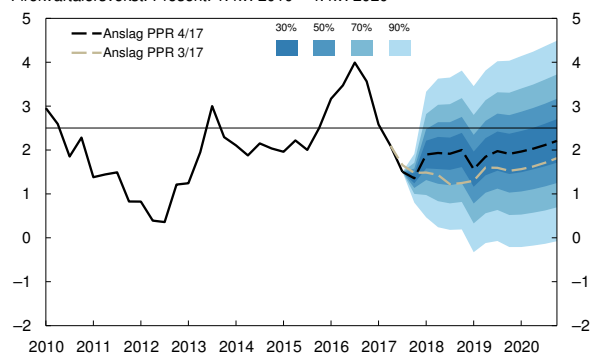
1) Usikkerhetsviftene er basert på historiske erfaringer og stokastiske simuleringer fra vår makroøkonomiske hovedmodell, NEMO. Usikkerhetsviften for styringsrenten tar ikke hensyn til at det eksisterer en nedre grense for renten.  
2) Anslag for 4. kv. 2017 – 4. kv. 2020 (stiplet).  
Kilde: Norges Bank

Figur 1.1b Anslag på produksjonsgapet<sup>1)</sup> med usikkerhetsvifte<sup>2)</sup>. Prosent. 1. kv. 2010 – 4. kv. 2020



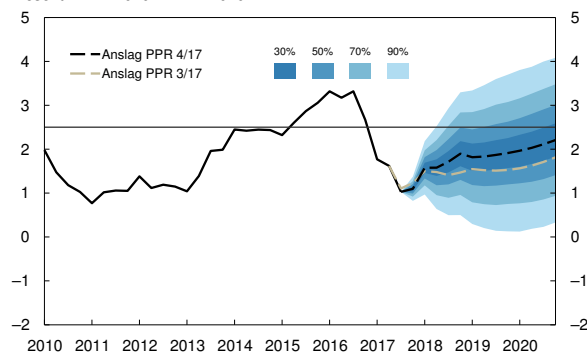
1) Produksjonsgapet måler den prosentvise forskjellen mellom BNP for Fastlands-Norge og anslått potensielt BNP for Fastlands-Norge.  
2) Usikkerhetsviftene er basert på historiske erfaringer og stokastiske simuleringer fra vår makroøkonomiske hovedmodell, NEMO.  
Kilde: Norges Bank

Figur 1.1c Konsumprisindeksen (KPI) med usikkerhetsvifte<sup>1)</sup>. Firekvartalersvekst. Prosent. 1. kv. 2010 – 4. kv. 2020<sup>2)</sup>



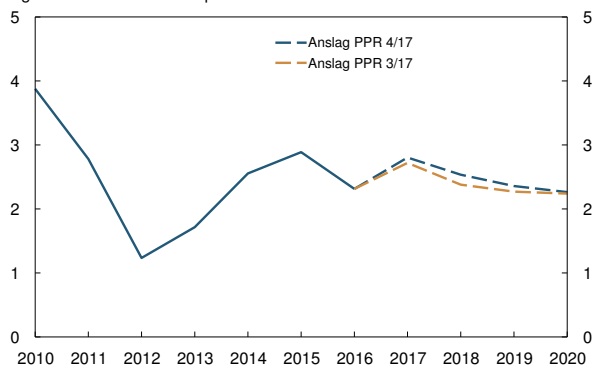
1) Usikkerhetsviftene er basert på historiske erfaringer og stokastiske simuleringer fra vår makroøkonomiske hovedmodell, NEMO.  
2) Anslag for 4. kv. 2017 – 4. kv. 2020 (stiplet).  
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 1.1d KPI-JAE<sup>1)</sup> med usikkerhetsvifte<sup>2)</sup>. Firekvartalersvekst. Prosent. 1. kv. 2010 – 4. kv. 2020<sup>3)</sup>



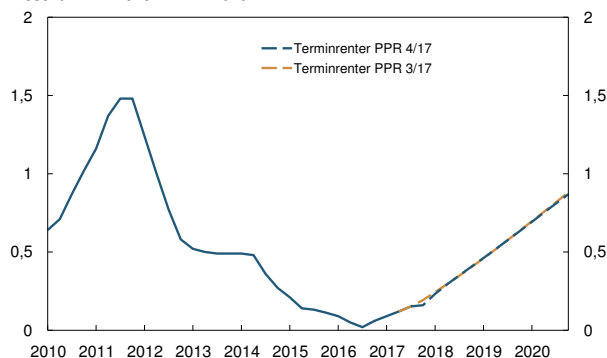
1) KPI justert for avgiftsendringer og uten energivarer.  
2) Usikkerhetsviftene er basert på historiske erfaringer og stokastiske simuleringer fra vår makroøkonomiske hovedmodell, NEMO.  
3) Anslag for 4. kv. 2017 – 4. kv. 2020 (stiplet).  
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 1.2 BNP hos handelspartnerne.<sup>1)</sup> Årsvekst. Prosent. 2010 – 2020<sup>2)</sup>



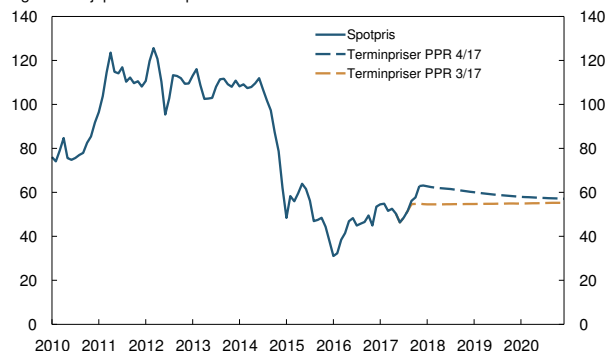
1) Eksportvekter, 25 viktige handelspartnere.  
2) Anslag for 2017 – 2020 (stiplet).  
Kilder: Thomson Reuters og Norges Bank

Figur 1.3 Tremåneders pengemarkedsrenter hos handelspartnerne.<sup>1)</sup> Prosent. 1. kv. 2010 – 4. kv. 2020<sup>2)</sup>



1) Basert på pengemarkedsrenter og renteswapper. Aggregatet for handelspartneres renter er beskrevet i Norges Bank Memo 2/2015.  
2) Terminrenter beregnet per 15. september 2017 (stiplet oransje) og per 8. desember 2017 (stiplet blå).  
Kilder: Thomson Reuters og Norges Bank

Figur 1.4 Oljepris.<sup>1)</sup> USD per fat. Januar 2010 – desember 2020<sup>2)</sup>



1) Brent Blend.  
2) For terminpriser (stiplet) vises gjennomsnittet av terminprisene i perioden 4. desember – 8. desember 2017 for PPR 4/17 og 11. september – 15. september 2017 for PPR 3/17.  
Kilder: Thomson Reuters og Norges Bank

## 1.1 UTVIKLING OG UTSIKTER UTE

### Oppgangen ute fortsetter

Svak realøkonomisk utvikling og lav pris- og lønnsvekst gjennom flere år har bidratt til et historisk lavt rentenivå internasjonalt. De siste årene har aktiviteten tatt seg opp, se figur 1.2. Hos flere av handelspartnerne er arbeidsledigheten nå lavere enn før finanskrisen. Kjerneprisveksten er fremdeles lavere enn inflasjonsmålene i flere av landene, men den er ventet å ta seg opp i årene fremover. Lavere arbeidsledighet og utsikter til høyere inflasjon tilsier at rentenivået ute vil øke i årene fremover.

BNP-veksten hos handelspartnerne anslås å avta gradvis etter hvert som penge- og finanspolitikken strammes til. Siden Pengepolitisk rapport 3/17 har utviklingen ute vært sterkere enn ventet, og vekstanslagene for årene fremover er noe oppjustert.

Til tross for noe sterkere vekstutsikter er inflasjonsanslagene lite endret siden september. Vi legger til grunn at høyere kapasitetsutnyttning etter hvert vil bidra til en oppgang i pris- og lønnsveksten.

Hos noen av våre handelspartnere har den pengepolitiske normaliseringen begynt. Terminrentene er lite endret siden forrige rapport og indikerer en svært gradvis renteøkning gjennom prognoseperioden, se figur 1.3.

### Høyere oljepris

Oljeprisen har steget de siste månedene, men terminprisene noen år frem er lite endret. Spotprisen for olje ligger nå på 63 dollar per fat, nesten 7 dollar høyere enn i september. Fremover legger vi til grunn at oljeprisen utvikler seg i tråd med terminprisene. De indikerer en oljepris på 57 dollar per fat i 2020, se figur 1.4.

## 1.2 DEN ØKONOMISKE SITUASJONEN I NORGE

### Lave utlånsrenter

Også i Norge er rentenivået historisk lavt. Norges Banks styringsrente er blitt holdt uendret på 0,5 prosent siden mars i fjor. Lavere pengemarkedspåslag og nedgang i prisene på bankenes obligasjonsfinansiering innebærer at bankenes finansieringskostnader har falt i samme periode. For årene fremover legger vi til grunn at pengemarkedspåslaget vil ligge på 0,35 prosentenheter. Anslaget er nær dagens



nivå for pengemarkedspåslaget og er uendret fra forrige rapport.

Utlånsrentene til husholdningene har endret seg lite siden mars i fjor. Utlånsrentene til foretakene har falt litt, om lag i takt med pengemarkedsrentene.

### Kronekursen svakere enn anslått

Kronekursen har svekket seg og er svakere enn lagt til grunn i forrige rapport, se figur 1.5. Svekkelsen har kommet til tross for at rentedifferansen mot våre handelspartnere er lite endret. Det kan indikere at risikopremien på å investere i norske kroner har økt. Heller ikke utviklingen i oljeprisen kan forklare krone-svekkelsen den siste tiden.

### Veksten har vært som ventet

Veksten i norsk økonomi har tatt seg klart opp siden i fjor høst, se figur 1.6. Lave renter, bedret konkurransevne og ekspansiv finanspolitikk har bidratt til oppgangen. Fallet i oljeinvesteringene er i ferd med å bremse opp. I tredje kvartal i år økte BNP for Fastlands-Norge med 0,6 prosent. Veksttakten var om lag uendret fra de foregående kvartalene og i tråd med anslagene i forrige rapport.

Også for de neste to kvartalene venter vi at BNP-veksten vil bli liggende nær 0,6 prosent. Anslaget er litt høyere enn i forrige rapport og på linje med tilbakemeldingene fra vårt regionale nettverk. I november meldte kontaktene i nettverket at veksttakten hadde holdt seg om lag uendret gjennom sommeren og høsten. De så for seg at produksjonen ville øke i om lag samme tempo det neste halvåret.

### Høyere kapasitetsutnyttning

Kapasitetsutnyttningen i norsk økonomi vurderes fortsatt å være noe under et normalt nivå. Utviklingen i arbeidsmarkedet de siste månedene tyder imidlertid på at det er færre ledige ressurser i økonomien enn vi anslo i forrige rapport. Sysselsettingen er høyere enn ventet, og arbeidsledigheten har falt mer enn anslått. Tilbakemeldingene fra vårt regionale nettverk indikerer at sysselsettingen vil øke videre den nærmeste tiden, se figur 1.7.

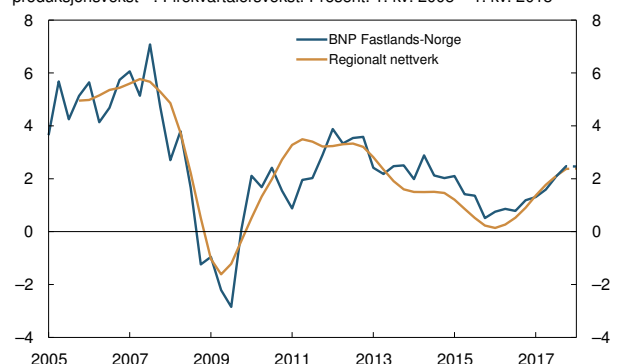
Vi har også oppjustert vårt anslag på kapasitetsutnyttningen noe tilbake i tid. Endringene reflekterer at vi nå vurderer trendproduktiviteten i norsk økonomi

Figur 1.5 Oljepris<sup>1)</sup> og importveid valutakursindeks (I-44)<sup>2)</sup>. 1. januar 2014 – 8. desember 2017



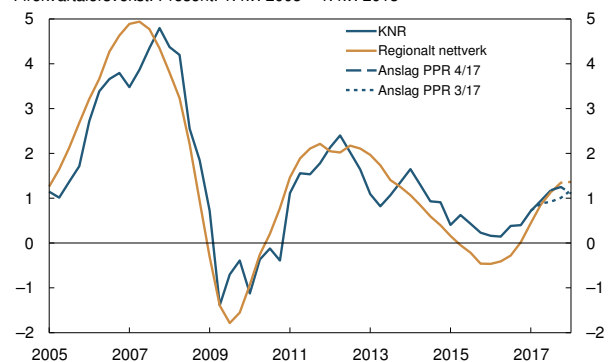
1) Brent Blend, USD per fat.  
2) Stigende kurve betyr sterkere kurs.  
3) PPR 3/17 var basert på informasjon til og med 15. september 2017 markert ved vertikal linje.  
Kilder: Thomson Reuters og Norges Bank

Figur 1.6 BNP for Fastlands-Norge<sup>1)</sup> og Regionalt nettverks indikator for produksjonsvekst<sup>2)</sup>. Firekvartalersvekst. Prosent. 1. kv. 2005 – 1. kv. 2018<sup>3)</sup>



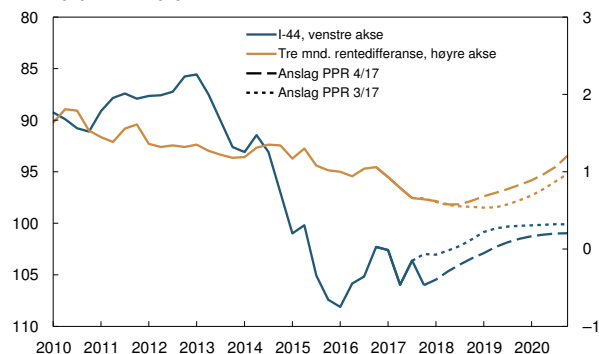
1) Sesongjustert.  
2) Rapportert produksjonsvekst siste tre måneder konvertert til kvartalstall. Kvartalstallene er beregnet som en sammenvæktning av tremånederstall basert på når intervjuene er foretatt. For 4. kv. 2017 er forventet vekst i produksjon en sammenvæktning av rapportert vekst siste tre måneder og forventet vekst neste seks måneder. 1. kv. 2018 er forventet vekst neste seks måneder målt i november.  
3) Anslag for 4. kv. 2017 – 1. kv. 2018 (stiplet).  
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 1.7 Sysselsetningsvekst ifølge KNR<sup>1)</sup> og Regionalt nettverk<sup>2)</sup>. Firekvartalersvekst. Prosent. 1. kv. 2005 – 1. kv. 2018<sup>3)</sup>



1) Kvartalsvis nasjonalregnskap.  
2) Rapportert sysselsetningsvekst siste tre måneder. Kvartalstall er beregnet som en sammenvæktning av tremånederstall basert på når intervjuene er foretatt. For 4. kv. 2017 er forventet vekst i sysselsetting en sammenvæktning av rapportert vekst i siste tre måneder og forventet vekst neste tre måneder. 1. kv. 2018 er forventet vekst neste tre måneder målt i november.  
3) Anslag for 4. kv. 2017 – 1. kv. 2018 (stiplet).  
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 1.8 Differansen mellom tremåneders pengemarkedsrente i Norge<sup>1)</sup> og hos handelspartnerne<sup>2)</sup> og importveid valutakursindeks (I-44)<sup>3)</sup>. 1. kv. 2010 – 4. kv. 2020<sup>4)</sup>



1) Styrringsrente med påslag i det norske pengemarkedet. Beregningene er basert på at prognosen for styrringsrenten prisen inn i pengemarkedet.  
 2) Terminrenter for handelspartnerne beregnet per 8. desember 2017 og 15. september 2017. Aggregatet for handelspartners renter er beskrevet i Norges Bank Memo 2/2015.  
 3) Stigende kurve indikerer sterkere kronkurs.  
 4) Anslag for 4. kv. 2017 – 4. kv. 2020 (stiplet).  
 Kilder: Thomson Reuters og Norges Bank

## PENGEPOLITIKKEN SIDEN FORRIGE RAPPORT

Analysene i Pengepolitisk rapport 3/17 tilsa at styrringsrenten ville bli holdt uendret på 0,5 prosent det nærmeste året, før den ble hevet gradvis til nær 1,5 prosent mot slutten av 2020. Med en slik utvikling i styrringsrenten ble inflasjonen anslått å være i underkant av 2 prosent ved utgangen av 2020. Kapasitetsutnyttningen ble vurdert å være lavere enn normalt. Prognosene innebar at kapasitetsutnyttningen ville øke gradvis til noe over et normalt nivå i 2020.

På rentemøtet 26. oktober ble ny informasjon vurdert opp mot anslagene fra Pengepolitisk rapport 3/17. Veksten ute så ut til å være litt høyere enn ventet og handelspartners terminrenter hadde steget litt. Pengemarkedspåslaget var om lag som lagt til grunn, mens kronkursen var noe svakere enn ventet. Tolvmånedersveksten i KPI-JAE var litt lavere enn anslått. Arbeidsmarkedet hadde utviklet seg som ventet. Ellers var det lite ny informasjon om veksten i norsk økonomi. Hovedstyrets vurdering i oktober var at utsiktene og risikobildet for norsk økonomi ikke var vesentlig endret siden Pengepolitisk rapport 3/17. Hovedstyret vedtok derfor å holde styrringsrenten uendret på 0,5 prosent.

til å ha vært litt lavere de siste årene enn tidligere antatt.

### Usikkerhet om boligmarkedet

De siste årene har det vært høy vekst i boligpriser og husholdningenes gjeld. Siden i vår har boligprisene falt, og de er nå lavere enn lagt til grunn i forrige rapport. Husholdningenes kredittvekst er fortsatt høy, men over tid vil lavere boligprisvekst dempe gjeldsveksten. Lav arbeidsledighet og gradvis høyere inntektsvekst kan tilsa at et eventuelt videre fall i boligprisene blir begrenset. En korreksjon i boligmarkedet i tråd med anslagene i denne rapporten, reduserer risikoen for en brå og mer markert nedgang lenger frem i tid.

### Prisveksten har vært noe lavere enn ventet

Konsumprisveksten har vært nokså stabil de siste månedene, etter å ha falt markert siden i fjor sommer. I november var tolv månedersveksten i konsumprisene justert for avgiftsendringer og uten energivarer (KPI-JAE) 1,0 prosent. Det var noe lavere enn anslått i forrige rapport. For den nærmeste tiden venter vi at inflasjonen vil tilta noe raskere enn lagt til grunn i forrige rapport. Oppjusteringen skyldes at en svakere krone er ventet å bidra til høyere prisvekst på importerte konsumvarer.

Vi legger til grunn en årslønnsvekst i 2017 på 2,4 prosent. Anslaget er uendret fra forrige rapport og i tråd med rammen i lønnsoppgjøret.

## 1.3 PENGEPOLITIKK OG PROGNOSE

### Litt høyere renteprognose

Prognosen for styrringsrenten ligger på 0,5 prosent frem til høsten neste år og øker deretter gradvis til omkring 1,5 prosent i 2020. Prognosen tilsier en noe tidligere renteøkning enn i forrige rapport, se figur 1.1a.

Sterkere vekst ute, høyere oljepris og svakere krone bidrar til å løfte rentebanen. Lavere prisvekst enn ventet trekker rentebanen ned. Usikkerhet om virkningene av pengepolitikken taler for varsomhet i rentesettingen. Samtidig synes behovet for å holde renten oppe av hensyn til faren for en videre oppbygging av finansielle ubalanser noe mindre enn tidligere. Disse skjønsmessige vurderingene trekker også rentebanen ned.

Prisveksten er ventet å holde seg lav i årene fremover. Mot slutten av 2020 er firekvartalersveksten i KPI anslått å øke til litt over 2 prosent. Sammenlignet med forrige rapport er prisanslagene noe høyere for årene fremover, se figur 1.1c og 1.1d. Anslaget for kapasitetsutnyttningen er noe høyere for de nærmeste årene, men lite endret mot slutten av prognoseperioden, se figur 1.1b.

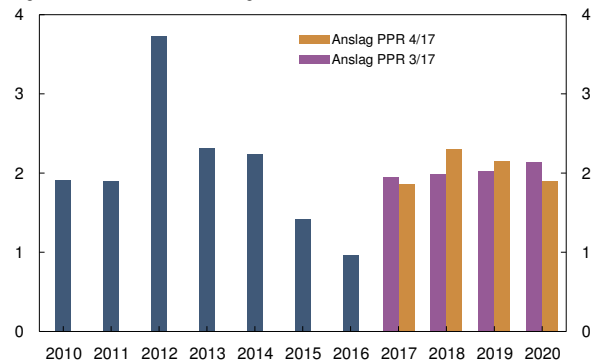
Vi anslår at kronen vil styrke seg noe i årene fremover, som følge av en gradvis reversering av risikopremien og en økning i rentedifferansen mot utlandet, se figur 1.8. Sammenlignet med forrige rapport anslår vi en litt svakere kronekurs gjennom hele prognoseperioden.

Vi anslår at fastlandsøkonomien vil vokse med 1,9 prosent i år og 2,3 prosent neste år, før veksten avtar litt i 2019 og 2020, se figur 1.9. Sammenlignet med forrige rapport er veksten noe høyere i 2018 og 2019 og noe lavere i 2020. Oppjusteringen av vekstanslaget for 2018 skyldes i hovedsak sterkere vekst i oljeinvesteringene, se figur 1.10.

For årene fremover legger vi til grunn at veksten i offentlig etterspørsel vil være klart lavere enn i de siste par årene. Videre tilsier omslaget i boligmarkedet at boliginvesteringene blir lavere i årene fremover. En større del av etterspørselsveksten er ventet å komme fra foretaksinvesteringer, nettoeksport og oljeinvesteringer, mens veksten i husholdningenes konsum anslås å avta litt.

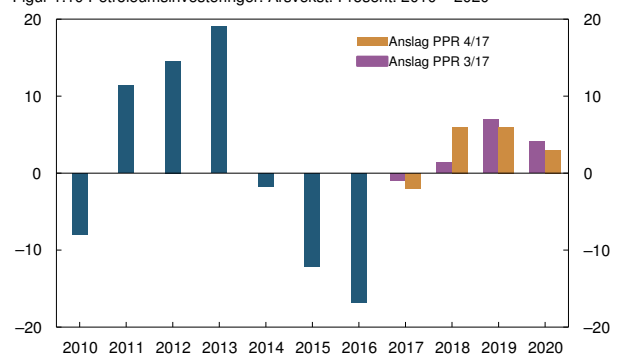
Vi anslår at sysselsettingen vil øke videre i årene fremover, om lag som lagt til grunn i forrige rapport. Prognosen for antall sysselsatte er likevel oppjustert fordi sysselsettingen nå er høyere enn ventet. I tråd med dette er anslagene for arbeidsledigheten nedjustert, se figur 1.11. Et gradvis strammere arbeidsmarked, bedret bytteforhold ovenfor utlandet og utsikter til litt høyere produktivitetsvekst er ventet å trekke lønnsveksten opp i årene fremover.

Figur 1.9 BNP for Fastlands-Norge. Årsvekst. Prosent. 2010 – 2020<sup>1)</sup>



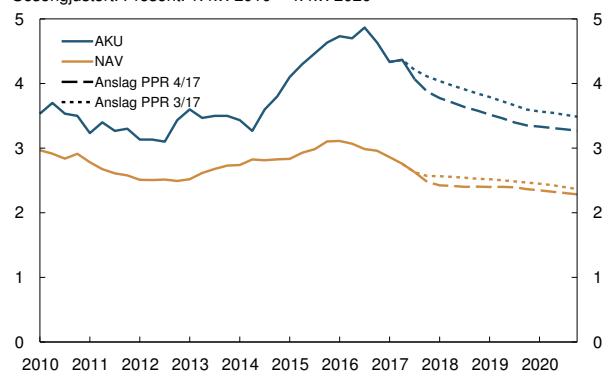
1) Anslag for 2017 – 2020.  
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 1.10 Petroleumsinvesteringer. Årsvekst. Prosent. 2010 – 2020<sup>1)</sup>



1) Anslag for 2017 – 2020.  
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 1.11 Arbeidsledige som andel av arbeidsstyrken. AKU<sup>1)</sup> og NAV<sup>2)</sup>. Sesongjustert. Prosent. 1. kv. 2010 – 4. kv. 2020<sup>3)</sup>

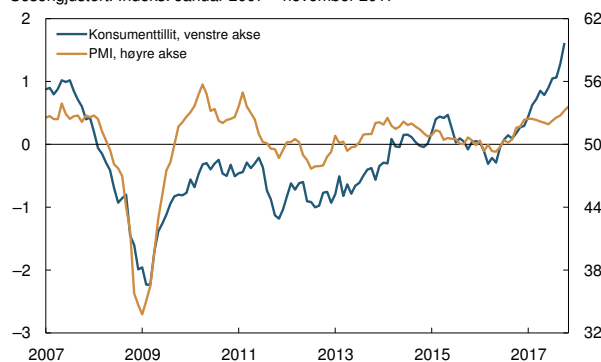


1) Arbeidskraftundersøkelsen.  
2) Registrert arbeidsledighet.  
3) Anslag for 4. kv. 2017 – 4. kv. 2020 (stiplet).  
Kilder: NAV, Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

# 2 Internasjonal økonomi

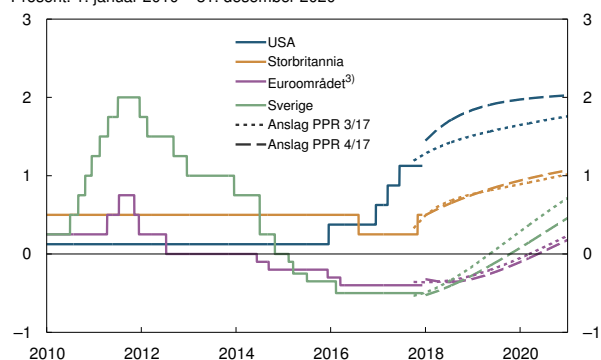
Oppgangen hos Norges handelspartnere fortsetter, både blant industriland og fremvoksende økonomier. Investeringsveksten har tatt seg opp, og konsumveksten er fremdeles sterk. Arbeidsledigheten fortsetter å falle. Vi har oppjustert anslagene for BNP-veksten hos handelspartnerne for hele prognoseperioden. Konsumprisveksten har vært som ventet, og anslagene er om lag uendret. Spotprisen for olje er høyere enn lagt til grunn i forrige rapport, men terminprisene noen år frem er lite endret. Forventede penge- markedsrenter hos handelspartnerne er lite endret fra forrige rapport.

Figur 2.1 Globale tillitsindikatorer. Konsumenttillit<sup>1)</sup> og PMI<sup>2)</sup>. Sesongjustert. Indeks. Januar 2007 – november 2017<sup>3)</sup>



1) BNP-vekter. Indeks av standardiserte konsumenttillitsindikatorer for utvalgte land.  
2) BNP-vekter. PMI for industrien hos utvalgte land.  
3) Siste observasjon for konsumenttillit er oktober 2017.  
Kilder: Thomson Reuters og Norges Bank

Figur 2.2 Styringsrenter og beregnede terminrenter<sup>1)</sup> i utvalgte land. Prosent. 1. januar 2010 – 31. desember 2020<sup>2)</sup>



1) Terminrenter per 15. september 2017 og per 8. desember 2017 (stiplet). Terminrentene er basert på Overnight Index Swap (OIS) renter.  
2) Dagstall til og med 8. desember 2017. Kvartalstall fra 1. kv. 2018.  
3) ESBe innskuddsrente. Scotia fra 1. kv. 2018.  
Kilder: Bloomberg, Thomson Reuters og Norges Bank

## 2.1 VEKST, PRISER OG RENTER

### Høyere vekst hos handelspartnerne enn ventet

Den økonomiske veksten ute har holdt seg oppe og har vært høyere enn vi anslå i forrige rapport hos de fleste av våre handelspartnere. Samlet anslår vi at BNP-veksten hos handelspartnerne vil være 2,8 prosent i år, før veksten avtar til om lag 2,5 prosent i årene fremover, se tabell 1 i vedlegget. Anslagene er noe høyere enn i forrige rapport, og innebærer at kapasitetsutnyttningen hos handelspartnerne samlet sett vil være over et normalt nivå fra neste år.

Tillitsindikatorer for husholdninger og bedrifter er på høye nivåer, se figur 2.1, og konsumveksten hos våre viktigste handelspartnere er fremdeles sterk. Lempe- lige finansielle forhold støtter opp om veksten. Oppgangen i aksjemarkedene har fortsatt både i industrialiserte og fremvoksende økonomier, og rentenivået internasjonalt er svært lavt. Til tross for høyere vekst er markedsaktørenes forventninger til handelspartnerens styringsrenter de neste årene lite endret, se figur 2.2. Dette kan trolig knyttes til den moderate inflasjonen i mange land, se figur 2.3. Forventninger om at den ekspansive pengepolitikken vil vedvare har bidratt til at langsiktige renter fortsatt er lave, se figur 2.4.

På litt lengre sikt legger vi til grunn at en gradvis strammere finans- og pengepolitikk vil dempe den økonomiske veksten utover i anslagsperioden. Vi venter at oppgangen i investeringene fortsetter, og at det etter hvert gir økt produktivitsvekst. Samtidig vil trolig lavere vekst i sysselsettingen bremse veksten i husholdningenes realinntekt og føre til litt lavere konsumvekst.

Utsikter til høyere økonomisk vekst de nærmeste årene gjør at vi også har oppjustert anslagene for den samlede importveksten hos handelspartnerne, se figur 2.5. Dette bedrer utsiktene for norsk eksport.

### Inflasjonen om lag som ventet

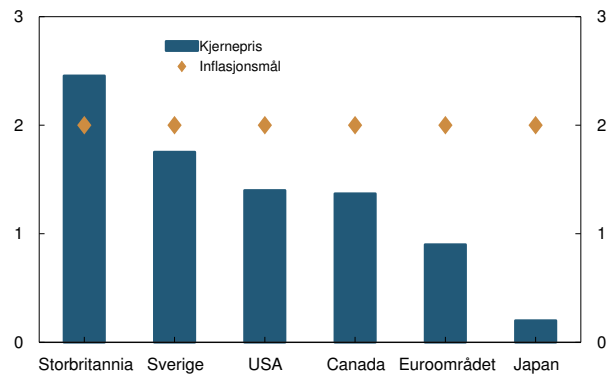
Konsumprisveksten hos våre viktigste handelspartnere har samlet sett vært stabil og om lag som vi ventet i høst. Kjerneprisveksten har imidlertid falt litt hos flere viktige handelspartnere de siste månedene. Dette skyldes trolig ulike midlertidige forhold. Samtidig er lønnsveksten fortsatt lav, til tross for sterk vekst i sysselsettingen og lave nivåer på arbeidsledigheten i flere land. Det må ses i sammenheng med lav vekst i produktiviteten og fortsatt ledige ressurser i arbeidsmarkedet, blant annet reflektert ved at antall deltidsansatte som ønsker å jobbe flere timer, har holdt seg høyt. Vi venter at pris- og lønnsveksten vil øke gradvis de neste årene i takt med høyere kapasitetsutnyttning. Økt oljepris vil også bidra til å holde veksten i konsumprisene oppe neste år. Spotprisen for olje er nå 63 dollar per fat, nesten syv dollar høyere enn lagt til grunn i forrige rapport. Terminprisene noen år frem er lite endret, se figur 1.4. Oljeprisen er omtalt i egen ramme på side 17.

Samlet sett er anslagene for konsumprisveksten hos handelspartnerne om lag som i forrige rapport, se tabell 2 i vedlegget.

Prisveksten på konsumvarene vi importerer til Norge har over tid vært lavere enn konsumprisveksten hos våre handelspartnere. Det skyldes dels at prisveksten på varer i mange år har vært lavere enn prisveksten på tjenester. I tillegg har vridning av den norske importen mot lavkostnadsland som Kina og andre fremvoksende økonomier bidratt. Vi venter at slike vridningseffekter vil fortsette å dempe de internasjonale prisimpulsene til norsk økonomi i årene fremover, se figur 2.6. Anslagene på prisimpulsene er lite endret fra forrige rapport.

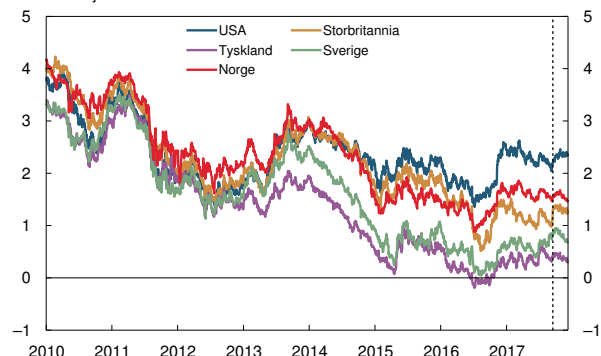
Det er usikkerhet knyttet til den internasjonale økonomiske utviklingen. På den ene side kan de høye nivåene på tillitsindikatorer både for husholdninger og bedrifter tilsa høyere vekst enn vi nå anslår. I så fall vil også prisveksten kunne ta seg raskere opp. På lengre sikt kan høyere investeringer bidra til en større økning i vekstpotensialet enn vi nå venter. På den

Figur 2.3 Kjernepriser<sup>1)</sup> og inflasjonsmål i utvalgte land. Tolv månedersvekst. Prosent. Oktober 2017<sup>2)</sup>



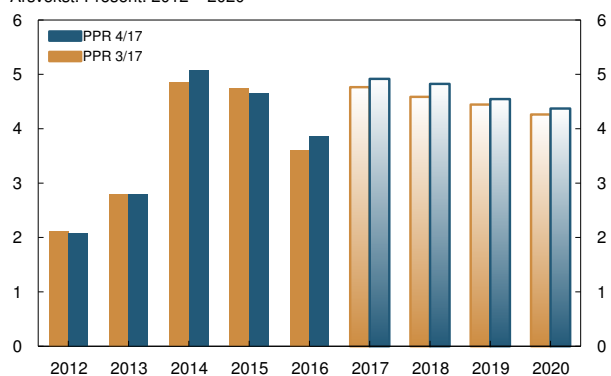
1) Storbritannia: KPIH uten energi, mat, alkohol og tobakk. Sverige: KPIF uten energi. USA: PCE uten energi og mat. Canada: KPI uten energi og mat. Euroområdet: HICP uten energi, mat, alkohol og tobakk. Japan: KPI uten fersk mat og energi.  
2) Siste observasjon for euroområdet er november 2017.  
Kilde: Thomson Reuters

Figur 2.4 Renter på tiårs statsobligasjoner i utvalgte land. Prosent. 1. januar 2010 – 8. desember 2017<sup>1)</sup>



1) PPR 3/17 var basert på informasjon til og med 15. september 2017, markert ved vertikal linje.  
Kilde: Bloomberg

Figur 2.5 Import hos handelspartnerne.<sup>1)</sup> Årsvekst. Prosent. 2012 – 2020<sup>2)</sup>



1) Eksportvekter. 25 viktige handelspartnere.  
2) Anslag for 2017 – 2020 (gradert).  
Kilder: Thomson Reuters og Norges Bank

annen side kan politiske spenninger internasjonalt, proteksjonisme og Storbritannias utmeldingsprosess fra EU dempe den globale veksten mer enn vi har lagt til grunn. Det er også risiko for at innstramminger i pengepolitikken i toneangivende land kan få sterkere negative effekter på de finansielle forholdene enn vi nå ser for oss. Dersom vi undervurderer effektene av strukturelle endringer i blant annet arbeidsmarkedene, kan den svake utviklingen i lønninger og priser vedvare lenger enn vi legger til grunn.

## 2.2 LAND OG REGIONER

### Solid utvikling i USA

Den kvartalsvise BNP-veksten i USA har tiltatt etter årsskiftet og var 0,8 prosent både i andre og tredje kvartal. Veksten var høyere enn ventet i forrige rapport. Arbeidsledigheten har avtatt videre og stadig flere bedrifter melder at det er vanskelig å få tak i kvalifisert arbeidskraft. Samtidig er lønnsveksten fortsatt lavere enn den historiske sammenhengen mellom ledighet og lønn skulle tilsi. Produktivitetsveksten er også lav, men noe sterkere enn reallønnsveksten, se figur 2.7. Fremover venter vi at økt kapasitetsutnyttning vil bidra til noe sterkere lønnsvekst.

Veksten i privat konsum har vært sterkere enn inntektsveksten de siste årene. Fremover venter vi at lavere sysselsettingsvekst vil dempe veksten i husholdningenes forbruk noe. Investeringsveksten ventes samtidig å tilta. Foretakene varsler om økte investeringer, blant annet som en følge av forventninger om skatteutt. Samtidig er det ventet mindre ekspansiv pengepolitikk. Den amerikanske sentralbanken har varslet en videre, forsiktig tilstramming, og har begynt nedbyggingen av sin balanse, se utdyping på side 44. Markedsprisingen indikerer i underkant av to renteøkninger i 2018. Anslagene for BNP-veksten er litt oppjustert gjennom prognoseperioden.

Prisveksten har tiltatt noe fra sommeren, blant annet på grunn av høyere priser på energi og mat. Målt uten energi- og matvarer har prisveksten variert rundt 1,7 prosent det siste halvåret. Konsumprisene har utviklet seg som om lag som anslått i forrige rapport. Fremover venter vi at prisveksten vil være rundt 2,3 prosent årlig.

### Sterk vekst i euroområdet

I euroområdet fortsetter oppgangen. BNP-veksten i tredje kvartal var noe høyere enn ventet, samtidig som veksten i de foregående kvartalene ble revidert opp. Privat konsum, som utgjør over halvparten av BNP, har stått for størsteparten av oppgangen de siste årene, drevet av økt sysselsetting og god vekst i kjøpekraften. Konsumet har holdt seg godt oppe også de siste kvartalene og eksportveksten har vært sterk, til tross for den betydelige styrkingen av euroen så langt i år.

Investeringene har økt med om lag 10 prosent de siste fem årene. Det er raskere enn BNP og mer enn i tidligere oppgangskonjunkturer. Veksten må ses i sammenheng med det betydelige fallet etter finanskrisen, og nivået er fortsatt lavere enn i 2007. Investeringene har særlig vært drevet av økt etterspørsel fra husholdningene og økte boliginvesteringer, støttet av en ekspansiv pengepolitikk og lempelige finansielle forhold. Fremover venter vi fremdeles god vekst i investeringene drevet av tiltakende kapasitetsutnyttning, sterk optimisme og god lønnsomhet i deler av foretakssektoren. Vi legger til grunn at oppgangen i investeringene vil bidra til å løfte produktivitetsveksten og vekstpotensialet noe på lengre sikt.

Til tross for atten kvartaler på rad med vekst i BNP og god vekst i investeringer og sysselsetting, er ikke innhenting etter finans- og statsgjeldskrisen fullført. Selv om situasjonen er bedret, preges deler av banksektoren fortsatt av lav lønnsomhet og en stor andel misligholdte lån. Arbeidsledigheten er over langsiktige gjennomsnitt i flere euroland, se figur 2.8, og en større andel av de sysselsatte jobber ufrivillig deltid enn tidligere. Sammen med svak produktivtetsutvikling har dette bidratt til å dempe lønnsveksten. Den svake lønnsveksten gjenspeiles i lav prisvekst på innenlandskproduserte varer og tjenester. Den europeiske sentralbanken har ikke endret styringsrenten siden forrige rapport, men verdipapirkjøpsprogrammet er forlenget med ni måneder, til september 2018, mens den månedlige kjøpstakten er halvert. Samlet sett har styringsrenteforventningene i euroområdet falt litt. Markedsprisingen indikerer at renten vil heves tidligst våren 2019.

Anslagene for BNP-veksten er høyere gjennom hele anslagsperioden enn i forrige rapport. Veksten ventes

å være høyest i år, på 2,4 prosent, før den avtar gradvis fremover. Inflasjonsanslagene er om lag uendret fra forrige rapport. Lavere energiprisvekst vil bidra til at inflasjonen avtar noe neste år. Mot utgangen av prognoseperioden venter vi at inflasjonen tiltar som følge av høyere kapasitetsutnyttning.

### Moderat vekst i Storbritannia

Veksten i britisk økonomi tok seg noe opp i tredje kvartal, med vekst i både tjenestesektoren og industriktoren. BNP-veksten er fortsatt klart svakere enn gjennomsnittet de siste fem årene.

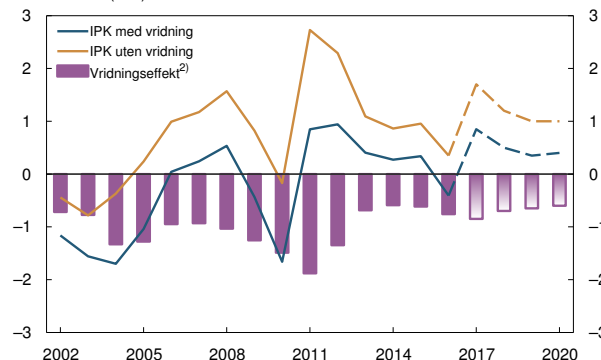
Etter lang tid med bedring i arbeidsmarkedet er arbeidsledigheten på et lavt nivå, se figur 2.9. Det er nå tegn til at sysselsettingsveksten avtar og at ledigheten flater ut. Mens lønnsveksten fortsatt er moderat, har konsumprisveksten tiltatt markert de siste månedene som følge av svakere pund og høyere råvarepriser. Vi venter at prisveksten vil holde seg over målet på 2 prosent i årene fremover. I oktober hevet sentralbanken styringsrenten fra 0,25 til 0,5 prosent. Markedsprisingen indikerer at neste renteheving kommer tidligst sommeren 2018.

Lavere sysselsettingsvekst og høy prisvekst bidrar til å svekke kjøpekraften, og fremover venter vi at veksten i privat konsum forblir moderat. I anslagene legger vi til grunn at det oppnås enighet om utmeldingsbetingelsene fra EU og en ny handelsavtale, men trolig vil usikkerhet knyttet til dette dempe investeringer i foretakssektoren. Som i forrige rapport venter vi at BNP-veksten vil være rundt 1,5 prosent årlig gjennom prognoseperioden.

### Sterk konjunkturutvikling i Sverige

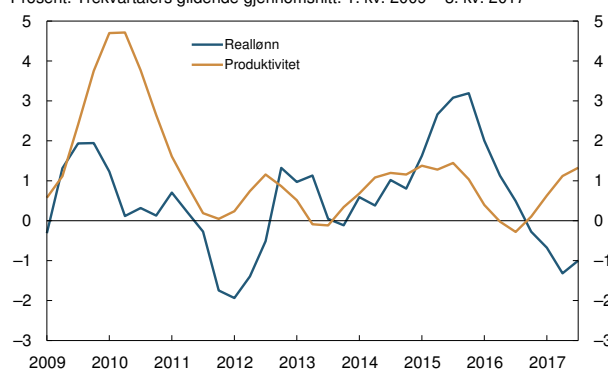
De siste årene har det vært høy aktivitet i svensk økonomi. Etter overraskende høy vekst i andre kvartal var veksten i tredje kvartal litt lavere enn ventet, samtidig som tidligere kvartaler ble revidert ned. Det er økte investeringer, særlig i boligmarkedet, og økt privat konsum som har drevet veksten. Sysselsettingen er nå på et historisk høyt nivå, se figur 2.10. Etter sommeren var prisveksten over 2 prosent, men den avtok igjen i oktober. Dette har bidratt til et fall i svenske renter og en bred svekkelse av svenske kroner. Sentralbanken har holdt renten uendret på -0,5 prosent, og markedsaktørenes forventninger til første renteøkning er blitt skjøvet ut i tid.

Figur 2.6 Indikator for internasjonale prisimpulser til importerte konsumvarer (IPK). Utenlandsk valuta. Årsvekst. Prosent. 2002 – 2020<sup>1)</sup>



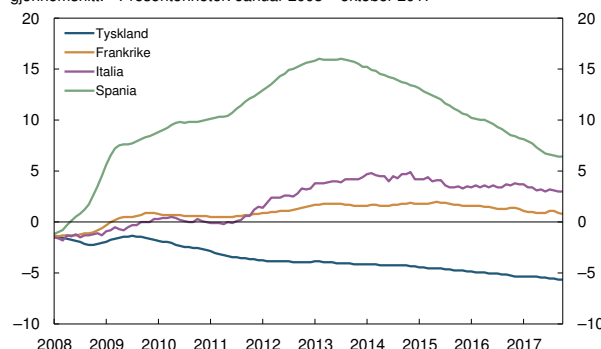
1) Anslag for 2017 – 2020 (stiplet og gradert).  
2) Vridning fanger opp den negative effekten på prisimpulsen når Norge vrir sin import mot land med lavt kostnadsnivå.  
Kilder: Statistisk Sentralbyrå, Thomson Reuters og Norges Bank

Figur 2.7 Reallønn<sup>1)</sup> og produktivitet<sup>2)</sup> i USA. Firekvartalersvekst. Prosent. Trekvartalers glidende gjennomsnitt. 1. kv. 2009 – 3. kv. 2017



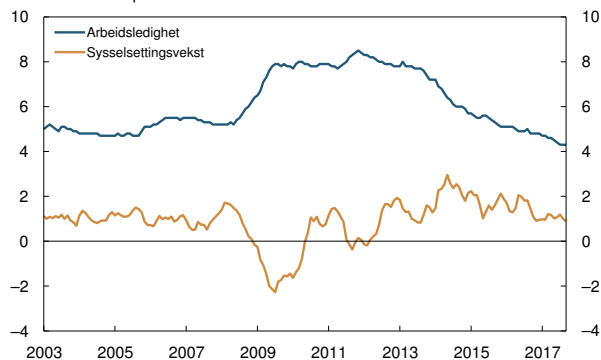
1) Reell kompensasjon per arbeidstime.  
2) Bruttoprodukt per time.  
Kilder: Thomson Reuters og Norges Bank

Figur 2.8 Arbeidsledighet i utvalgte land i euroområdet. Avvik fra gjennomsnitt.<sup>1)</sup> Prosentenheter. Januar 2008 – oktober 2017



1) Gjennomsnittet i perioden 2000 – 2007.  
Kilder: Thomson Reuters og Norges Bank

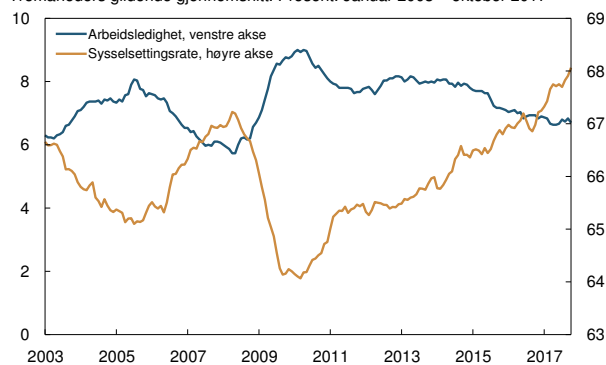
Figur 2.9 Arbeidsledighet<sup>1)</sup> og sysselsetningsvekst<sup>2)</sup> i Storbritannia. Prosent. Januar 2003 – september 2017



1) Arbeidsledighet som andel av arbeidsstyrken.  
2) Tolv måneders endring.  
Kilde: Thomson Reuters

Vi venter fortsatt høy vekst, drevet av blant annet sterkere vekst hos viktige handelspartnere og en mer ekspansiv finanspolitikk. Vi anslår likevel at veksttakten vil avta de neste årene, særlig som en følge av utviklingen i boligmarkedet. De siste årene har det vært en markert økning i tilbudet av boliger, og boligprisveksten viser nå tegn til å avta. Fremover venter vi derfor noe lavere nivå på boliginvesteringene. Veksten dempes også av den demografiske utviklingen og kapasitetsbegrensninger. Vi anslår at BNP vil vokse med i underkant av 3 prosent i år og neste år før veksten avtar til om lag 2 prosent i 2020. Inflasjonen ventes å forbli nær 2 prosent.

Figur 2.10 Arbeidsledighet<sup>1)</sup> og sysselsetningsrate<sup>2)</sup> i Sverige. Tre måneders glidende gjennomsnitt. Prosent. Januar 2003 – oktober 2017



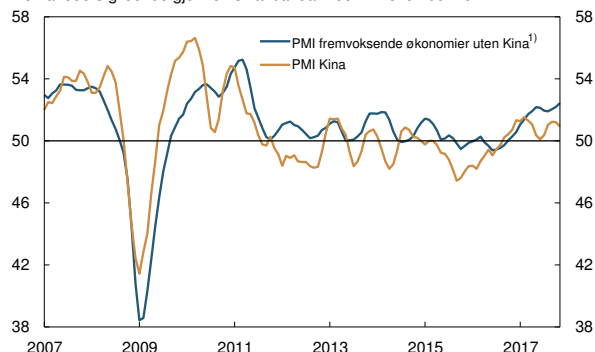
1) Arbeidsledige som andel av arbeidsstyrken.  
2) Sysselsatte som andel av befolkningen (15 – 74 år).  
Kilde: Thomson Reuters

### Høy vekst i fremvoksende økonomier

I Kina fortsatte den sterke veksten fra første halvår i tredje kvartal. Det var særlig solid oppgang i privat konsum. Investeringene avtok imidlertid noe, drevet av myndighetenes tiltak for å redusere kredittveksten. Tiltakene som ble innført i 2016 og 2017 inkluderer strammere regulering av finanssektoren, blant annet knyttet til kapitalkrav og bankenes boligutlån, se også omtale av finansiell stabilitet i kapittel 5. Dette ventes å påvirke utviklingen også fremover. Vi venter en videre nedgang i aktiviteten i bygg- og anleggssektoren. Vi anslår at veksten i BNP avtar fra 6,8 prosent i 2017 til 5,8 prosent årlig i 2019 og 2020. Anslagene er litt høyere enn lagt til grunn i forrige rapport.

Også i andre fremvoksende økonomier fortsetter den sterke veksten. Oppsvinget er drevet av tiltakende vekst i industriland, økt verdenshandel og kapitalinn- gang. Tillitsindikatorer er på høye nivåer, og vårt aggregat for PMI i fremvoksende økonomier er på sitt høyeste nivå siden 2010, se figur 2.11.

Figur 2.11 PMI i fremvoksende økonomier. Indeks. Tre måneders glidende gjennomsnitt. Januar 2007 – november 2017



1) Eksportvektor. Indeksen består av Brasil, India, Indonesia, Polen, Russland, Thailand og Tyrkia.  
Kilder: Thomson Reuters og Norges Bank



## UTVIKLINGEN I PRISENE PÅ OLJE OG GASS

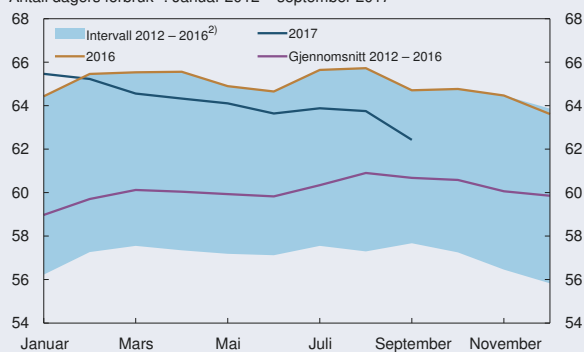
Fra sommeren 2016 til sommeren i år varierte oljeprisen rundt 50 dollar per fat. Utover høsten har prisen steget til over 60 dollar per fat. Det må ses i sammenheng med lavere oljelagre i OECD-landene, se figur 2.12, og bortfall av produksjon i en del viktige eksportland. I tillegg har det vært forventninger om at avtalen om produksjonskutt, som OPEC og en del andre land inngikk på slutten av 2016, ville videreføres etter mars 2018. På møtet 30. november besluttet OPEC og de øvrige landene å videreføre avtalen om produksjonskutt ut 2018. I tillegg holder veksten i globalt oljeforbruk seg godt oppe. Det internasjonale energibyrådet (IEA) anslår at veksten i oljeetterspørselen i 2017 vil ligge over gjennomsnittet for perioden 2005 til 2014 for tredje år på rad.

Vi legger til grunn at oljeprisen vil utvikle seg i tråd med terminprisene, se figur 1.4 i kapittel 1. De indikerer at prisen vil avta fra rundt 63 dollar per fat til 57 dollar i 2020. Terminprisen ved utgangen av 2020 er om lag som lagt til grunn i forrige rapport.

Amerikansk oljeproduksjon har steget markert siden høsten 2016. Antall aktive rigger har økt igjen i det siste etter et midlertidig fall i sommer, se figur 2.13. Veksten i amerikansk oljeproduksjon vil trolig stå for det meste av økningen i produksjonen utenfor OPEC i 2018. Dette kan påvirke produksjonsdisiplinen i OPEC og de øvrige landene som har forpliktet seg til produksjonskutt. På den annen side kan fortsatt bedring i verdensøkonomien bidra til at globalt oljeforbruk tar seg ytterligere opp. Politiske spenninger, blant annet i Midtøsten, kan også bidra til å holde oljeprisen oppe.

Eksportprisen på norsk gass er vesentlig lavere enn den var for noen år siden. Den norske prisen følger i hovedsak utviklingen i gassprisene i Storbritannia og på kontinentet. I høst har disse prisene steget, blant annet som følge av oppgang i gasspriser i Asia og høyere kull- og oljepriser. Terminprisene for britisk gass indikerer at den norske gassprisen kan bli liggende om lag på dagens nivå også fremover.

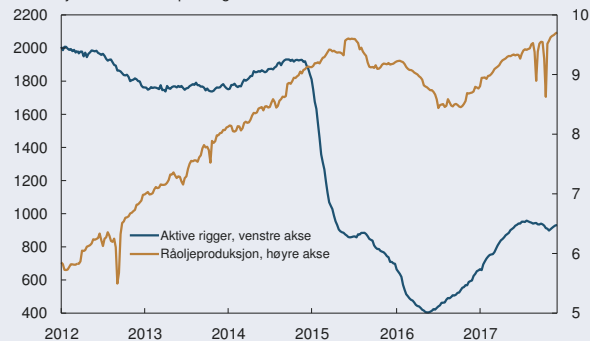
Figur 2.12 Samlede oljelagre i OECD-landene. Antall dagers forbruk<sup>1)</sup>. Januar 2012 – september 2017



1) Antall dagers forbruk er beregnet ved gjennomsnittlig forbruk over de neste tre månedene.  
2) Differanse mellom høyeste og laveste nivå i perioden 2012 – 2016.

Kilder: IEA og Norges Bank

Figur 2.13 Aktive rigger og råoljeproduksjon i USA.<sup>1)</sup> Produksjon. Millioner fat per dag. Uke 1 2012 – uke 49 2017



1) De brå endringene i råoljeproduksjonen høsten 2017 skyldtes i hovedsak orkaner.

Kilde: Thomson Reuters

# 3 Norsk økonomi

**Veksten i norsk økonomi har tiltatt siden i fjor høst. Sysselsettingen har økt og arbeidsledigheten har falt, men kapasitetsutnyttningen er fortsatt noe under et normalt nivå. Vi venter at fastlandsøkonomien vil vokse med 1,9 prosent i år og 2,3 prosent neste år, før veksten avtar litt i 2019 og 2020. Arbeidsledigheten anslås å falle litt fremover, og vi venter at kapasitetsutnyttningen vil komme opp til et normalt nivå i 2019. Inflasjonen er lav, men anslås å ta seg opp til litt over 2 prosent ved utgangen av 2020.**

## PENGEMARKEDSRENTER OG RISIKOPÅSLAG

Endringer i styringsrenten slår vanligvis gjennom til andre norske renter. Men sammenhengen er ikke nødvendigvis en til en.

En stor del av bankenes finansiering prises med utgangspunkt i tremåneders Nibor, som er pengemarkedsrenten med tre måneders løpetid. Pengemarkedsrenten kan deles i to: Markedets forventning om hva styringsrenten vil være i gjennomsnitt de neste tre månedene og et risikopåslag, gjerne omtalt som pengemarkedspåslaget. Endringer i pengemarkedspåslaget kan føre til at bankenes innskudds- og utlånsrenter endrer seg selv når forventningene til styringsrenten er uendret. For eksempel kan endring i bankenes tilbud av og etterspørsel etter likviditet i kroner føre til bevegelser i pengemarkedspåslaget. Også internasjonale forhold, som økt påslag i dollarrenten eller økt pris på å veksle dollar til norske kroner, kan slå direkte inn i pengemarkedspåslaget. Det er fordi pengemarkedsrenten er konstruert som en valutabytterente. Det vil si at bankene som fastsetter pengemarkedsrenten tar utgangspunkt i en dollarrente og justerer denne for prisen på å veksle amerikanske dollar om til norske kroner i valutabyttemarkedet.

Mer langsiktig markedsfinansiering henter bankene vanligvis i obligasjonsmarkedet. Der må de betale et risikopåslag utover pengemarkedspåslaget. Påslagene for de enkelte obligasjonslånene varierer med bankenes kredittverdighet og med løpetiden på lånene. Også større ikke-finansielle foretak kan hente finansiering i obligasjonsmarkedet.

## 3.1 FINANSIELLE FORHOLD

### Lave utlånsrenter

Styringsrenten er blitt holdt uendret på 0,5 prosent siden mars i fjor. Siden starten av 2017 har pengemarkedsrenten likevel falt, som følge av et lavere pengemarkedspåslag, se figur 3.1.

Bankenes utlån finansieres i stor grad gjennom innskudd fra publikum og utstedelse av obligasjoner. Det siste året har bankene holdt innskuddsrentene om lag uendret. I samme periode har rentene på bankenes obligasjonsfinansiering falt, som følge av lavere pengemarkedspåslag og lavere risikopåslag.

Bankenes renter på utlån til foretak settes normalt lik pengemarkedsrenten pluss en utlånsmargin. Denne marginen har endret seg lite det siste året, og renten på foretakslån har dermed fulgt utviklingen i pengemarkedsrenten, se figur 3.2. Større foretak kan også hente finansiering i obligasjonsmarkedet. Rentene på slik finansiering har også falt i år, se figur 3.3. Kredittveksten i foretakene har økt siden starten av året. Sammen med utviklingen i andre indikatorer tyder det på at kredittverdige foretak har god tilgang på finansiering, se kapittel 5.

Utlånsrentene til husholdninger steg litt i første kvartal i år, men ligger fortsatt på et lavt nivå. Kombinasjonen av lavere finansieringskostnader og nær uendrede utlånsrenter har bidratt til bedre inntjening på bankenes utlån til husholdninger. Siden forrige rapport har noen få banker satt ned utlånsrenten til utvalgte kundegrupper, men utlånsrenten til husholdningene samlet er lite endret.

### Noe tidligere økning i utlånsrentene

Pengemarkedsrenten anslås å bli liggende nær dagens nivå frem til høsten 2018, før den stiger gradvis. Anslaget

for pengemarkedspåslaget i årene fremover er uendret fra forrige rapport. Vi legger til grunn at variasjonene i pengemarkedspåslaget den siste tiden skyldes forbigående forhold.

Vi venter at utlånsrentene til husholdninger og foretak vil stige gradvis i årene fremover, men litt mindre enn økningen i styringsrenten. Det innebærer at utlånsmarginene, gitt som differansen mellom utlånsrentene og pengemarkedsrenten, avtar. Historisk har et lavt nivå på styringsrenten normalt gått sammen med et lavt nivå på innskuddsmarginene. Når styringsrenten øker, kan det være grunn til å vente at innskuddsmarginene igjen øker. Det vil gi bankene rom til å ta lavere utlånsmarginer og likevel opprettholde lønnsomheten. Utsikter til at styringsrenten økes noe raskere enn anslått i forrige rapport innebærer en noe raskere oppgang i utlånsrentene enn lagt til grunn i september.

### Kronekursen er svakere enn anslått

Kronekursen, målt ved den importveide kronekursindeksen I-44, har svekket seg og er svakere enn lagt til grunn i forrige rapport. Kronen har særlig svekket seg mot amerikanske dollar, euro og britiske pund, men er lite endret mot svenske kroner.

Svekkelsen har kommet til tross for at rentedifferansen mot våre handelspartnere er lite endret. Det kan indikere at risikopremien på å investere i norske kroner har økt. Heller ikke utviklingen i oljeprisen kan forklare kronesvekkelsen den siste tiden. Kronen er nå noe svakere enn det som følger av våre kortsiktige kryssjekkmodeller, men avviket er ikke uvanlig stort, se figur 3.4.

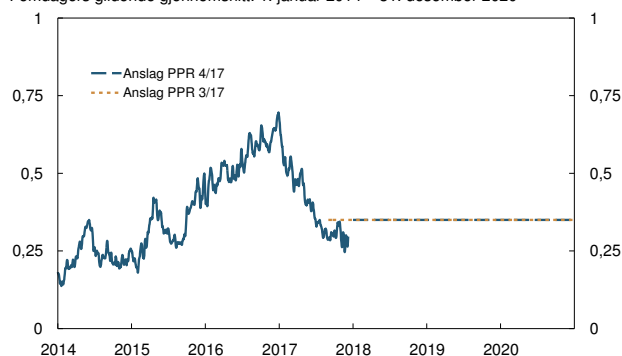
Vi anslår at kronen vil styrke seg noe i årene fremover, som følge av en gradvis reversering av risikopremien og en økning i rentedifferansen mot utlandet. Sammenlignet med forrige rapport anslår vi en litt svakere kronekurs gjennom hele prognoseperioden.

## 3.2 PRODUKSJON OG ETTERSPORSEL

### Høyere vekst i Fastlands-Norge neste år

Veksten i fastlandsøkonomien i 2016 var på sitt laveste siden finanskrisen i 2009. I 2017 har aktivitetsveksten tatt seg klart opp. Lave renter, bedret konkurransevne og ekspansiv finanspolitikk har bidratt til oppgangen. Samtidig ser fallet i oljeinvesteringene ut til

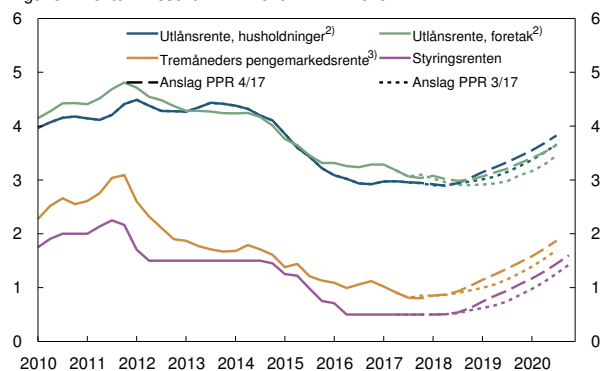
Figur 3.1 Påslag i norsk tremåneders pengemarkedsrente.<sup>1)</sup> Prosentenheter. Femdagers glidende gjennomsnitt. 1. januar 2014 – 31. desember 2020<sup>2)</sup>



1) Norges Banks anslag på differansen mellom tremåneders pengemarkedsrente og forventet styringsrente.  
2) Anslag for 1. kv. 2018 – 4. kv. 2020 (stiplet).

Kilder: Bloomberg, Thomson Reuters og Norges Bank

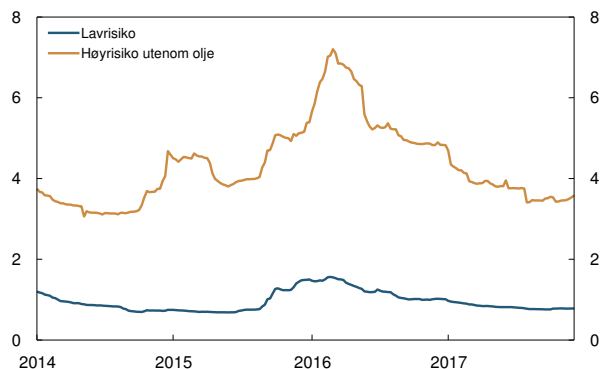
Figur 3.2 Renter. Prosent. 1. kv. 2010 – 4. kv. 2020<sup>1)</sup>



1) Anslag for 4. kv. 2017 – 4. kv. 2020 (stiplet).  
2) Gjennomsnittlig utlånsrente på utestående utlån til henholdsvis husholdninger og ikke-finansielle foretak fra utvalget av banker og kredittforetak som inngår i Statistisk sentralbyrås månedlige rentestatistikk.  
3) Styringsrente med påslag i det norske pengemarkedet. Beregningene er basert på at prognosen for styringsrenten prises inn i pengemarkedet.

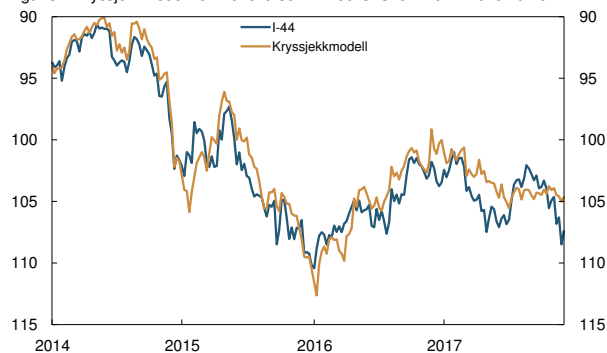
Kilder: Statistisk sentralbyrå, Thomson Reuters og Norges Bank

Figur 3.3 Risikopåslag høyrisiko og lavrisiko foretaksobligasjoner. 5 års løpetid. Prosentenheter over tremåneders pengemarkedsrente. Uke 1 2014 – uke 49 2017



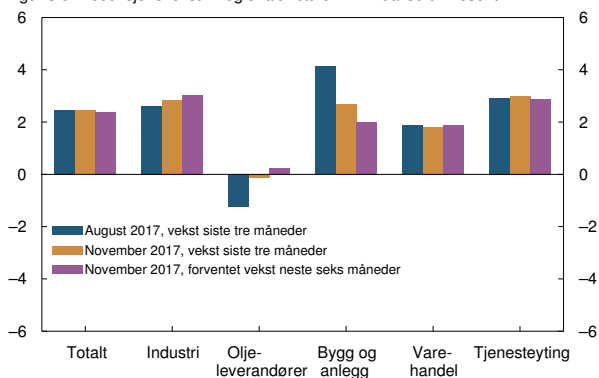
Kilder: Nordic Bond Pricing, Stamdata og Norges Bank

Figur 3.4 Kryssjekkmodell for kronkursen.<sup>1)</sup> Indeks. Uke 1 2014 – uke 49 2017



1) I kryssjekkmodellen inngår oljeprisen og ettårs rentedifferanse mot handelspartnere.  
2) Importveid valutakursindeks. Stigende kurve betyr sterkere kurs.  
Kilder: Bloomberg, Thomson Reuters og Norges Bank

Figur 3.5 Produksjonsvekst i Regionalt nettverk. Annualisert. Prosent



Kilde: Norges Bank

## REGIONALT NETTVERK

Norges Bank har et nettverk av bedriftsledere som vi har jevnlig samtaler med. Formålet er å hente inn informasjon om den økonomiske utviklingen i deres virksomheter og næringer. Nettverket består av rundt 1 500 bedrifter totalt, og hver av dem blir kontaktet om lag én gang per år. Vi gjennomfører samtaler under hvert kvartal, og i hver runde er det i overkant av 300 av kontaktene som deltar.

Kontaktene representerer virksomheter i norsk næringsliv samt i kommune- og sykehussektoren. Utvalget gjenspeiler produksjonssiden i økonomien både næringsmessig og geografisk.

Informasjonen vi får fra det regionale nettverket bidrar til å øke vår forståelse av utviklingen i norsk økonomi.

å gå mot slutten, og bidrar i mindre grad enn i de foregående årene til å bremse aktiviteten i fastlandsøkonomien.

BNP for Fastlands-Norge økte med 0,6 prosent i tredje kvartal i år, om lag som vi anslo i forrige rapport. Veksten var på linje med utviklingen i de foregående kvartalene.

Kontaktene i vårt regionale nettverk rapporterte i november at veksten de siste tre månedene hadde vært om lag den samme som i de foregående tre månedene. Mens bygge- og anleggsnæringen meldte om at veksten hadde avtatt, meldte tradisjonell industri om høyere vekst og oljeleverandører om at nedgangen var dempet, se figur 3.5. Samlet ventet kontaktene at veksten ville fortsette i samme takt de neste seks månedene.

Vi anslår at veksten i BNP for Fastlands-Norge vil endres lite de nærmeste to kvartalene, se tabell 3a i vedlegget. Anslagene er på linje med forventningene i Regionalt nettverk og fremskrivingene fra vårt system for sammenveiling av korttidsmodeller (SAM), se figur 3.6. Anslagene for den nærmeste tiden er litt høyere enn i forrige rapport.

Vi legger til grunn en årsvekst i BNP for Fastlands-Norge på 1,9 prosent i år. Neste år ventet vi at veksten vil ta seg opp til 2,3 prosent, før den avtar igjen til 2,2 prosent i 2019 og 1,9 prosent i 2020. I år bidrar boliginvesteringer og offentlig etterspørsel betydelig til veksten i samlet etterspørsel. I årene fremover ventet vi at vekstbidraget fra finanspolitikken vil dempes betydelig, se ramme på side 32. Samtidig vil boliginvesteringene trolig avta gjennom 2018 og 2019. På den annen side ventet vi vekst i oljeinvesteringene fra neste år og ut prognoseperioden. Våre anslag for petroleumsinvesteringene er nærmere omtalt i en ramme på side 33. Anslagene for BNP-veksten i Fastlands-Norge i 2018 og 2019 er noe oppjustert. For 2020 er anslaget for BNP-veksten justert litt ned.

### Moderat konsumvekst

Veksten i husholdningenes disponible realinntekt har vært lav etter oljeprisfallet fra sommeren 2014 som en følge av høy konsumprisvekst, moderat lønnsvekst og svak sysselsettingsutvikling. Det har bidratt til å dempe veksten i husholdningenes

konsum. Konsumet har likevel økt klart mer enn inntekten, og spareraten har falt, se figur 3.7.

Veksten i husholdningenes konsum tiltok i andre halvår 2016 og inn i 2017, se figur 3.8. I tredje kvartal avtok konsumveksten samtidig som nivået på konsumet i andre kvartal ble revidert ned.

Indikatorer tyder på at forbrukertilliten er høy, se figur 3.9. Forventningsindikatoren fra Kantar TNS steg videre fra tredje til fjerde kvartal og er nå på sitt historiske gjennomsnitt. Opinionsforbrukertillitsindikator har svingt noe de siste månedene, men er fortsatt på et høyt nivå.

Høyere sysselsetting og økt reallønnsvekst trekker i retning av økt vekst i husholdningenes konsum fremover. På den annen side vil lavere vekst i boligprisene og husholdningenes boligformue trolig bidra til å dempe konsumveksten noe.<sup>1</sup> Samlet anslår vi at årsveksten i husholdningenes konsum vil øke fra 1,5 prosent i fjor til 2,4 prosent i år, se figur 3.10. Konsumveksten vil trolig bli litt lavere igjen i årene fremover. Anslagene for i år og neste år er noe lavere enn i forrige rapport, hovedsakelig fordi konsumet har vært lavere enn ventet så langt i år og fordi vi anslår noe lavere vekst i husholdningenes disponible realinntekt neste år enn vi la til grunn sist. Prognosene innebærer at spareraten avtar videre i år og deretter endres lite. Spareraten ser ut til å bli høyere i år enn lagt til grunn, og ifølge anslagene blir den liggende høyere enn i forrige rapport også i årene fremover.

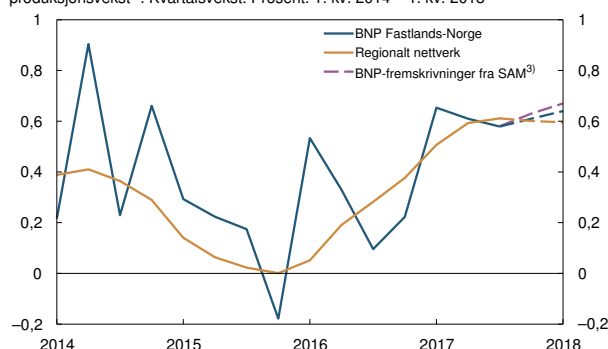
### Lavere boliginvesteringer fremover

Boligprisene steg kraftig frem til sist vinter, se figur 3.11. I løpet av våren snudde utviklingen, og prisene er nå litt lavere enn for ett år siden, og lavere enn vi anslo i forrige rapport.

Det har vært store regionale forskjeller i boligprisutviklingen. Økningen i prisveksten gjennom fjoråret var særlig sterk i Oslo, og det er også i hovedstadsområdet at prisene har falt mest i år.

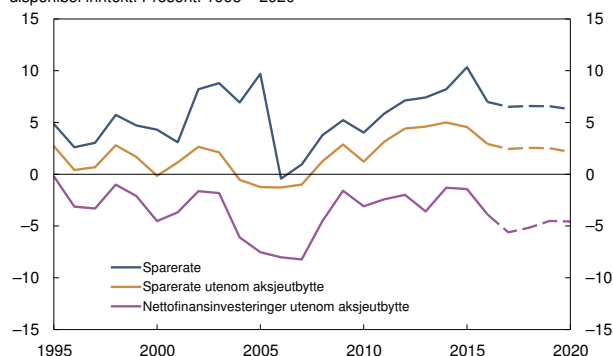
Beholdningen av usolgte boliger har økt markert de siste månedene, se figur 3.12. Samtidig vil antallet

Figur 3.6 BNP for Fastlands-Norge og Regionalt nettverks indikator for produksjonsvekst<sup>1)</sup>. Kvartalsvekst. Prosent. 1. kv. 2014 – 1. kv. 2018<sup>2)</sup>



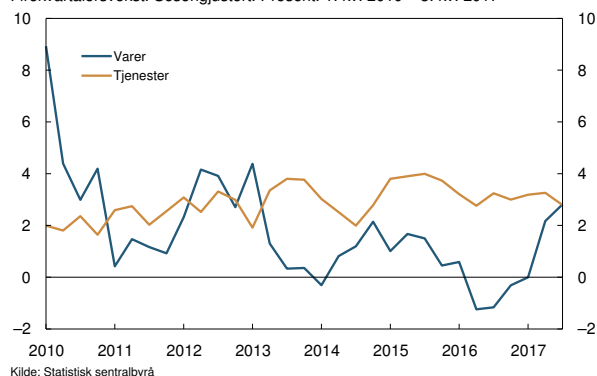
1) Rapportert produksjonsvekst siste tre måneder konvertert til kvartalstall (heltrukken). Kvartalstallene er beregnet som en sammenvekting av tremånederstall basert på når intervjuene er foretatt. For 4. kv. 2017 er forventet vekst i produksjon en sammenvekting av rapportert vekst siste tre måneder og forventet vekst neste seks måneder. 1. kv. 2018 er forventet vekst neste seks måneder målt i november (stiplet oransje linje).  
2) Anslag for 4. kv. 2017 – 1. kv. 2018 (stiplet).  
3) System for sammenvekting av korttidsmodeller.  
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 3.7 Husholdningenes sparing og nettofinansinvesteringer. Andel av disponibel inntekt. Prosent. 1995 – 2020<sup>1)</sup>



1) Anslag for 2017 – 2020 (stiplet).  
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

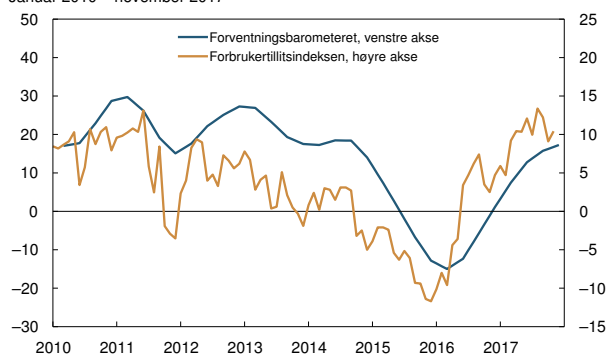
Figur 3.8 Husholdningenes konsum av varer og tjenester. Volum. Firekvartalersvekst. Sesongjustert. Prosent. 1. kv. 2010 – 3. kv. 2017



Kilde: Statistisk sentralbyrå

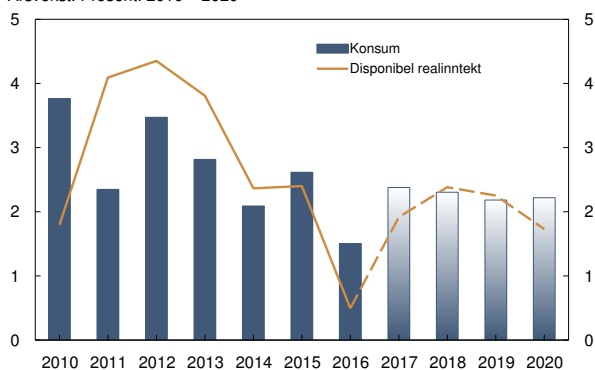
<sup>1</sup> Boligprisenes betydning for husholdningenes konsum er nærmere drøftet i Grindaker, M. (2017) «Boligpriser og husholdningenes konsum» Staff Memo 11/2017. Norges Bank.

Figur 3.9 Forbrukertillit. Nettotall. Kantar TNS Forventningsbarometer for husholdningene. 1. kv. 2010 – 4. kv. 2017. Opinions forbrukertillitsindeks (CCI). Januar 2010 – november 2017



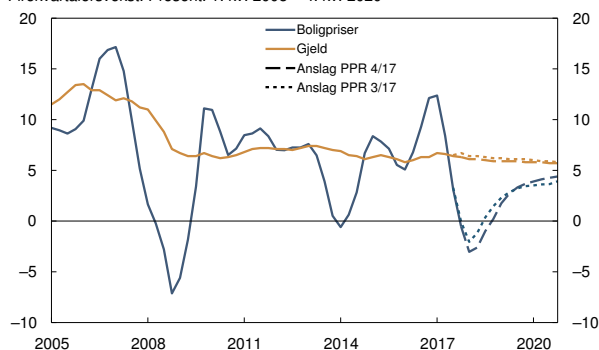
Kilder: ForbrukerMeteret™ fra Opinion og Kantar TNS

Figur 3.10 Husholdningenes konsum<sup>1)</sup> og disponible realinntekt<sup>2)</sup>. Årsvekst. Prosent. 2010 – 2020<sup>3)</sup>



1) Inkluderer konsum i ideelle organisasjoner.  
2) Eksklusive aksjeutbytte. Inkluderer inntekt i ideelle organisasjoner. Deflatert med KPI.  
3) Anslag for 2017 – 2020 (stiplet og gradert).  
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 3.11 Boligpriser og husholdningenes gjeld<sup>1)</sup>. Firekvartalersvekst. Prosent. 1. kv. 2005 – 4. kv. 2020<sup>2)</sup>



1) Innenlandsk kreditt til husholdningene, K2.  
2) Anslag for 4. kv. 2017 – 4. kv. 2020 (stiplet).  
Kilder: Eiendom Norge, Eiendomsverdi, Finn.no, Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

boliger som ferdigstilles trolig øke videre fremover som følge av høy igangsetting de siste årene. Sammen med lavere befolkningsvekst, se kapittel 3.3, vil dette bidra til å dempe boligprisveksten den nærmeste tiden. I årene fremover vil bedringen i arbeidsmarkedet og høyere inntektsvekst trekke i retning av høyere boligpriser, mens utsikter til høyere renter trekker i motsatt retning. Vi anslår at boligprisene vil falle litt fra år til neste år for så å øke litt igjen. Sammenlignet med forrige rapport er anslagene for boligprisveksten justert litt ned.

Husholdningenes gjeld har fortsatt å vokse raskere enn inntektene, slik at gjeldsbelastningen har økt. Veksten har vært litt lavere enn vi anslo i forrige rapport (figur 3.11). Vi venter at gjeldsveksten den nærmeste tiden vil holdes oppe av at et stort antall boliger under bygging er solgt og skal betales ved ferdigstilling. Etter hvert vil lavere boligprisvekst og færre ferdigstilte nye boliger dempe veksten i husholdningenes gjeld.

Høy vekst i boligpriser og gjeld har økt husholdningenes sårbarhet de siste årene. En korreksjon i boligmarkedet, i tråd med anslagene i denne rapporten, reduserer risikoen for en brå og mer markert nedgang lenger frem i tid. Utviklingen i boligpriser og gjeld er også omtalt i kapittel 5.

Boliginvesteringene økte markert gjennom 2015 og 2016, og veksten har fortsatt i 2017, se figur 3.13. I tredje kvartal var boliginvesteringene 8 prosent høyere enn i tredje kvartal i fjor. Etter flere år med betydelig vekst er investeringene kommet opp på et høyt nivå. Sammen med lavere boligpriser og redusert salg av nye boliger kan det gi et fall i boliginvesteringene frem i tid. Lavere befolkningsvekst og høyere renter trekker i samme retning.

Vi legger til grunn at igangsettingen av nye boliger har passert toppen og vil avta fremover. Ettersom mange boliger fortsatt er under bygging, vil investeringene likevel holde seg oppe i noe tid. Vi venter at investeringsnivået vil avta gjennom 2018 og 2019 og så flate ut gjennom 2020. Sammenlignet med forrige rapport er anslagene justert litt opp den nærmeste tiden og ned på lengre sikt.

Blir korreksjonen i boligmarkedet kraftigere enn anslått, kan fallet i boliginvesteringene bli større enn vi legger til grunn, se ramme på side 42. Vi kan heller ikke utelukke at nedgangen i befolkningsveksten vil bidra til en mer markert nedgang i boligbyggingen enn vi anslår.

### Oppgang i foretaksinvesteringene

Foretaksinvesteringene i Fastlands-Norge avtok i kjølvannet av oljeprisfallet i 2014, men økte gjennom 2016 og inn i 2017. Etter et markert fall i andre kvartal økte investeringene kraftig igjen i tredje kvartal, justert for normale sesongvariasjoner. Oppgangen var sterkere enn vi hadde lagt til grunn i våre anslag.

Det er særlig investeringer i tjenestenæringene som har bidratt til veksten i år, se figur 3.14. Også investeringer innen kraftforsyning har økt markert, og Statistisk sentralbyrås investeringstelling tyder på at kraftinvesteringene vil øke videre neste år. Tellingene indikerer at også investeringene i industrien vil ta seg opp.

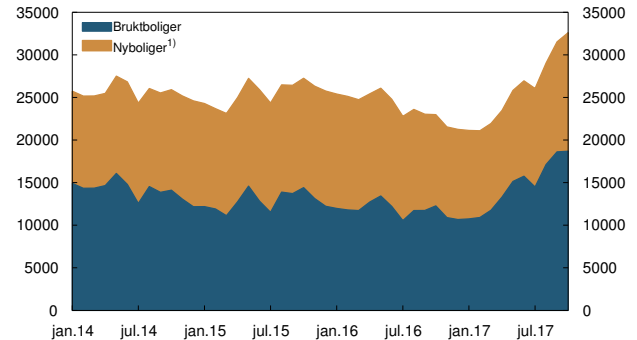
Fra vårt regionale nettverk rapporterte kontaktene i november at de planlegger å øke investeringene de nærmeste 12 månedene, se figur 3.15.

Foretaksinvesteringene svinger normalt med konjunktorene, se figur 3.16. I samtalerundene i august og november spurte vi kontaktene i vårt regionale nettverk om hvilke faktorer som har hatt betydning for deres investeringsbeslutninger. Svarene viser at etterspørselsforhold er en viktig faktor. Det er få bedrifter som svarer at tilgang på finansiering har begrenset investeringene.<sup>2</sup> Oppgangen i norsk økonomi og hos våre handelspartnere tilsier at investeringene vil øke videre i årene fremover. Høyere renter vil etter hvert bidra til å dempe investeringsveksten. Ettersom investeringene ser ut til å øke mye allerede i år, venter vi at veksten blir litt lavere fremover enn vi anslo sist.

### Økt fastlandseksport

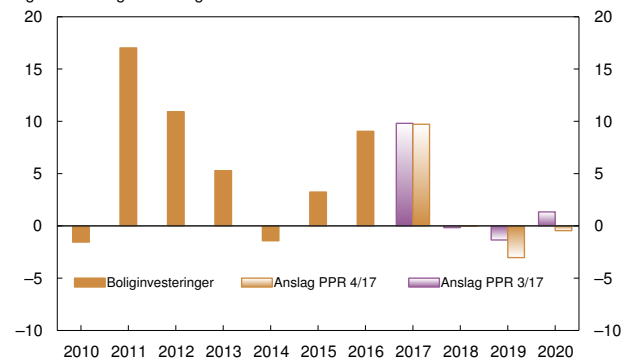
Redusert etterspørsel fra den globale petroleumsindustrien bidro til at eksporten fra Fastlands-Norge falt markert i 2016. Driftsstans og andre forstyrrelser på tilbudssiden bidro også til å redusere eksporten i

Figur 3.12 Usolgte boliger. Antall boliger. Januar 2014 – oktober 2017



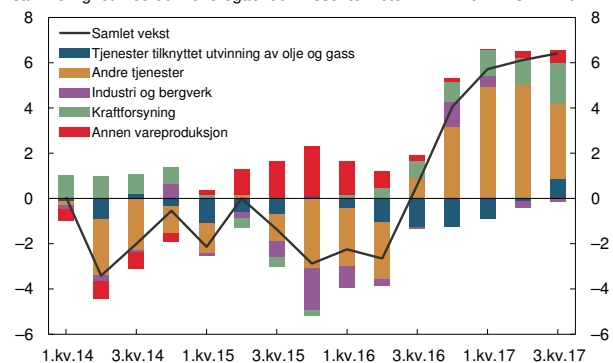
1) Inkluderer kun usolgte boliger i prosjekter med mer enn 15 enheter.  
Kilder: Eiendom Norge, Eiendomsverdi, Flinn.no og Samfunnsøkonomisk analyse AS

Figur 3.13 Boliginvesteringer. Årsvekst. Prosent. 2010 – 2020<sup>1)</sup>



1) Anslag for 2017 – 2020 (gradert).  
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

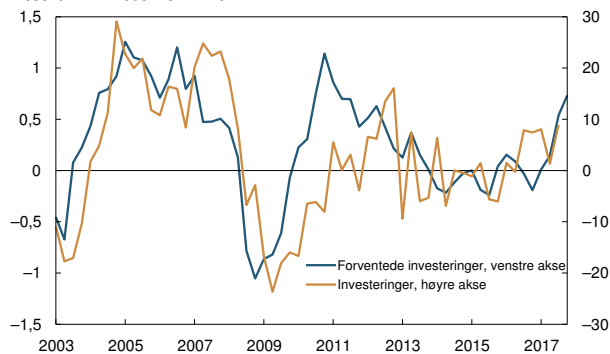
Figur 3.14 Foretaksinvesteringer etter sektor. Bidrag vekst siste fire kvartaler sammenlignet med de fire foregående. Prosentenheter. 1. kv. 2014 – 3. kv. 2017



Kilde: Statistisk Sentralbyrå

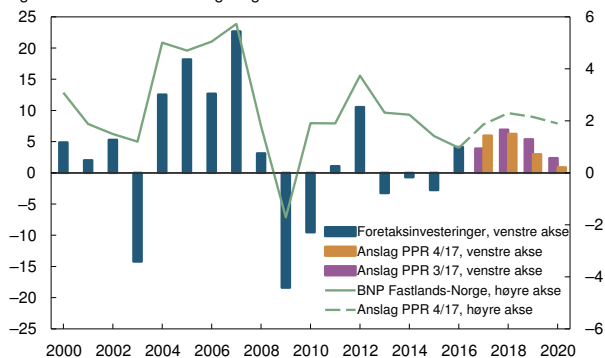
<sup>2</sup> Se Hjelseth, I. N., S.S. Meyer og M. Aa. Walle (2017) «Hva påvirker bedriftenes investeringsbeslutning?». *Aktuell kommentar* 10/2017. Norges Bank.

Figur 3.15 Forventede endringer i foretaksinvesteringer neste 12 måneder.<sup>1)</sup>  
1. kv. 2003 – 4. kv. 2017. Foretaksinvesteringer. Firekvartalsvekst. Sesongjustert.  
Prosent. 1. kv. 2003 – 3. kv. 2017



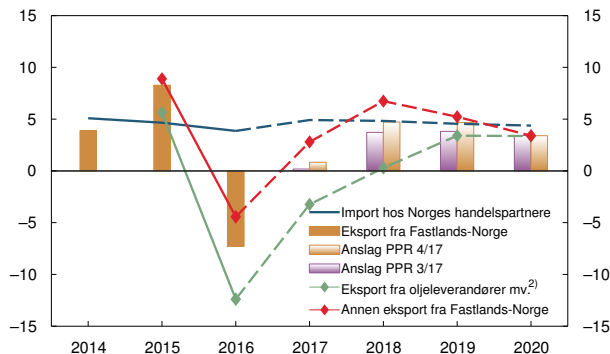
1) Regionalt nettverk. Indeks. Vektet gjennomsnitt av industri, oljelieferandører, varehandel og tjenesteyting.  
Kilder: Statistisk Sentralbyrå og Norges Bank

Figur 3.16 Foretaksinvesteringer og BNP. Årsvekst. Prosent. 2000 – 2020<sup>1)</sup>



1) Anslag for 2017 – 2020.  
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 3.17 Eksport fra Fastlands-Norge og import hos Norges handelspartnere. Årsvekst. Prosent. 2014 – 2020<sup>1)</sup>



1) Anslag for 2017 – 2020 (stiplet og gradert).  
2) Vare- og tjenestegrupper i nasjonalregnskapet hvor oljelieferandører står for en betydelig del av eksporten.  
Kilder: Statistisk sentralbyrå, Thomson Reuters og Norges Bank

fjor. Eksporten har økt hittil i år, og veksten i tredje kvartal var høyere enn vi anslo i forrige rapport.

Vårt regionale nettverk indikerer at eksporten fra oljelieferandørene nå har nådd bunnen, og at den vil være om lag uendret det neste halvåret. Vi anslår høyere eksport fra oljelieferandørene fra 2018 som følge av økte investeringer i utenlandsk petroleumsvirksomhet. Økt etterspørsel hos våre handelspartnere vil bidra til å øke den øvrige fastlandseksporten. Store investeringer i råvarebasert industri vil også trekke opp eksporten fremover. Vi anslår at den samlede fastlandseksporten vil øke litt fra i fjor til i år, og at veksten vil ta seg videre opp neste år, se figur 3.17. Anslagene er oppjustert som følge av bedre vekstutsikter hos handelspartnerne, høyere oljepris og en svakere kronekurs enn vi la til grunn i forrige rapport.

Lav vekst i norsk økonomi har gitt lav vekst i importen de siste årene. Foretaksinvesteringer har normalt et høyt importinnhold, og oppgangen i oljeinvesteringene og i fastlandsforetakenes investeringer fremover trekker i retning av økt importvekst. Bedringen av den kostnadmessige konkurranseevnen de siste årene kan på den annen side tilsi at importandelen blir lavere enn tidligere. I det siste har en større andel av oppdragene på norsk sokkel gått til norske virksomheter. Vi anslår at årsveksten i importen vil øke neste år for så å avta.

### 3.3. ARBEIDSMARKED OG KAPASITETSUTNYTTING

#### Sysselsettingsveksten tiltar

Sysselsettingen tok seg opp gjennom 2016 og veksten har tiltatt i 2017, ifølge Kvartalsvis nasjonalregnskap (KNR), se figur 3.18. Fra andre til tredje kvartal økte sysselsettingen med 0,3 prosent. Det var i tråd med vårt anslag i forrige rapport, men ettersom sysselsettingen i de foregående kvartalene er revidert opp, er sysselsettingsnivået noe høyere enn anslått.

Oppgangen i sysselsettingen gjenspeiler at nedbemanningen i de mest oljerelaterte næringene nå ser ut til å nærme seg slutten, se figur 3.19, samtidig som sysselsettingsveksten har fortsatt i andre deler av økonomien. Gjennom 2017 har sysselsettingen særlig økt innenfor bygge- og anleggsnæringen, forretningsmessig tjenesteyting og overnattings- og serveringsvirksomhet.



Vårt regionale nettverk indikerte i november at sysselsettingen vil vokse med 0,3 prosent de nærmeste tre månedene, i tråd med anslagene i forrige rapport, se figur 3.20. Også Norges Banks forventningsundersøkelse for fjerde kvartal tyder på videre sysselsettingsvekst.

Beholdningen av ledige stillinger har vært økende siden slutten av 2015, noe som tyder på at etterspørselen etter arbeidskraft vokser. Fra andre til tredje kvartal var beholdningen av ledige stillinger uendret samlet sett. En nedgang innenfor næringer med stor offentlig dominans ble motsvart av en tilsvarende økning i øvrige næringer.

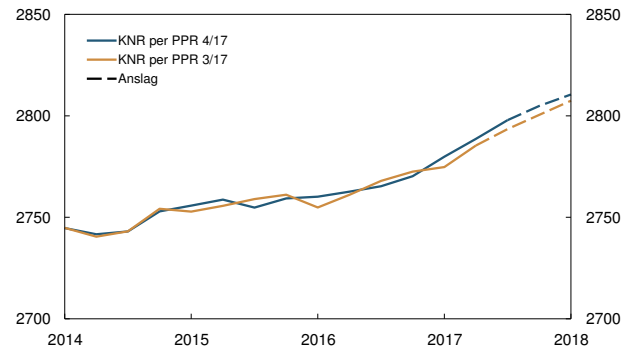
### Færre arbeidsledige

Den registrerte arbeidsledigheten nådde en topp ved inngangen til 2016, se figur 3.21. Samtidig økte omfanget av arbeidsmarkedstiltak gjennom 2016, slik at summen av ledige og ordinære tiltaksdeltakere, bruttoledigheten, fortsatte å øke gjennom 2016. Siden årsskiftet har bruttoledigheten avtatt. I november var den registrerte ledigheten 2,5 prosent, sesongjustert, mens summen av ledige og personer på tiltak utgjorde 3,1 prosent av arbeidsstyrken. Ledigheten i november var noe lavere enn vi anslo i forrige rapport. Det har vært store regionale forskjeller i utviklingen i arbeidsmarkedet siden 2014. Det var først og fremst på Sør- og Vestlandet at ledigheten økte. De siste månedene har ledigheten avtatt i alle deler av landet, og i alle fylker er ledigheten lavere enn for ett år siden.

Antall nye arbeidssøkere til NAV har avtatt markert de siste månedene, se figur 3.22. At strømmen av arbeidssøkere avtar, kan indikere at arbeidsledigheten vil falle videre i tiden fremover. På den annen side kan det se ut til at omfanget av nedbemanninger er i ferd med å tilta. Etter et betydelig fall de siste årene har antall personer omfattet av driftsinnskrenkninger til NAV økt noe de siste månedene, se figur 3.23.

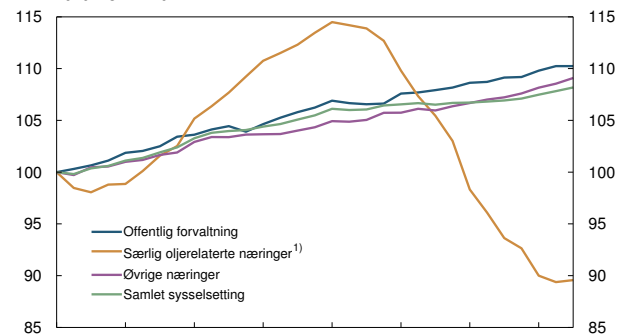
Arbeidskraftundersøkelsen (AKU) tyder på en litt annen utvikling i arbeidsmarkedet. Ifølge AKU har sysselsettingsutviklingen de siste par årene vært svakere enn KNR viser, mens arbeidsledigheten har økt mer enn ledighetstallene fra NAV kan tyde på. Arbeidsstyrken i AKU, som er summen av sysselsatte og ledige, har utviklet seg svakere enn summen av

Figur 3.18 Sysselsetting ifølge KNR<sup>1)</sup>. Sesongjustert. Antall i tusen. 1. kv. 2014 – 1. kv. 2018<sup>2)</sup>



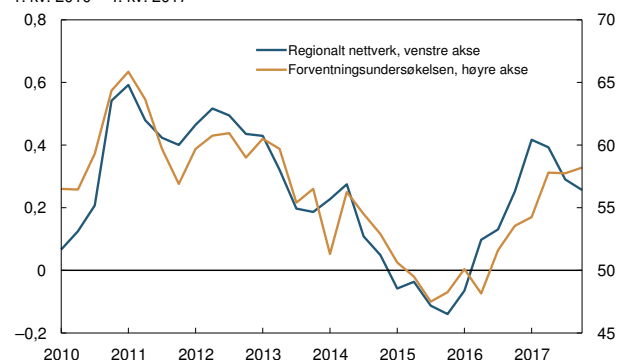
1) Kvartalsvis nasjonalregnskap.  
2) Anslag for 4. kv. 2017 – 1. kv. 2018.  
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 3.19 Sysselsetting i ulike næringer. Indeks. 1. kv. 2010 = 100. 1. kv. 2010 – 3. kv. 2017



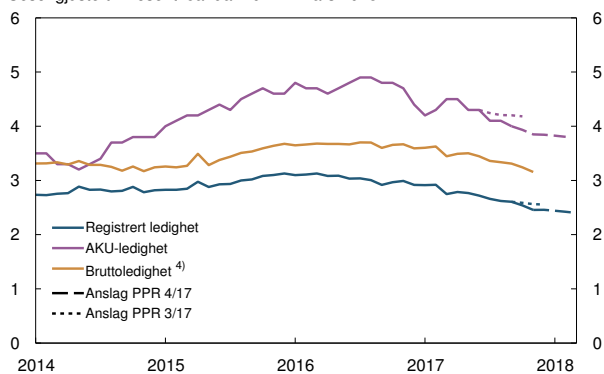
1) Inkluderer næringene utvinning av råolje og naturgass, inkludert tjenester, produksjon av metallvarer, elektrisk utstyr og maskiner, verftsindustri og annen transportmiddelindustri og reparasjon og installasjon av maskiner og utstyr. I 1. kv. 2010 sysselsatte disse næringene 166 000 personer, 6 prosent av alle sysselsatte i Norge.  
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 3.20 Forventet endring i sysselsetting. Regionalt nettverk.<sup>1)</sup> Kvartalsvekst. Prosent. Norges Banks forventningsundersøkelse. Diffusjonsindeks.<sup>2)</sup> 1. kv. 2010 – 4. kv. 2017



1) Forventet endring i sysselsetting neste tre måneder.  
2) Andel av næringslivsledere som venter "flere ansatte" i egen bedrift neste tolv måneder + (1/2 \* andel som venter "like mange ansatte").  
Kilder: Epinion og Norges Bank

Figur 3.21 Arbeidsledige som andel av arbeidsstyrken. AKU<sup>1)</sup> og NAV<sup>2)</sup>. Sesongjustert. Prosent. Januar 2014 – mars 2018<sup>3)</sup>



1) Arbeidskraftundersøkelsen.  
 2) Registrert arbeidsledighet.  
 3) Anslag for desember 2017 – mars 2018 (registrert ledighet) og oktober 2017 – januar 2018 (AKU).  
 4) Registrerte ledige og ordinære tiltaksdeltakere.  
 Kilder: NAV, Statistisk Sentralbyrå og Norges Bank

## KAPASITETSUTNYTTING

Kapasitetsutnyttningen, eller produksjonsgapet, uttrykker hvor mye av de samlede ressursene i økonomien som er i bruk. Produksjonsgapet er definert som forskjellen mellom den faktiske produksjonen (BNP) og produksjonspotensialet i økonomien. Økonomiens produksjonspotensial er det produksjonsnivået som er forenlig med en stabil utvikling i priser og lønninger.

Kapasitetsutnyttningen er en sentral størrelse i pengepolitikken. I rentesettingen legger vi vekt på å unngå for store svingninger i produksjon og sysselsetting, og for å oppfylle dette sikter vi mot å holde produksjonsgapet nær null. Kapasitetsutnyttningen er dessuten en viktig indikator for fremtidig inflasjon, og er dermed knyttet til Norges Banks hovedmål om å sikre lav og stabil inflasjon.

Produksjonspotensialet og produksjonsgapet kan ikke observeres, og må anslås. Våre anslag på produksjonsgapet er resultat av en samlet vurdering av en rekke indikatorer og modeller. I vurderingen legger vi særlig vekt på utviklingen i arbeidsmarkedet.

sysselsatte i KNR og ledige hos NAV. De siste par årene har avviket mellom AKU-ledigheten og registrert ledighet vært høyere enn normalt. De siste månedene er avviket redusert, men det er fortsatt høyere enn det har vært historisk. AKU er en utvalgsundersøkelse som det er knyttet usikkerhet til. De uvanlig store avvikene gjør at vi for tiden tror andre indikatorer for arbeidsmarkedet bedre beskriver situasjonen i arbeidsmarkedet.

## Høyere yrkesfrekvens

De store kullene som ble født i årene rett etter andre verdenskrig er nå kommet opp i en alder der de fleste går ut av arbeidsstyrken og over på alderspensjon. De siste par årene har dessuten nettoinnvandringen gått betydelig ned. Begge deler har bidratt til å redusere veksten i arbeidsstyrken.

Aldringen av befolkningen vil bidra til å redusere veksten i arbeidsstyrken også fremover. Vi legger til grunn at arbeidsinnvandringen vil øke litt igjen etter hvert som etterspørselen etter arbeidskraft øker, men ikke like mye som ved konjunkturoppgangen midt på 2000-tallet. Anslagene for befolkningsutviklingen er lite endret siden forrige rapport.

Yrkesfrekvensen, det vil si summen av sysselsatte og ledige som andel av befolkningen i arbeidsfør alder, vil normalt svinge med konjunktorene. I nedgangstider er det mange som trekker seg ut av arbeidsstyrken og for eksempel går over i utdanning på fulltid. Når utsiktene til å få arbeid bedres, vil flere igjen melde seg på arbeidsmarkedet. Samtidig er det en fallende trend i utviklingen i yrkesfrekvensen som følge av at en økende andel av arbeidsstyrken kommer opp i aldersgrupper der yrkesdeltakelsen normalt er lav. Avviket fra denne trenden kan være en nyttig indikator for presset i arbeidsmarkedet, se figur 3.24.

Ifølge AKU har yrkesfrekvensen avtatt den siste tiden. Summen av sysselsatte i KNR og registrert bruttoledighet, målt som andel av befolkningen, kan brukes som en kryssjekk på utviklingen i yrkesfrekvensen. Mens AKU er rettet mot bosatte, omfatter KNR også sysselsatte som ikke er bosatt. Nivået på kryssjekk-indikatoren vil derfor systematisk ligge høyere enn yrkesfrekvensen i AKU. Denne indikatoren har endret

seg lite det siste året og er mer i tråd med vår vurdering av kapasitetsutnyttningen.

Konjunkturutviklingen tilsier at yrkesfrekvensen vil øke fremover og at den vil nå et normalt nivå i 2019.

Vi anslår at sysselsettingen vil øke med rundt 1 prosent i 2018 og 2019, før veksten avtar litt i 2020. Ifølge anslagene vil sysselsettingen øke noe mer enn arbeidsstyrken, slik at det blir en liten nedgang i arbeidsledigheten fremover. Anslagene innebærer at sysselsetningsnivået vil ligge litt høyere gjennom hele prognoseperioden enn vi så for oss sist. Tilsvarende anslår vi at arbeidsledigheten fremover vil bli liggende noe lavere enn i forrige rapport.

### Færre ledige ressurser

Kapasitetsutnyttningen i norsk økonomi har vært lavere enn et normalt nivå de siste fire årene. Den lave kapasitetsutnyttningen gjenspeiler blant annet at BNP-veksten var lav og at arbeidsledigheten økte i kjølvannet av oljeprisfallet. Konjunktoren snudde i løpet av 2016, og siden har kapasitetsutnyttningen tiltatt.

Mens sysselsettingen har vært høyere enn ventet, har produksjonen utviklet seg i tråd med våre anslag. Det innebærer at produktivetsveksten har vært lavere enn anslått. Produktivetsveksten har vært lav over noe tid, se figur 3.25. Utviklingen gjør at vi nå anslår at veksten i trendproduktiviteten i årene 2016 og 2017 har vært lavere enn vi hittil har lagt til grunn. Dette innebærer at produksjonspotensialet nå er litt lavere. Samtidig har BNP utviklet seg som ventet slik at kapasitetsutnyttningen i fjor og i år er litt høyere enn tidligere anslått.

Regionalt nettverk bekrefter bildet av at kapasitetsutnyttningen er høyere, se figur 3.26. I november var det en økning i andelen bedrifter i Regionalt nettverk som svarte at de vil ha problemer med å møte en økning i etterspørselen. Samtidig var det en liten nedgang i andelen bedrifter i Regionalt nettverk som oppga at tilgang på arbeidskraft begrenset produksjonen. Fallet drives hovedsakelig av at andelen har avtatt i kommune- og sykehussektoren.

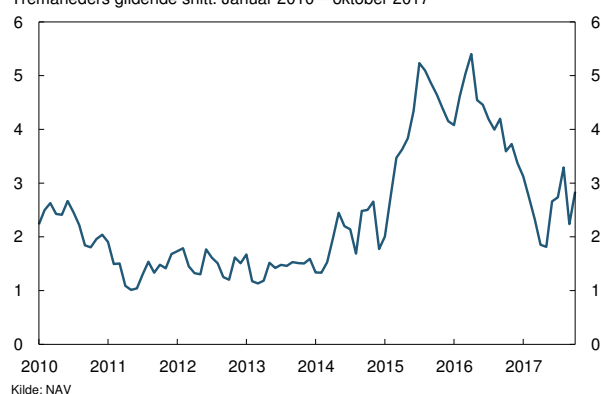
Lavere arbeidsledighet og høyere sysselsetting enn lagt til grunn i forrige rapport indikerer også at kapasitetsutnyttningen er høyere enn anslått. Den

Figur 3.22 Nye arbeidssøkere per virkedag. Antall personer. Sesongjustert. Januar 2005 – november 2017



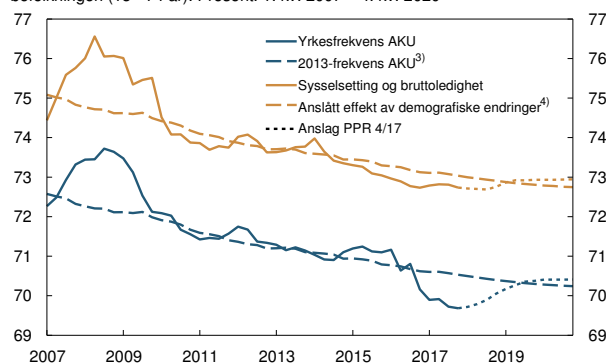
Kilde: NAV

Figur 3.23 Varslede driftsinnskrenkninger. Personer omfattet av varsler om oppsigelse eller permittering. Antall i tusen. Sesongjustert. Tre måneders glidende snitt. Januar 2010 – oktober 2017



Kilde: NAV

Figur 3.24 Arbeidsstyrken og sysselsetting og bruttoledighet<sup>1)</sup> som andel av befolkningen (15 - 74 år). Prosent. 1. kv. 2007 – 4. kv. 2020<sup>2)</sup>



1) Sum av sysselsatte i KNR og registrerte ledige og ordinære tiltaksdeltakere.

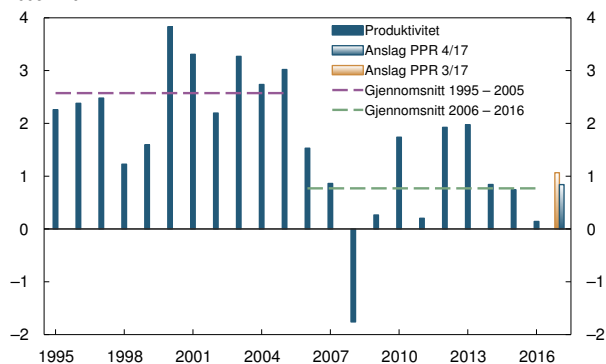
2) Anslag for 4. kv. 2017 – 4. kv. 2020.

3) Utvikling i yrkesfrekvensen dersom yrkesfrekvensene for hvert femårige alderstrinn hadde vært uendret på nivåene fra 2013. Kurven faller på grunn av aldring av befolkningen. 2013 er valgt fordi vi vurderer at kapasitetsutnyttningen dette året var nær et normalt nivå. I anslagene er det også tatt hensyn til at ikke-vestlige innvandrere har en noe lavere yrkesdeltakelse enn befolkningen for øvrig.

4) Kurven er en parallellforskyning av 2013-frekvensen i AKU.

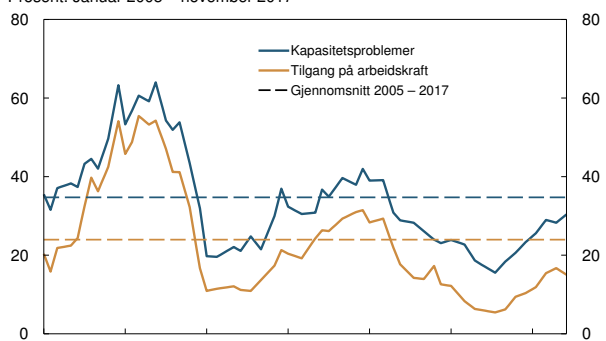
Kilder: NAV, Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 3.25 Produktivitet. BNP Fastlands-Norge per timeverk. Årsvekst. Prosent. 1995 – 2017<sup>1)</sup>



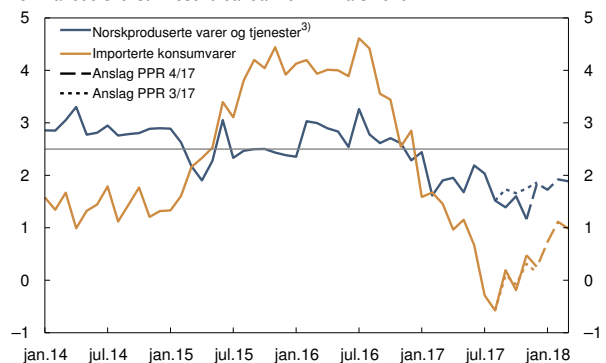
1) Anslag for 2017 (gradert).  
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 3.26 Kapasitetsproblemer og tilgang på arbeidskraft i Regionalt nettverk.<sup>1)</sup> Prosent. Januar 2005 – november 2017



1) Andel av kontaktbedriftene som vil ha noen eller betydelige problemer med å møte en vekst i etterspørselen, og andel av kontaktene som svarer at tilgang på arbeidskraft begrenser produksjonen.  
Kilde: Norges Bank

Figur 3.27 KPI-JAE<sup>1)</sup> fordelt etter leveringssektor. Tolvmånedersvekst. Prosent. Januar 2014 – mars 2018<sup>2)</sup>



1) KPI justert for avgiftsendringer og uten energivarer.

2) Anslag for desember 2017 – mars 2018 (stiplet).

3) Norges Banks beregninger.

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

registrerte ledigheten er nå nær et nivå som er forenlig med kapasitetsutnytting på et normalt nivå. På den annen side tilsier AKU at det fortsatt er mye ledige ressurser. Også den moderate lønnsveksten kan tyde på at kapasitetsutnyttingen er under et normalt nivå.

Samlet sett er vår vurdering at kapasitetsutnyttingen er litt høyere enn vi tidligere har lagt til grunn, men at den fortsatt er noe under et normalt nivå. Anslaget er justert opp med 0,2 prosentenheter sammenlignet med forrige rapport. Vurderingen av kapasitetsutnyttingen er i tråd med beregninger basert på et bredt sett av modeller og indikatorer, se ramme på side 34. Ulike indikatorer gir noe ulike signaler om stramheten i arbeidsmarkedet og kapasitetsutnyttingen i økonomien. Nedgangen i den registrerte arbeidsledigheten kan isolert sett tilsa at arbeidsmarkedet strammer seg raskere til enn anslått.

Vi venter at veksten i trendproduktiviteten vil ta seg litt opp fremover, slik at også veksten i produksjonspotensialet øker. Anslagene for vekst i trendproduktiviteten og produksjonspotensialet for årene fremover er lite endret fra forrige rapport.

Vi venter at BNP-veksten i årene fremover vil være høyere enn veksten i den potensielle produksjonen, slik at kapasitetsutnyttingen vil tilta gradvis og nå et normalt nivå i løpet av 2019. Anslagene for kapasitetsutnyttingen er noe høyere enn i forrige rapport de nærmeste årene, men er lite endret mot slutten av 2020.

### 3.4 KOSTNADER OG PRISER

#### Prisveksten har vært noe lavere enn ventet

Prisveksten har holdt seg om lag uendret de siste månedene, etter å ha falt markert siden i fjor sommer. I november var tolv månedersveksten i konsumprisindeksen justert for avgifter og uten energivarer (KPI-JAE) 1,0 prosent. Det var noe lavere enn lagt til grunn i forrige rapport. Prisveksten på importerte konsumvarer var litt høyere enn ventet, mens prisveksten på norskproduserte varer og tjenester var lavere enn anslått, se figur 3.27. Også tolv månedersveksten i konsumprisindeksen (KPI) i november var lavere enn ventet, til tross for at energiprisveksten var litt høyere enn lagt til grunn.

Nedgangen i tolv månedersveksten i KPI-JAE fra oktober til november skyldes i første rekke utviklingen i flyprisene. Lavere flypriser bidro til at samlet tjenestetprisvekst falt fra måneden før, se figur 3.28. Vareprisene var om lag uendrede fra året før etter en periode med negativ tolv månedersvekst.

### Litt høyere prisvekst den nærmeste tiden

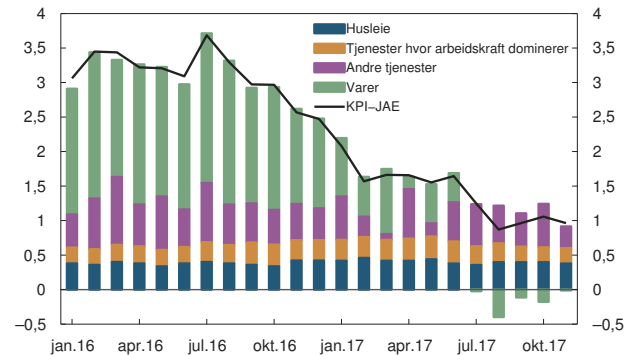
Oppdaterte fremskrivninger fra SAM indikerer at veksten i KPI-JAE vil tilta litt gjennom vinteren, se figur 3.29. Våre anslag ligger litt høyere enn fremskrivingene fra SAM og er noe oppjustert siden forrige rapport. Anslagene er oppjustert fordi vi venter at en svakere krone enn lagt til grunn i forrige rapport vil løfte prisveksten på importerte konsumvarer. For norskproduserte varer og tjenester venter vi at prisveksten vil bli værende litt lavere enn lagt til grunn i forrige rapport. For KPI bidrar også økte særavgifter og utsikter til høyere energiprisvekst enn tidligere ventet til oppjusteringen.

### Utsikter til litt høyere lønnsvekst

Lønnsveksten har falt markert de siste årene. Lav kapasitetsutnyttning, fallet i oljeprisen og lav underliggende produktivitetsvekst har bidratt til nedgangen, se figur 3.31. Nedbemanning i næringer med høyt lønnsnivå har også trukket ned den samlede årslønnsveksten.

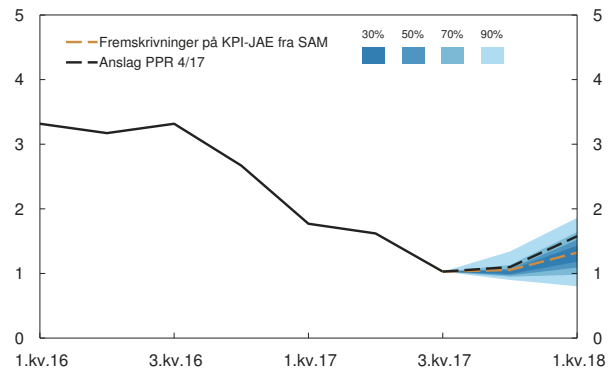
For inneværende år venter vi at årslønnsveksten øker til 2,4 prosent. Anslaget er uendret fra forrige rapport

Figur 3.28 KPI-JAE<sup>1)</sup> fordelt på varer og tjenester. Bidrag til tolv månedersvekst. Prosentenheter. Januar 2016 – november 2017



1) KPI justert for avgiftsendringer og uten energivarer.  
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 3.29 KPI-JAE<sup>1)</sup> i PPR 4/17 med usikkerhetsvitte fra SAM<sup>2)</sup>. Firekvartalersvekst. Prosent. 1. kv. 2016 – 1. kv. 2018<sup>3)</sup>

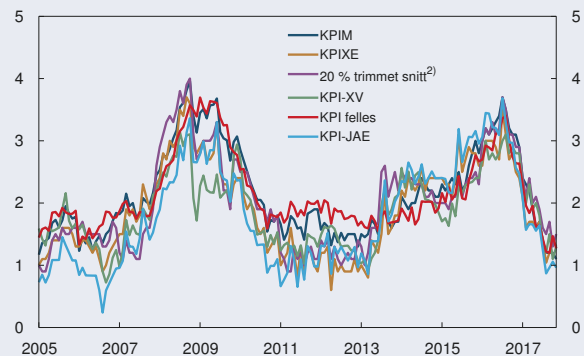


1) KPI justert for avgiftsendringer og uten energivarer.  
2) System for sammenvæving av korttidsmodeller.  
3) Anslag for 4. kv. 2017 – 1. kv. 2018 (stiplet).  
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

## KRYSSJEKK AV KPI-JAE

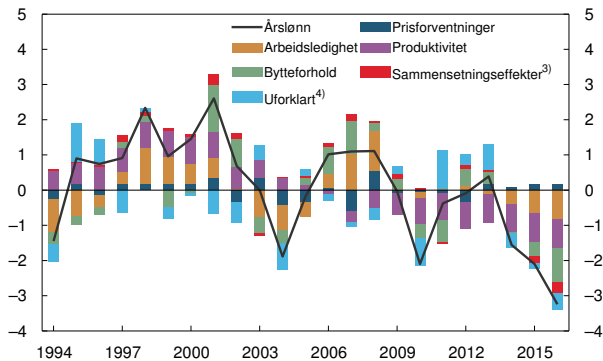
Indikatorer for underliggende inflasjon, som KPI-JAE, kan være til hjelp for å se igjennom forbigående variasjoner i prisveksten. Måten slike indikatorer er konstruert på kan imidlertid føre til at også varige prisendringer blir oppfattet som forbigående, og omvendt. Som en kryssjekk følger vi derfor utviklingen i flere ulike indikatorer for underliggende inflasjon. Så langt i år har tolv månedersveksten i KPI-JAE falt 1,1 prosentenheter. Både nedgangen i KPI-JAE så langt i år og nivået på tolv månedersveksten i november er godt i tråd med utviklingen i andre indikatorer for underliggende inflasjon, se figur 3.30.

Figur 3.30 Indikatorer for underliggende inflasjon.<sup>1)</sup> Tolv månedersvekst. Prosent. Januar 2005 – november 2017



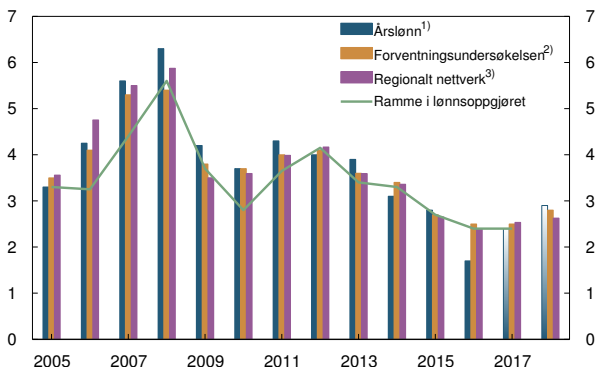
1) For en gjennomgang av indikatorene, se Husabo, E. (2017) «Indikatorer for underliggende inflasjon i Norge» kommende Staff Memo. Norges Bank.  
2) På grunn av en omlegging av statistikken på detaljnivå er det brudd i serien i januar 2016 og januar 2017.  
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 3.31 Årsvekst i timelønnskostnadene.<sup>1)</sup> Modellberegnet bidrag fra estimert lønnsigning.<sup>2)</sup> Prosentenheter. 1994 – 2016



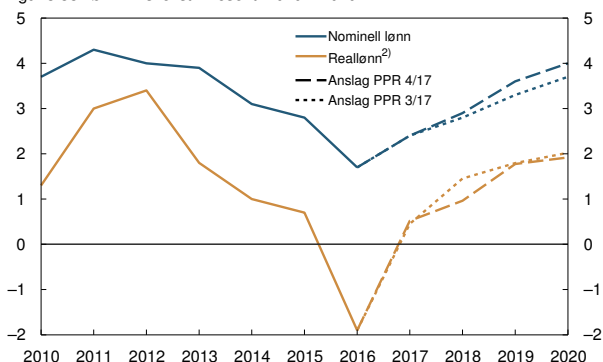
- 1) Årsvekst i timelønnskostnadene for Fastlands-Norge, målt som avvik fra gjennomsnittlig vekst i perioden.
  - 2) Estimerte verdier er basert på en lønnsigning estimert på perioden 1994–2016. Modellen forklarer veksten i timelønnskostnadene med utviklingen i forventet prisvekst (TBU), registrert arbeidsledighet, endring i bytteforholdet ovenfor utlandet og trendproduktivitet.
  - 3) Gitt ved differansen mellom faktisk årslønsvekst og årslønsvekst gitt sysselsettingsandelene året før.
  - 4) Søylen viser avvik mellom estimert og faktisk vekst.
- Kilder: Statistisk Sentralbyrå, TBU og Norges Bank

Figur 3.32 Lønn, lønnsramme og lønnsforventninger. Årsvekst. Prosent. 2005 – 2018



- 1) Historisk årslønsvekst fra Statistisk sentralbyrå. Norges Banks anslag for 2017 og 2018 (gradert).
  - 2) Partene i arbeidslivet sine forventninger til årslønsvekst inneværende år målt 4. kvartal hvert år, og forventning til årslønsvekst i 2018 målt 4. kvartal 2017.
  - 3) Forventninger til årslønsvekst inneværende år fra Regionalt nettverk i november hvert år, og forventninger til årslønsvekst i 2018 i november 2017.
- Kilder: Epinion, Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 3.33 Lønn. Årsvekst. Prosent. 2010 – 2020<sup>1)</sup>



- 1) Anslag for 2017 – 2020 (stiplet).
  - 2) Nominell lønnsvekst deflatert med KPI.
- Kilder: Statistisk sentralbyrå, TBU og Norges Bank

og i tråd med rammen i lønnsoppgjøret, utviklingen i annen lønnsstatistikk og med tilbakemeldingene fra Norges Banks forventningsundersøkelse og vårt regionale nettverk, se figur 3.32. Anslaget for reallønnsvekst i 2017 er også uendret fra forrige rapport.

Vi venter at høyere kapasitetsutnyttning, bedret bytteforhold ovenfor utlandet og utsikter til litt høyere produktivitsvekst vil bidra til en gradvis oppgang i lønnsveksten gjennom prognoseperioden, se figur 3.33. Sammenlignet med forrige rapport tilsier høyere kapasitetsutnyttning at lønnsveksten i årene fremover vil bli høyere enn tidligere ventet. På den annen side indikerer lavere produktivitsvekst enn ventet at rommet for lønnsvekst er mindre enn tidligere lagt til grunn. Samlet sett er anslagene for reallønnsveksten lite endret, men litt lavere for 2018 som følge av utsikter til høyere prisvekst enn tidligere ventet. Anslagene innebærer en relativt moderat økning i lønningene de nærmeste årene sammenlignet med tidligere oppgangsperioder. Lønnsandelen er ventet å avta til nær sitt historiske gjennomsnitt i løpet av prognoseperioden.<sup>3</sup>

### Noe høyere prisvekst i årene fremover

Kronesvekkelsen i kjølvannet av oljeprisfallet bidro til høy importert prisvekst. Fallet i lønnskostnadsveksten har dempet oppgangen i samlet inflasjon. For årene fremover er høyere lønnsvekst ventet å gi høyere prisvekst. Den importerte inflasjonen vil etter hvert trolig avta som følge av en gradvis styrking av kronen og fortsatt svake internasjonale prisimpulser (se kapittel 2).

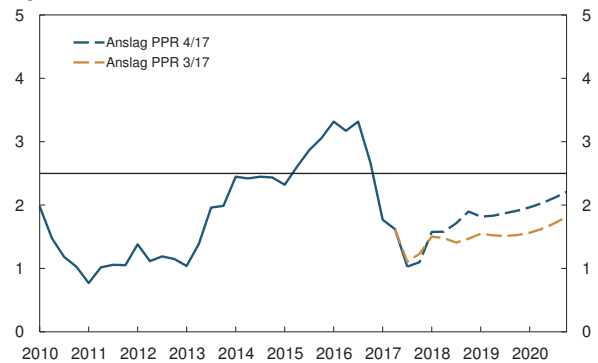
Sammenlignet med forrige rapport er inflasjonsanslagene for årene fremover noe oppjustert, se figur 3.34. For de nærmeste årene skyldes dette i hovedsak at en svakere kronkurs enn tidligere lagt til grunn trekker opp anslagene for importert prisvekst. Lenger ut i prognoseperioden bidrar høyere lønnsvekst og kapasitetsutnyttning enn tidligere ventet til at også anslagene for den innenlandske inflasjonen er oppjustert. For 2018 har vi lagt til grunn at økte særavgifter bidrar med 0,2 prosentpoeng til årsveksten i KPI. Ved utgangen av 2020 er firekvarteralsveksten i KPI-JAE anslått å være litt over 2 prosent.

3 For en gjennomgang av den historiske utviklingen i lønnsandelen i Norge, se Hagelund, K., E. W. Nordbø og L. Sauvik (2017) «Lønnsandelen». *Aktuell kommentar 9/2017*. Norges Bank.

Oppgangen i lønnsveksten kan bli svakere enn det vi nå legger til grunn. Hos flere av våre handelspartnere har lønnsveksten de siste årene vært lavere enn historiske sammenhenger mellom lønn og arbeidsledighet skulle tilsi.<sup>4</sup> En lang periode med lav prisvekst kan skape forventninger om at prisveksten vil bli værende lav. Det kan i seg selv bidra til en langsommere oppgang i lønns- og prisveksten enn vi nå anslår. På den annen side kan utviklingen i den registrerte ledigheten tilsi at arbeidsmarkedet strammer seg raskere til enn anslått. Vi kan derfor heller ikke utelukke at lønnsveksten fremover blir sterkere enn vi nå legger til grunn.

4 Se egen ramme på side 18 i Pengepolitisk rapport 2/17.

Figur 3.34 KPI-JAE<sup>1)</sup>. Firekvarteralsvekst. Prosent. 1. kv. 2010 – 4. kv. 2020<sup>2)</sup>



1) KPI justert for avgiftsendringer og uten energivarer.

2) Anslag for 4. kv. 2017 – 4. kv. 2020 (stiplet).

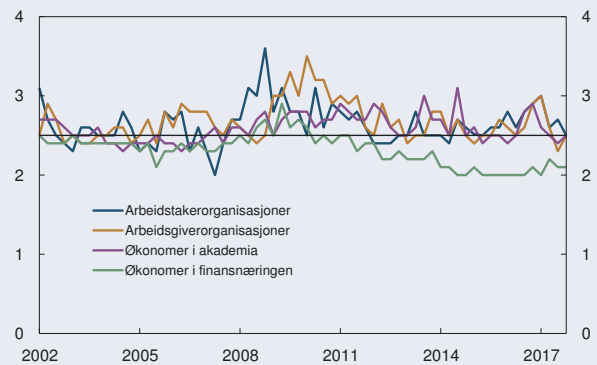
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

## INFLASJONSFORVENTNINGER

Forventninger om fremtidig inflasjon har betydning for mange økonomiske beslutninger, blant annet prissetting og lønnsfastsettelse. Forankrede inflasjonsforventninger vil gjøre det lettere for pengepolitikken å oppfylle målet om prisstabilitet og bidra til en stabil utvikling i produksjon og sysselsetting. Inflasjonsforventningene omtales ofte som forankrede når forventningene til prisveksten på mellomlang og lang sikt responderer lite på ny informasjon og ligger stabilt nær inflasjonsmålet. De siste årene har forventningene til prisveksten på lengre sikt samlet sett holdt seg nær 2,5 prosent, se figur 3.35.<sup>1</sup> Fra tredje til fjerde kvartal i år var forventningene uendret for arbeidslivsorganisasjonene samlet, mens forventningene blant økonomene samlet steg noe.

1 For en nærmere gjennomgang, se Erlandsen, S. og P. B. Ulvedal (2017) «Er inflasjonsforventningene i Norge godt forankret?» *Staff Memo*, 12/2017. Norges Bank.

Figur 3.35 Forventet tolv månedersvekst i konsumprisene om fem år. Prosent. 1. kv. 2002 – 4. kv. 2017



Kilde: Epinion

## FORUTSETNINGER OM FINANSPOLITIKKEN

Våre forutsetninger om finanspolitikken bygger på budsjettforliket for 2018. Bruken av oljeinntekter, målt ved det strukturelle, oljekorrigerede underskuddet, anslås å bli på 231 milliarder kroner neste år. Det tilsvarer 7,7 prosent av trend-BNP for Fastlands-Norge, se figur 3.36. Endringen i underskuddet som andel av trend-BNP brukes som et enkelt mål på budsjettets virkning på etterspørselen etter varer og tjenester i økonomien. I 2018 ventes denne budsjettimpulsen å bli på 0,1 prosentenheter. Det er som forutsatt i forrige rapport. De siste fire årene har budsjettimpulsen i gjennomsnitt vært på 0,6 prosentenheter. Det er følgelig utsikter til at finanspolitikken blir vesentlig mindre ekspansiv fra og med neste år.

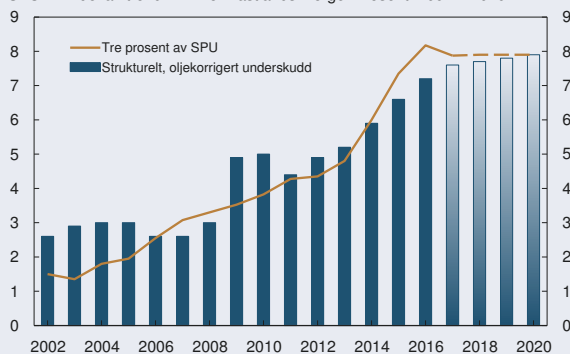
Det strukturelle underskuddet anslås å utgjøre 2,9 prosent av verdien av Statens pensjonsfond utland (SPU) i 2018. Det er 0,1 prosentenheter lavere enn vi forutsatte i forrige rapport. I Nasjonalbudsjettet 2018 ble den anslåtte fondsverdien i 2018 oppjustert, og selv om budsjettimpulsen ser ut til å bli som lagt til grunn, er også nivået på oljepengebruken neste år noe lavere enn det vi antok.

Som en beregningsteknisk forutsetning legger vi til grunn at oljepengebruken øker gradvis, slik at det strukturelle underskuddet vil utgjøre 3 prosent av fondsverdien i 2020. Det innebærer en budsjettimpuls på 0,1 prosentenheter både i 2019 og 2020. I forrige rapport antok vi at bruken av oljepenger ville være uendret som andel av økonomien fra og med 2018. Det må ses i sammenheng med at vi også antok at underskuddet ville være lik den forventede realavkastningen fra 2018. Anslagene i denne rapporten er basert på at fondet utvikler seg som lagt til grunn i Nasjonalbudsjettet 2018. Kronesvekkelsen i det siste bidrar til at verdien av fondet kan bli en del høyere enn dette.

I Nasjonalbudsjettet 2018 anslås veksten i etterspørselen fra offentlig forvaltning neste år å bli noe lavere enn det vi forutsatte i forrige rapport, men de endringene som ble gjort gjennom forhandlingene på Stortinget bidrar til at vårt vekstanslag for neste år bare er marginalt nedjustert. Svakere utvikling enn antatt i 3. kvartal i år medvirker til at vi også venter noe lavere vekst i den offentlige etterspørselen i år. Til gjengjeld er veksten i det offentlige kjøp av varer og tjenester oppjustert både i 2019 og 2020, se figur 3.37. Det må ses i sammenheng med at vi også antar noe sterkere økning i oljepengebruken disse årene. De senere årene har den offentlige etterspørselen vokst klart mer enn den økonomiske aktiviteten for øvrig. Det er utsikter til at veksten i den offentlige etterspørselen blir lavere enn veksten i fastlandsøkonomien fremover.

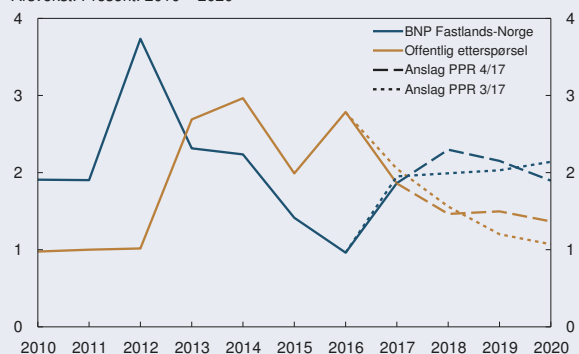
Den betydelige økningen i oljepengebruken de senere årene gjenspeiler forholdsvis sterk utgiftsvekst i kombinasjon med skattelettelser. Blant annet har skattesatsen på alminnelig inntekt blitt redusert fra 28 til 24 prosent. Fra nyttår reduseres denne skattesatsen videre til 23 prosent. Som en beregningsteknisk forutsetning antar vi at det netto ikke gis nye skattelettelser i resten av prognoseperioden.

Figur 3.36 Det strukturelle, oljekorrigerede underskuddet og tre prosent av SPU<sup>1)</sup>. Andel av trend-BNP for Fastlands-Norge. Prosent. 2002 – 2020<sup>2)</sup>



1) Statens pensjonsfond utland.  
2) Anslag for 2017 – 2020 (stiplet og gradert).  
Kilder: Finansdepartementet og Norges Bank

Figur 3.37 Etterspørsel fra offentlig forvaltning og BNP for Fastlands-Norge. Årsvekst. Prosent. 2010 – 2020<sup>1)</sup>



1) Anslag for 2017 – 2020 (stiplet).  
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank



## ANSLAG PÅ PETROLEUMSINVESTERINGER

Investeringene i oljenæringen har falt markert de siste årene, se figur 3.38. Det skyldes i hovedsak at lønnsomheten i næringen ble svak som følge av fallet i olje- og gassprisene i 2014 og 2015 og den høye kostnadsveksten i årene før. Oljeselskapene har kuttet kostnadene kraftig for å gjenopprette lønnsomheten. Det har ført til at balanseprisene i nye prosjekter har falt fra 60–80 dollar til 15–35 dollar per fat. Flere nye prosjekter er dermed lønnsomme dersom oljeprisen utvikler seg som forutsatt (se kapittel 1).

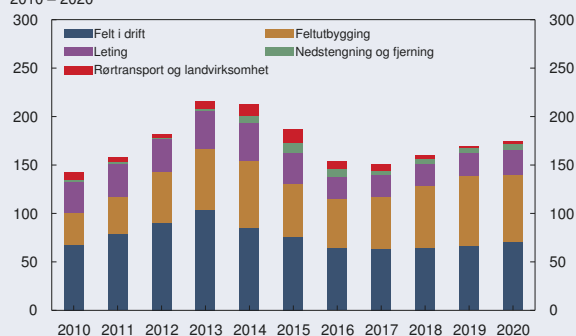
Fallet i petroleumsinvesteringene har bremsset opp i år, men noe mindre enn anslått i forrige rapport. Vi anslår nå at investeringene vil falle med 2 prosent i volum og med 7,5 prosent i verdi fra 2016 til 2017. For de neste årene venter vi at investeringene vil ta seg opp, drevet av nedgangen i kostnadsnivået og utsiktene for oljeprisen.

Investeringene innen *feltutbygging* og *felt i drift* har samlet sett falt med nesten en tredel siden 2013. Nedgangen er blitt dempet av at Johan Sverdrup-utbyggingen har gitt betydelige investeringer siden oppstarten i 2015. I tillegg er det satt i gang flere små og mellomstore utbygginger de to siste årene. Oljeselskapene planlegger å starte en rekke utbygginger på nye og eksisterende felt. Vi venter at de vil levere syv utbyggingsplaner i desember i år og femten til tyve utbyggingsplaner i perioden 2018 til 2020. De nye utbyggingene vil bidra til at investeringene øker klart frem til 2020, se figur 3.39. Veksten dempes av at investeringene i de pågående utbyggingene går ned. Vi venter at investeringene på felt i drift utenom nye utbygginger vil øke moderat fremover.

Utgiftene til *leting* er nesten halvert siden 2013 og 2014. Vi anslår at leteinvesteringene vil ligge på om lag samme nivå i år som i fjor og deretter ta seg noe opp frem til 2020. Letingen vil isolert sett øke som følge av økningen i oljeprisen de to siste årene og nedgangen i borekostnadene siden 2014. Svake leteresultater i år vil trolig begrense oppgangen.

Den siste investeringstillingen tyder på at investeringene vil øke mer fra 2017 til 2018 enn anslått i forrige rapport. Vi har derfor oppjustert anslaget for investeringsnivået i 2018. Anslagene for 2019 og 2020 er også høyere enn sist. Den forventede kontantstrømmen i oljeselskapene har økt som følge av at prisene for levering av olje i 2018 og 2019 er høyere enn i september. Det vil trolig gi økt leting og økt boring på felt i drift. Investeringene i nye utbygginger er trolig lite påvirket av den forventede økningen i kontantstrømmen. Siden de langsiktige terminprisene er om lag uendret siden PPR 3/17, er det grunn til å tro at den forventede lønnsomheten av nye investeringer ikke er vesentlig endret.

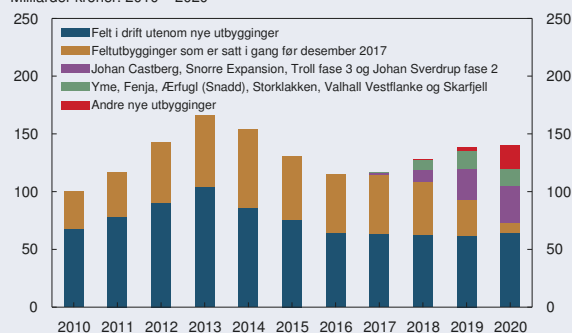
Figur 3.38 Petroleumsinvesteringer. Faste 2017-priser. Milliarder kroner. 2010 – 2020 <sup>1)</sup>



<sup>1)</sup> Anslag for 2017 – 2020. Tallene for 2010 – 2016 er hentet fra investeringstillingen til Statistisk sentralbyrå og deflater med prisindeksen for petroleumsinvesteringer i nasjonalregnskapet. Indeksen anslås å falle med 5,5 prosent fra 2016 til 2017 og å være uendret fra 2017 til 2018.

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 3.39 Investeringer innen feltutbygging og felt i drift. Faste 2017-priser. Milliarder kroner. 2010 – 2020 <sup>1)</sup>



<sup>1)</sup> Anslag for 2017 – 2020. Tallene for 2010 – 2016 er hentet fra investeringstillingen til Statistisk sentralbyrå og deflater med prisindeksen for petroleumsinvesteringer i nasjonalregnskapet. Anslagene er basert på stortingsmeldinger, konsolvensutredninger, prognoser fra Oljedirektoratet, investeringstillingen fra Statistisk sentralbyrå og løpende informasjon om utbyggingsprosjekter.

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

## MODELLBEREGNINGER AV PRODUKSJONGAPET

Den potensielle produksjonen og produksjonsgapet kan ikke observeres, og må anslås. Det er mange metoder for å anslå produksjonsgapet, og ulike metoder gir ulike svar. Sett i ettertid kan dessuten anslaget på produksjonsgapet på et gitt historisk tidspunkt endres. Det kan skyldes at statistikk er blitt revidert, eller at informasjon man har fått i ettertid gjør at produksjonspotensialet vurderes annerledes enn på det aktuelle tidspunktet.

Når vi anslår produksjonsgapet tar vi hensyn til utviklingen i en rekke indikatorer, som BNP, arbeidsledighet, inflasjon, lønnsvekst, boligpriser og kredittvekst. Som hjelp til å sammenfatte all informasjon, og for å sikre konsistens over tid, har vi utviklet et nytt sett av modeller der de nevnte indikatorene inngår som forklaringsvariabler for produksjonsgapet.<sup>1</sup> Modellsettet består av ni enkeltmodeller som skiller seg ved å ha ulike modellspesifikasjoner og/eller ulikt informasjonsgrunnlag.<sup>2</sup> Lavere ledighet og høyere BNP-vekst, inflasjon og lønnsvekst tilsier økt kapasitetsutnyttning. En høyere vekst i boligpriser og gjeld enn det som er opprettholdbart over tid er også indikatorer på at kapasitetsutnyttningen er høyere enn normalt.

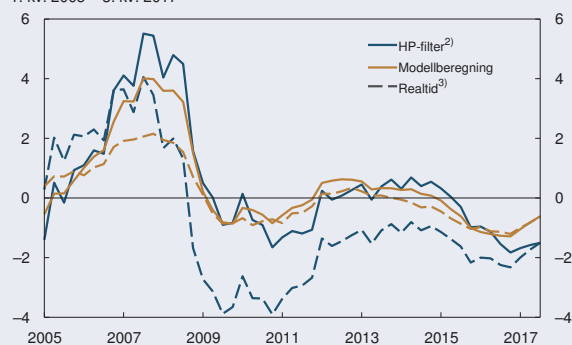
Ettersom produksjonsgapet ikke kan observeres, fins det ingen fasit å måle modellanslagene mot. Kriterier for et godt produksjonsgap kan imidlertid være i hvilken grad anslagene for produksjonsgapet gir informasjon om BNP-vekst, inflasjon og arbeidsledighet frem i tid. Målt på denne måten har modellsystemet gode anslageegenskaper sammenlignet med enkle trendberegninger som utelukkende er basert på BNP-tall. Anslageegenskapene fra et gjennomsnitt av modellene viser seg å være bedre enn for hver av enkeltmodellene. Modellsystemets anslag for produksjonsgapet har gode realtidsegenskaper<sup>3</sup>, det vil si at de historiske anslagene for produksjonsgapet endres lite som følge av ny informasjon, se figur 3.40.

Selv om modellsystemet inneholder sentral informasjon er det en rekke indikatorer som ikke inngår i modellsystemet og som kan gi nyttig tilleggsinformasjon om kapasitetsutnyttningen, spesielt i arbeidsmarkedet. Det gjelder for eksempel sysselsetting, kapasitetsutnyttning i regionalt nettverk og beholdning av ledige stillinger. Disse indikatorene vil derfor være nyttige kryssjekker av modellanslagene. Vi vil hele tiden arbeide med å utvikle nye modeller, slik at flere kapasitetsutnyttingsindikatorer kan innarbeides i modellsystemet.

Modellberegningene viser en utvikling i produksjonsgapet som alt i alt er godt i tråd med tidligere anslag. Samtidig indikerer beregningene at kapasitetsutnyttningen den siste tiden har vært noe høyere enn vi tidligere har lagt til grunn, se figur 3.41.

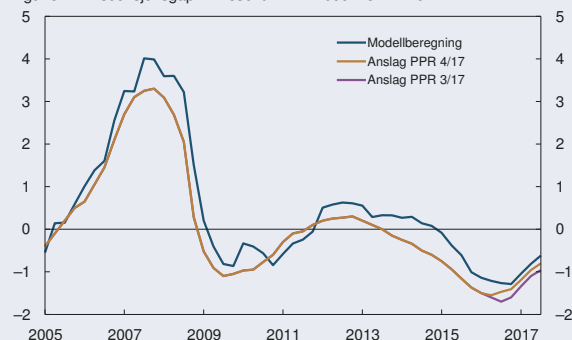
- 1 Se Hagelund, K., F. Hansen og Ø. Robstad (2018) «Modellberegninger av produksjonsgapet» kommende Norges Bank *Staff Memo* for en dokumentasjon av modellene.
- 2 Det er to klasser av modeller som er benyttet: Multivariate «uobservert komponent»-modeller og strukturelle vektorautoregressive modeller. For eksempler på de to modellklassene, se Blagrove, P., R. Garcia-Saltos, D. Laxton og F. Zhang (2015) "A Simple Multivariate Filter for Estimating Potential Output". *IMF Working Paper 15/79* og Blanchard O.J. og D. Quah (1989) "The Dynamic Effects of Aggregate Demand and Supply Disturbances", *The American Economic Review* 79(4), september, side 655–673.
- 3 For en drøfting av realtidsegenskaper, se Orphanides, A. og S. van Norden (2002) "The Unreliability of Output-Gap Estimates in Real Time", *Review of Economics and Statistics*, 84(4), November, side 569–83.

Figur 3.40 Realtidsegenskap<sup>1)</sup> til modellberegningen. Prosent. 1. kv. 2005 – 3. kv. 2017



- 1) I hvilken grad anslag gitt i realtid endres som følge av ny informasjon.
  - 2) Lambda = 40 000.
  - 3) Anslag og modellestimering er basert på informasjon som var tilgjengelig opp til det aktuelle tidspunktet som anslaget gjelder for.
- Kilde: Norges Bank

Figur 3.41 Produksjonsgap<sup>1)</sup> Prosent. 1. kv. 2005 – 3. kv. 2017



- 1) Produksjonsgapet måler den prosentvise forskjellen mellom BNP for Fastlands-Norge og anslått potensielt BNP for Fastlands-Norge.
- Kilde: Norges Bank

# 4 Pengepolitisk analyse

Prognosen for styringsrenten ligger på 0,5 prosent frem til høsten neste år og øker deretter gradvis til omkring 1,5 prosent i 2020. Prognosen tilsier en noe tidligere renteøkning enn i forrige rapport. Sterkere vekst ute, høyere oljepris og svakere krone bidrar til å løfte rentebanen. Lavere prisvekst enn ventet trekker rentebanen ned. Usikkerhet om virkningene av pengepolitikken taler for varsomhet i rentesettingen. Samtidig synes behovet for å holde renten oppe av hensyn til faren for en videre oppbygging av finansielle ubalanser noe mindre enn tidligere. Disse skjønsmessige vurderingene trekker også rentebanen ned. Vi anslår at kapasitetsutnyttningen vil øke gradvis og at den vil komme opp på et normalt nivå i 2019. Inflasjonen anslås å ta seg opp til i overkant av 2 prosent ved utgangen av prognoseperioden.

## 4.1 MÅL OG TILBAKEBLIKK

### Lav og stabil inflasjon

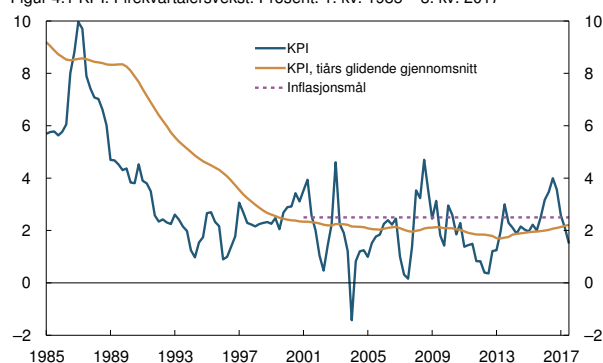
Pengepolitikken er rettet inn mot å holde inflasjonen lav og stabil. Det operative målet for pengepolitikken er en årsvekst i konsumprisene som over tid er nær 2,5 prosent. Etter at inflasjonsmålet ble innført, har inflasjonen i gjennomsnitt vært om lag 2 prosent, se figur 4.1.

Styringsrenten settes med sikte på at inflasjonen er nær 2,5 prosent over tid uten at det oppstår for store svingninger i produksjon og sysselsetting. I de pengepolitiske avveiningene tar vi hensyn til forhold som innebærer fare for særlig ugunstige utfall for økonomien og til usikkerhet om økonomiens virkemåte. Se ramme på side 41 om kriterier for en god rentebane.

### Svært lav styringsrente

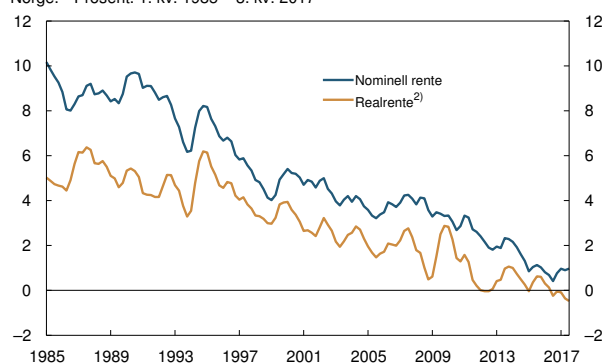
Rentenivået er svært lavt, både internasjonalt og i Norge, se figur 4.2. Det må ses i lys av at nivået på den nøytrale realrenten også har falt. Den nøytrale realrenten er den renten som verken virker ekspansivt eller kontraktivt på økonomien. Norges Banks anslag på den nøytrale realrenten er gradvis blitt nedjustert, i tråd med utviklingen internasjonalt. Vi legger til grunn at den nøytrale nominelle pengemarkedsrenten her hjemme ligger mellom 2½ og 3½ prosent, se utdyping i Pengepolitisk rapport 3/16.

Figur 4.1 KPI. Firekvartalersvekst. Prosent. 1. kv. 1985 – 3. kv. 2017



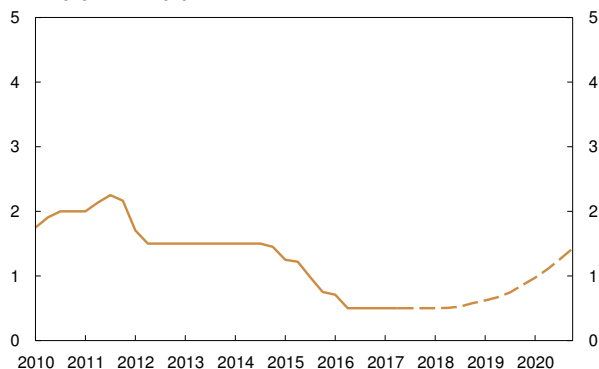
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 4.2 Renter på tiårs statsobligasjoner. 14 OECD-land inkludert Norge.<sup>1)</sup> Prosent. 1. kv. 1985 – 3. kv. 2017



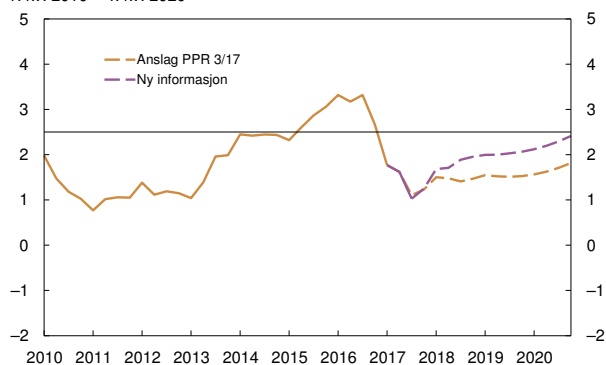
1) De øvrige landene er Belgia, Canada, Danmark, Frankrike, Italia, Japan, Nederland, Storbritannia, Sveits, Sverige, Tyskland, USA og Østerrike. Uvektet gjennomsnitt.  
2) Realrente er beregnet ved nominell rente fratrukket gjennomsnittlig inflasjon det siste året.  
Kilder: OECD og Norges Bank

Figur 4.3a Styringsrenten. Anslag fra PPR 3/17. Prosent. 1. kv. 2010 – 4. kv. 2020<sup>1)</sup>



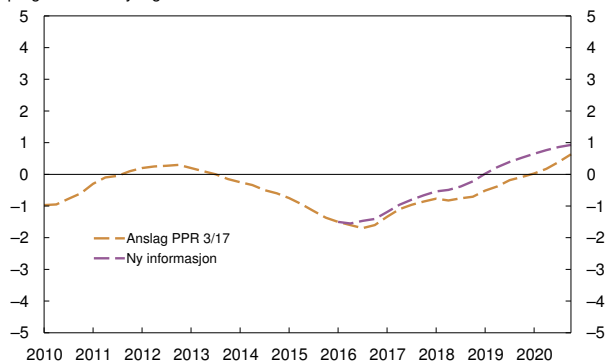
1) Anslag for 3. kv. 2017 – 4. kv. 2020 (stiplet).  
Kilde: Norges Bank

Figur 4.3b KPI-JAE<sup>1)</sup>. Anslag betinget på ny informasjon og prognosen for styringsrenten fra PPR 3/17. Firekvarterersvekst. Prosent. 1. kv. 2010 – 4. kv. 2020<sup>2)</sup>



1) KPI justert for avgiftsendringer og uten energivarer.  
2) Anslag for 4. kv. 2017 – 4. kv. 2020 (stiplet).  
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 4.3c Anslag på produksjonsgapet<sup>1)</sup>. Betinget på ny informasjon og prognosen for styringsrenten fra PPR 3/17. Prosent. 1. kv. 2010 – 4. kv. 2020



1) Produksjonsgapet måler den prosentvise forskjellen mellom BNP for Fastlands-Norge og anslått potensielt BNP for Fastlands-Norge.  
Kilde: Norges Bank

Oljeprisfallet fra 2014 og svak utvikling internasjonalt bidro til å dempe inflasjon og vekst her hjemme. Kapasitetsutnyttingen i norsk økonomi er fortsatt noe under et normalt nivå og prisveksten er under 2,5 prosent. Styringsrenten er derfor lavere enn det vi vurderer som et nøytralt nivå.

Vedvarende lave renter øker sårbarheten i det finansielle systemet. For å bidra til en mer stabil utvikling i økonomien over tid har styringsrenten de siste årene vært satt noe høyere enn anslagene for inflasjon og kapasitetsutnyttning de nærmeste årene isolert sett skulle tilsi.

## 4.2 NY INFORMASJON OG NYE VURDERINGER

### Ny informasjon tilsier en høyere rentebane

Ved hjelp av Norges Banks makromodell NEMO gjør vi en teknisk analyse av virkningen av ny informasjon, nye anslag for inneværende og neste kvartal og nye anslag for størrelser som ikke bestemmes i modellen.<sup>1</sup> I denne analysen beholder vi prognosen for styringsrenten fra forrige rapport, se figur 4.3a.

Den modelltekniske analysen tilsier at med uendret rentebane vil inflasjonen være høyere gjennom hele prognoseperioden, sammenlignet med prognosene i forrige rapport, se figur 4.3b. Kapasitetsutnyttingen vil bli liggende høyere, se figur 4.3c. Ifølge den tekniske analysen vil kronekursen holde seg litt svakere enn anslått sist gjennom hele prognoseperioden.

Den modelltekniske analysen peker i retning av en høyere bane for styringsrenten, som følge av utsikter til høyere kapasitetsutnyttning og prisvekst.

### Litt høyere renteprognose

Usikkerheten om virkningene av pengepolitikken taler for å gå varsomt frem i rentesettingen, også når det blir aktuelt å heve styringsrenten. En korleksjon i boligmarkedet i tråd med anslagene i denne rapporten, reduserer risikoen for en brå og mer markert nedgang lenger frem i tid. Faren for en videre oppbygging av finansielle ubalanser synes dermed ikke like stor som tidligere. Den samlede skjønsmessige vurderingen tilsier at prognosen for styringsrenten justeres noe

1 NEMO er beskrevet i Gerdrup, K.R., E.M. Kravik, K.S. Paulsen og Ø. Robstad (2017) «Documentation of NEMO – Norges Bank's core model for monetary policy analysis and forecasting». Staff Memo 8/2017. Norges Bank.

mindre opp enn endringene i den forventede utviklingen i prisveksten og kapasitetsutnyttningen isolert sett skulle tilsi.

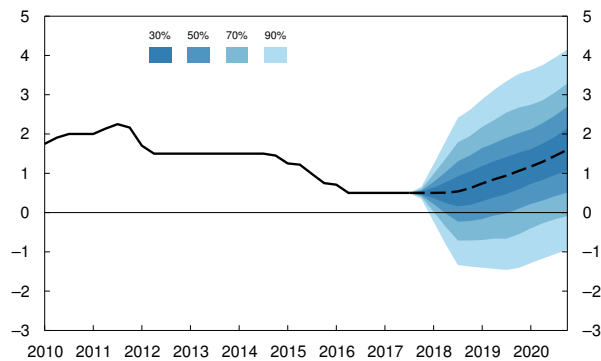
Prognosen for styringsrenten ligger på 0,5 prosent frem til høsten neste år og øker deretter gradvis til omkring 1,5 prosent i 2020, se figur 4.4a-d. Prognosen tilsier en noe tidligere renteøkning enn i forrige rapport, se figur 4.5.

Arbeidsmarkedet har bedret seg mer enn ventet, og kapasitetsutnyttningen synes å være noe høyere enn tidligere lagt til grunn. Med en utvikling i styringsrenten i tråd med renteprognoisen i denne rapporten

er det utsikter til at produksjonsgapet vil lukkes i løpet av 2019 og at det vil være positivt i 2020. Anslagene innebærer at kapasitetsutnyttningen vil være noe høyere i årene fremover, men at nivået ved utgangen av prognoseperioden vil være om lag som vi anslo i forrige rapport. Vi venter at prisveksten vil ta seg gradvis opp til i overkant av 2 prosent ved utgangen av 2020. Sammenlignet med forrige rapport er prognosene for prisveksten noe høyere for årene fremover.

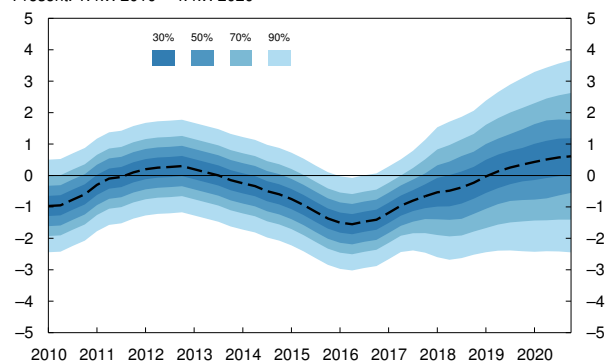
Prognosene innebærer at pengemarkedsrenten øker i takt med oppgangen i styringsrenten, og at den blir liggende litt høyere enn anslått i forrige rapport.

Figur 4.4a Styringsrenten med usikkerhetsvifte<sup>1)</sup>. Prosent. 1. kv. 2010 – 4. kv. 2020<sup>2)</sup>



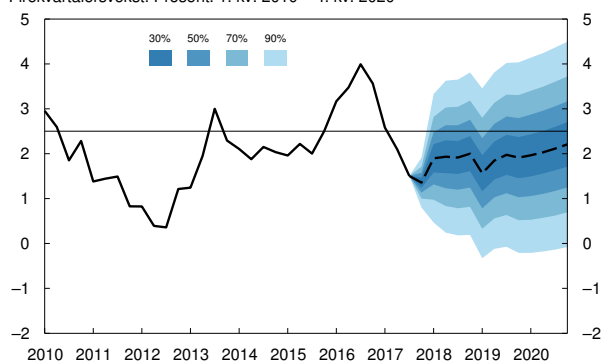
1) Usikkerhetsviftene er basert på historiske erfaringer og stokastiske simuleringer fra vår makroøkonomiske hovedmodell, NEMO. Usikkerhetsviften for styringsrenten tar ikke hensyn til at det eksisterer en nedre grense for renten.  
2) Anslag for 4. kv. 2017 – 4. kv. 2020 (stiplet).  
Kilde: Norges Bank

Figur 4.4b Anslag på produksjonsgapet<sup>1)</sup> med usikkerhetsvifte<sup>2)</sup>. Prosent. 1. kv. 2010 – 4. kv. 2020



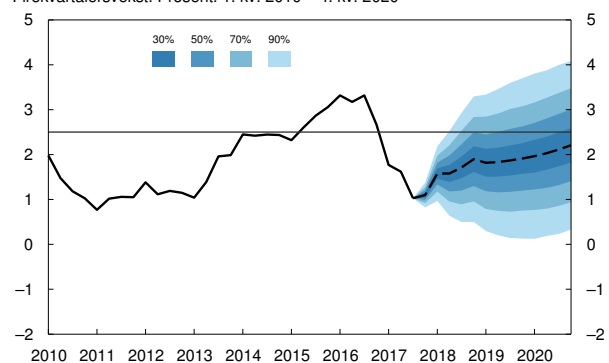
1) Produksjonsgapet måler den prosentvise forskjellen mellom BNP for Fastlands-Norge og anslått potensielt BNP for Fastlands-Norge.  
2) Usikkerhetsviftene er basert på historiske erfaringer og stokastiske simuleringer fra vår makroøkonomiske hovedmodell, NEMO.  
Kilde: Norges Bank

Figur 4.4c KPI med usikkerhetsvifte<sup>1)</sup>. Firekvartalersvekst. Prosent. 1. kv. 2010 – 4. kv. 2020<sup>2)</sup>



1) Usikkerhetsviftene er basert på historiske erfaringer og stokastiske simuleringer fra vår makroøkonomiske hovedmodell, NEMO.  
2) Anslag for 4. kv. 2017 – 4. kv. 2020 (stiplet).  
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 4.4d KPI-JAE<sup>1)</sup> med usikkerhetsvifte<sup>2)</sup>. Firekvartalersvekst. Prosent. 1. kv. 2010 – 4. kv. 2020<sup>3)</sup>



1) KPI justert for avgiftsendringer og uten energivarer.  
2) Usikkerhetsviftene er basert på historiske erfaringer og stokastiske simuleringer fra vår makroøkonomiske hovedmodell, NEMO.  
3) Anslag for 4. kv. 2017 – 4. kv. 2020 (stiplet).  
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Både den nominelle renten og realrenten kan ha betydning for husholdningers og bedrifters tilpasninger. Realrenten, her definert som pengemarkedsrenten fratrukket den løpende prisveksten, vil stige gradvis gjennom prognoseperioden. Fordi prisveksten tiltar blir økningen i realrenten mindre enn økningen i styringsrenten. Anslagene for realrenten er noe lavere enn i forrige rapport gjennom hele prognoseperioden.

### Faktorer bak endringer i renteprognosen

Prognosen for styringsrenten er basert på kriteriene for en god rentebane (se ramme på side 41), en samlet vurdering av den økonomiske situasjonen ute og hjemme, og vår oppfatning av økonomiens virkemåte. Figur 4.6 illustrerer hvilke faktorer som har bidratt til endringene i renteprognosen. Den svarte linjen viser den samlede endringen i renteprognosen fra forrige rapport. Vi bruker modellen NEMO som et hjelpemiddel for å identifisere drivkreftene i økonomien, men det er ingen mekanisk sammenheng mellom nyheter som avviker fra prognosene i forrige rapport og virkninger på den nye rentebanen.

Veksten internasjonalt har vært høyere enn ventet, og vi har oppjustert våre anslag på BNP-veksten hos handelspartnerne. Det tilsier isolert sett høyere norsk eksport. Verken utsiktene for prisveksten eller terminrentene hos handelspartnerne er vesentlig endret. Endringene i vekst-, pris- og renteutsikter internasjonalt trekker samlet sett i retning av en høyere rentebane, se grønne søyler.

Oljeprisen er høyere enn vi la til grunn i forrige rapport. Det bidrar til høyere eksport, oljeinvesteringer og lønnsvekst. I vårt modellapparat trekker en høyere oljepris også i retning av en sterkere krone. Den samlede effekten av høyere oljepris er at aktiviteten i norsk økonomi blir noe høyere, og at prisveksten blir litt lavere på kort sikt og litt høyere på lang sikt. Høyere oljepris bidrar til å trekke rentebanen noe opp, se beige søyler.

Kronekursen er svakere enn vi la til grunn, og klart svakere enn utviklingen i oljeprisen og rentedifferansen mot utlandet kunne tilsa. En svakere krone bidrar til sterkere prisvekst og høyere aktivitet i norsk økonomi.

Det tilsier isolert sett en høyere rentebane, se oransje søyler.

Høyere vekst i oljeinvesteringene forklares langt på vei av økningen i oljeprisen. Tilsvarende forklares noe høyere vekst i eksporten av høyere importvekst hos handelspartnerne og en svakere kronekurs. De mørkeblå søylene illustrerer virkningene på rentebanen av endringer i innenlandsk etterspørsel som ikke er forklart av de øvrige faktorene i figur 4.6. At disse søylene trekker rentebanen ned, skyldes blant annet at boligprisene og privat konsum har utviklet seg svakere enn ventet og at vi nå legger til grunn noe lavere vekst i offentlig etterspørsel i år og neste år enn vi gjorde i forrige rapport. Oppjusteringen av anslaget for veksten i offentlig etterspørsel i 2019 og 2020 bidrar til positive søyler mot slutten av prognoseperioden.

Høyere kapasitetsutnyttning tilsier normalt at lønnsveksten blir høyere. Likevel er lønnsanslagene for i år og neste år lite endret fra forrige rapport. Sammen med noe lavere prisvekst enn ventet bidrar det til å trekke rentebanen ned, se lilla søyler.

Siden forrige rapport tilsier ny informasjon samlet sett en oppjustering av rentebanen gjennom hele prognoseperioden. Når styringsrenten er svært lav, er usikkerheten om virkningene av pengepolitikken større enn ved et mer normalt rentenivå. Da kan mindre endringer i pengepolitikken gi tilpasninger det er vanskelig å forutse og føre til svingninger i finansmarkeder og formuespriser. Usikkerhet om virkningene av pengepolitikken taler for å gå varsomt frem i rentesettingen, også når det blir aktuelt å heve styringsrenten. En korreksjon i boligmarkedet i tråd med anslagene i denne rapporten, reduserer risikoen for en brå og mer markert nedgang lenger frem i tid. Behovet for å holde renten oppe av hensyn til faren for en videre oppbygging av finansielle ubalanser synes dermed noe mindre enn tidligere. Den samlede skjønnsutøvelsen innebærer at rentebanen justeres noe mindre opp enn ny informasjon isolert sett skulle tilsa. Denne skjønnsutøvelsen kommer til uttrykk i de lyseblå søylene.

### 4.3 USIKKERHET OG KRYSSJEKKER

#### Renteprognozen er usikker

Prognosene i denne rapporten er basert på vår vurdering av den økonomiske situasjonen og av hvordan økonomien og pengepolitikken virker. Prognoser er usikre. Dersom de økonomiske utsiktene endres, eller dersom vår vurdering av sammenhengen mellom rentenivået, inflasjonen og realøkonomien endrer seg, kan renteprognozen justeres.

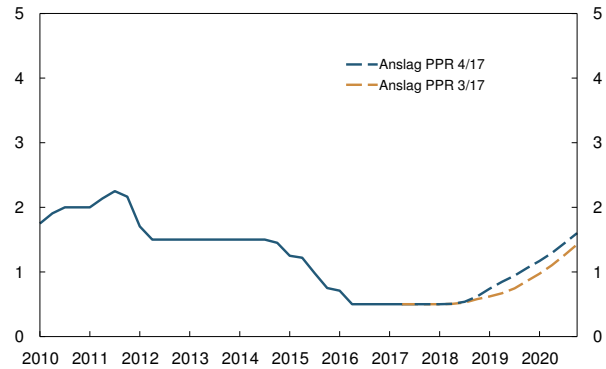
Den registrerte ledigheten er nå på sitt laveste siden før oljeprisfallet i 2014 og nær et nivå som er forenlig med kapasitetsutnytting på et normalt nivå. Det kan tyde på at arbeidsmarkedet strammer seg raskere til enn anslått. Et strammere arbeidsmarked kan føre til at lønnsveksten tar seg raskere opp enn vi legger til grunn. Høyere lønnsvekst trekker isolert sett i retning av en høyere rentebane.

På den annen side kan sammenhengen mellom lønn og ledighet være endret. Hos flere av våre handelspartnere har lønnsveksten de siste årene vært lavere enn historiske sammenhenger mellom lønn og ledighet skulle tilsi. En lang periode med lav prisvekst kan også skape forventninger om at prisveksten vil bli værende lav. Det kan i seg selv bidra til en langsommere økning i lønns- og prisveksten enn vi nå anslår. Lavere pris- og kostnadsvekst trekker i retning av at rentebanen senkes.

Samtidig kan nedgangen i boligprisene bli mer markert enn vi venter, se ramme om usikkerhet i boligmarkedet på side 42. Det kan gi et større fall i boliginvesteringene enn anslått og dempe konsumveksten, noe som trekker i retning av en lavere rentebane.

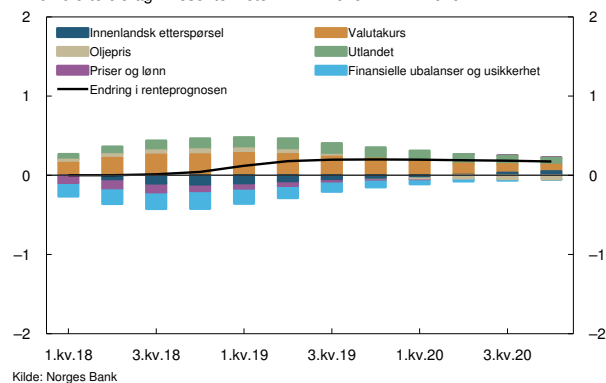
Kronekursen har svekket seg siden forrige rapport til tross for at oljeprisen har økt og det bare har vært små endringer i rentedifferansen mot våre handelspartnere. De siste årene har en høyere oljepris normalt vært fulgt av en sterkere krone. Vi legger til grunn at kursen vil styrke seg noe i tiden som kommer. Bli krone værende nær dagens nivå, vil det kunne bidra til høyere importert prisvekst enn vi nå anslår, noe som isolert sett vil tilsi en høyere rentebane. Skulle kronen derimot styrke seg raskere enn

Figur 4.5 Styringsrenten. Prosent. 1. kv. 2010 – 4. kv. 2020<sup>1)</sup>



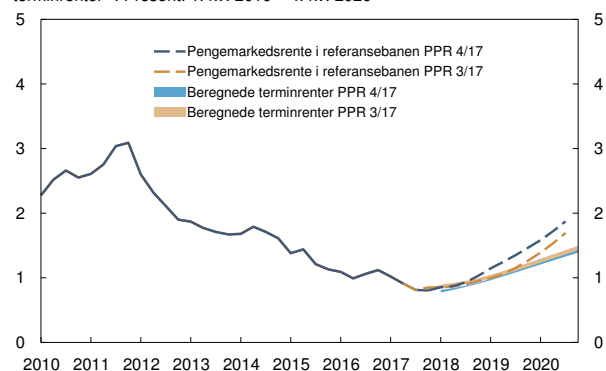
1) Anslag for 4. kv. 2017 – 4. kv. 2020 (stiplet).  
Kilde: Norges Bank

Figur 4.6 Faktorer bak endringer i anslag for styringsrenten fra PPR 3/17. Akkumulerte bidrag. Prosentenheter. 1. kv. 2018 – 4. kv. 2020



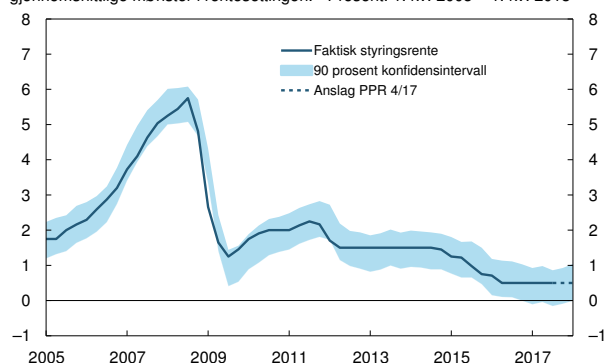
Kilde: Norges Bank

Figur 4.7 Tremåneders pengemarkedsrente i referansebanen<sup>1)</sup> og beregnede terminrenter<sup>2)</sup>. Prosent. 1. kv. 2010 – 4. kv. 2020<sup>3)</sup>



1) Styringsrente i referansebanen med påslag i det norske pengemarkedet. Beregningene er basert på at prognosen for styringsrenten prises inn i pengemarkedet.  
2) Terminrentene er basert på rentene i pengemarkedet og renteswapper. Det oransje og blå intervallet viser høyeste og laveste rente i henholdsvis tidsrommene 4. september – 15. september og 27. november – 8. desember.  
3) Anslag for 4. kv. 2017 – 4. kv. 2020 (stiplet).  
Kilder: Thomson Reuters og Norges Bank

Figur 4.8 Styringsrente og renteutvikling som følger av Norges Banks gjennomsnittlige mønster i rentesettingen.<sup>1)</sup> Prosent. 1. kv. 2005 – 1. kv. 2018<sup>2)</sup>



1) Renteutviklingen forklares av utviklingen i inflasjon, BNP-vekst i Fastlands-Norge, lønnsvekst og tremåneders pengemarkedsrente hos handelspartnerne, samt styringsrenten i forrige periode. Likningen er estimert over perioden 1. kv. 1999 – 3. kv. 2017. Nærmere utdyping er gitt i *Staff Memo 3/2008*. Norges Bank.  
2) Anslag for 4. kv. 2017 – 1. kv. 2018 (stiplet).  
Kilde: Norges Bank

vi antar, vil prisveksten fremover kunne bli lavere. Det trekker i retning av en lavere rentebane.

Samlet sett synes risikobildet balansert.

### Kryssjekker lite endret

Terminrentene i penge- og obligasjonsmarkedene kan fungere som en kryssjekk på om pengepolitikken er i tråd med tidligere kommunikasjon og handlingsmønster. Erfaringene tilsier at det tidvis vil være avvik mellom våre prognoser for pengemarkedsrenten og terminrentene. Siden september er de beregnede terminrentene lite endret og de ligger noe under vår prognose for pengemarkedsrenten, se figur 4.7. De norske terminrentene synes i hovedsak å ha vært drevet av renteutviklingen ute, og da særlig i Sverige og euroområdet.

En enkel estimert regel basert på hvordan Norges Bank tidligere har satt styringsrenten kan også være en kryssjekk på konsistens i pengepolitikken over tid. I regelen blir styringsrenten bestemt av utviklingen i inflasjonen, lønnsveksten, BNP-veksten i Fastlands-Norge og rentene ute. Styringsrenten i forrige periode inngår også. Parameterne i modellen er estimert på historiske data fra og med 1999 og frem til i dag. Det blå feltet i figur 4.8 viser et historisk intervall for nivået på styringsrenten ifølge modellen. Den mørkeblå linjen viser den faktiske styringsrenten, mens den stiplede linjen viser prognosen for styringsrenten i denne rapporten. I fremskrivingene benytter vi våre anslag for de aktuelle størrelsene frem til og med første kvartal neste år. Modellen indikerer nå en liten økning i styringsrenten den nærmeste tiden.



## KRITERIER FOR EN GOD RENTEBANE

Det operative målet for pengepolitikken er en årsvekst i konsumprisene som over tid er nær 2,5 prosent. I gjennomføringen av pengepolitikken legger vi til grunn at inflasjonsstyringen skal være fleksibel, slik at både variasjon i inflasjon og variasjon i produksjon og sysselsetting tillegges vekt når renten settes. Vi anser følgende kriterier som en rettesnor for en god rentebane:

### 1. Inflasjonsmålet nås:

Rentebanen bør stabilisere inflasjonen på målet eller bringe inflasjonen tilbake til målet etter at det har oppstått avvik.

### 2. Inflasjonsstyringen er fleksibel:

Rentebanen bør gi en rimelig avveining mellom forløpet for inflasjonen og forløpet for kapasitetsutnyttningen i økonomien.

### 3. Pengepolitikken er robust:

Rentebanen bør ta hensyn til forhold som innebærer fare for særlig ugunstige utfall for økonomien og til usikkerhet om økonomiens virkemåte. Oppbygging av finansielle ubalanser kan øke faren for brå skift i etterspørselen frem i tid. En robust pengepolitikk bør derfor bidra til å motvirke oppbygging av finansielle ubalanser. Usikkerhet om virkningene av pengepolitikken taler normalt for å gå varsomt frem i rentesettingen. Det vil kunne redusere risikoen for at pengepolitikken får utilsiktede følger. I situasjoner der faren for særlig ugunstige utfall er betydelig, eller der tilliten til det nominelle ankeret er i fare, kan det i noen tilfeller være riktig å føre en mer aktiv pengepolitikk enn vanlig.

Robustetskriteriet er inkludert fordi det vil kunne gi en bedre utvikling i inflasjon, produksjon og sysselsetting over tid. De ulike hensynene som kommer til uttrykk i kriteriene, veies mot hverandre. Hovedstyret redegjør for sin skjønnsutøvelse i «Hovedstyrets vurdering» først i rapporten.

## USIKKERHET I BOLIGMARKEDET

Etter en sterk økning gjennom 2016 har boligprisene falt sesongjustert med 2,6 prosent siden mars i år. Oppgangen i boligprisene førte til en markert oppgang i boligbyggingen og boliginvesteringene. Med tradisjonelle forklaringsvariabler som arbeidsledighet, inntektsvekst, kredittforhold, boligmasse og rente klarer ikke vår empiriske modell<sup>1</sup> fullt ut å forklare boligprisoppgangen gjennom 2016, se figur 4.9. Korreksjonen i prisene i år gjør at boligprisinivået nå er mer i tråd med hva de historiske sammenhengene i modellen skulle tilsi. Modellen anslår moderat vekst i boligprisene de nærmeste årene, som følge av høyere inntektsvekst, lavere arbeidsledighet og fortsatt lave utlånsrenter.<sup>2</sup> Anslagene for boligprisene i denne rapporten er noe lavere enn det den empiriske modellen indikerer.

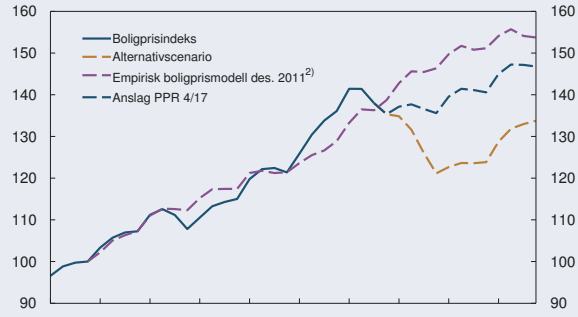
Det er usikkerhet om den videre utviklingen i boligmarkedet. Befolkningsveksten har avtatt markert de siste årene. Boligprisene har kommet opp på et høyt nivå, og boligbyggingen har økt kraftig de siste årene. Vi har derfor sett på et alternativt scenario der fallet i boligprisene og boliginvesteringene blir større enn det vi anslår i denne rapporten.

Historisk er det en nær sammenheng mellom veksten i boliginvesteringene og veksten i realboligprisene, se figur 4.10. Vi forutsetter at en større korreksjon i boliginvesteringene går via et større fall i boligprisene, i tråd med den historiske samvariasjonen mellom boligpriser og boliginvesteringer, se figur 4.11. I alternativscenarioet er både boligprisene og boliginvesteringene om lag 10–15 prosent lavere enn i hovedscenarioet i perioden 2018–2020. Lavere boligpriser vil isolert sett dempe konsumveksten, blant annet ved å begrense husholdningenes mulighet til å ta opp lån med sikkerhet i egen bolig. Figur 4.12 og figur 4.13 viser hvordan et slikt scenario kan påvirke våre anslag for kapasitetsutnyttning og inflasjon. I scenarioet vil renteoppgangen skyves ut i tid, mens kronekursen vil holde seg nær dagens nivå den nærmeste tiden før den etterhvert styrker seg gradvis. Valutakursen er likevel svakere enn i hovedscenarioet i hele prognoseperioden. En lavere rente og svakere kronekurs enn vi anslår i hovedscenarioet vil dempe de negative effektene av fallet i boliginvesteringene på kapasitetsutnyttningen. Inflasjonen vil på kort sikt løftes av en svakere kronekurs, mens lavere lønnsvekst vil gjøre at inflasjonsanslagene ender på om lag 2 prosent, som i hovedscenarioet.

1 Modellen er en reestimert versjon av modellen beskrevet i Jacobsen, D.H. og B. Naug (2004) «Hva driver boligprisene». *Penger og Kreditt* 4/2004. Norges Bank.

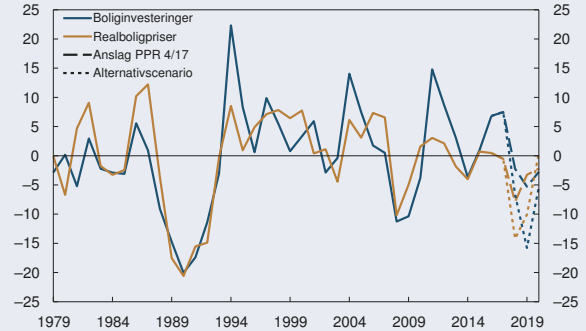
2 En reestimert versjon av modellen til og med 3. kvartal 2017 som også har informasjon om den faktiske boligprisutviklingen de siste årene indikerer om lag den samme veksten fremover som modellen estimert til og med 4. kvartal 2011 (illustrert ved den lilla stiplede linjen i figur 4.9).

Figur 4.9 Boligpriser. Indeks. 4. kv. 2011 = 100. 4. kv. 2011 – 4. kv. 2020<sup>1)</sup>



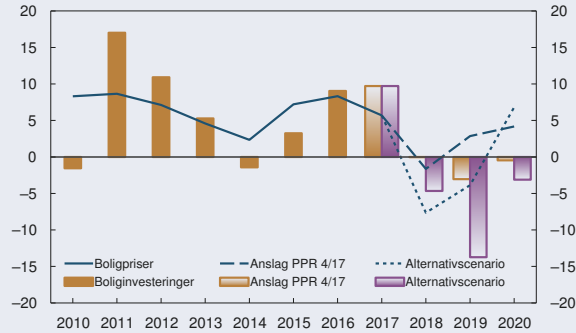
1) Anslag for 4. kv. 2017 – 4. kv. 2020.  
 2) Norges Banks empiriske boligprismodell basert på Jacobsen, D.H. og B. Naug (2004). "Hva driver boligprisene?". Følg og Kredit 4/2004. Som en kryssjekk er modellen estimert frem til desember 2011 og gir anslag videre gitt utviklingen i fundamentale forhold. Boligmarkedet antas å ha vært i likevekt i desember 2011.  
 Kilder: Eiendom Norge, Finn, Eiendomsverdi og Norges Bank

Figur 4.10 Realboligpriser og boliginvesteringer. Årsvekst.<sup>1)</sup> Prosent. 1979 – 2020<sup>2)</sup>



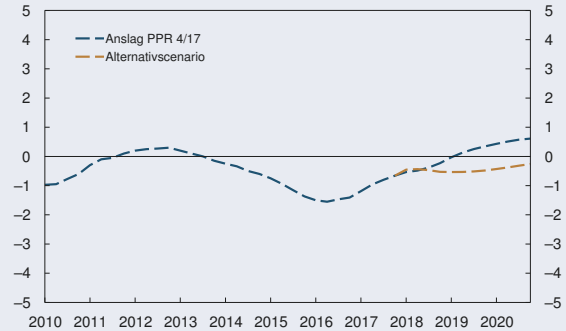
1) Avvik fra gjennomsnittlig vekst i perioden 1979 – 2016.  
 2) Anslag for 2017 – 2020.  
 Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 4.11 Boligpriser og boliginvesteringer. Årsvekst. Prosent. 2010 – 2020<sup>1)</sup>



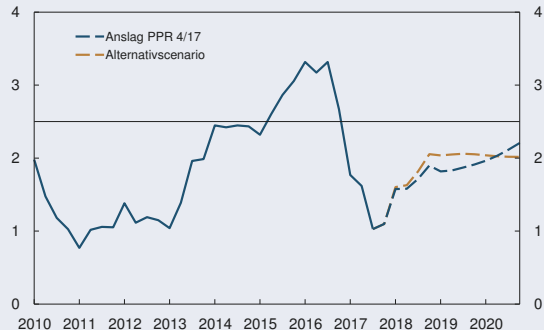
1) Anslag for 2017 – 2020 (stiplet og gradert).  
 Kilde: Norges Bank

Figur 4.12 Anslag på produksjonsgapet<sup>1)</sup>. Prosent. 1. kv. 2010 – 4. kv. 2020



1) Produksjonsgapet måler den prosentvise forskjellen mellom BNP for Fastlands-Norge og anslått potensielt BNP for Fastlands-Norge.  
 Kilde: Norges Bank

Figur 4.13 KPI-JAE.<sup>1)</sup> Firekvartalersvekst. Prosent. 1. kv. 2010 – 4. kv. 2020<sup>2)</sup>



1) KPI justert for avgiftsendringer og uten energivarer.  
 2) Anslag for 4. kv. 2017 – 4. kv. 2020.  
 Kilde: Norges Bank

# Nedtrapping av ukonvensjonell pengepolitikk i USA og Europa

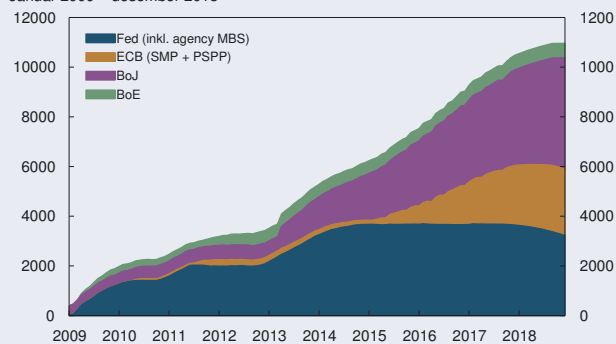
Etter å ha redusert styringsrentene til nær null etter finanskrisen har flere sentralbanker de siste årene kjøpt verdipapirer i markedet for å bringe de langsiktige rentene ned. Sentralbankene i USA og Storbritannia (henholdsvis Fed og BoE) var først ute etter krisen og begynte i 2009 å kjøpe statsobligasjoner i betydelig omfang. I Japan ble slike kvantitative lettelser brukt i begrenset grad så tidlig som på begynnelsen av 2000-tallet, men det var ikke før i 2013 at den japanske sentralbanken (BoJ) virkelig økte omfanget av sine aktivakjøp. I 2015 satte Den europeiske sentralbanken (ESB) i gang et bredt kjøpsprogram for statsobligasjoner utstedt av eurolandene. Den svenske sentralbanken har også kjøpt statsobligasjoner siden 2015. Slike kvantitative lettelser kan både virke gjennom en signaleffekt, ved at sentralbanken signaliserer at styringsrenten vil bli holdt lav lenge, og ved en porteføljeeffekt gjennom at investorene etterspør andre verdipapirer enn sentralbanken kjøper, og at prisene på disse papirene også stiger. Selv om det er vanskelig å tallfeste virkningen gjennom de ulike kanalene, tyder mange studier på at kvantitative lettelser har bidratt til lavere langsiktige renter.<sup>1</sup>

<sup>1</sup> Se Haldande, A. G., M. Roberts-Sklar, T. Wieladek og C. Young (2016) «QE: the story so far». *Bank of England Working Paper 624*, Borio, C. og A. Zabai (2016) «Unconventional monetary policies: a re-appraisal». *BIS Working Papers 570* og De Rezende, R. B., D. Kjellberg og O. Tysklind (2015) «Effects of the Riksbank's government bond purchase on financial prices». *Riksbanken Economic Commentaries 13/2015*. En drøfting av kanalene for alternative virkemidler finnes også i Bernhardsen, T., A. Kloster og O. Syrstad (2016) «Alternative virkemidler i pengepolitikken – den nødvendige monetære økosirk». *Staff Memo 12/2016*. Norges Bank.

I lys av bedring i økonomien har noen sentralbanker kunngjort endringer i den ukonvensjonelle pengepolitikken. I juni i år annonserte Fed en plan for å redusere balansen ved gradvis å redusere reinvesteringene av kupongutbetalinger og forfall på obligasjonene den eier. Gjennomføringen startet i oktober ved at Fed kjøpte stats- og boliglånsrelaterte obligasjoner for 10 milliarder dollar mindre enn det som forfalt. Fed har satt en øvre grense for hvor mye beholdningen av verdipapirer skal reduseres med per måned. Grensen for månedlig reduksjon av beholdningen skal økes gradvis i kvartalene fremover, til den når 50 milliarder dollar i fjerde kvartal neste år, fordelt på 30 milliarder dollar for statsobligasjoner og 20 milliarder dollar for boliglånsrelaterte verdipapirer.

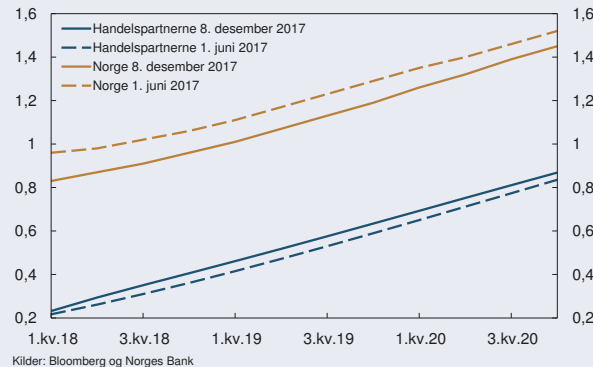
ESBs program for obligasjonskjøp er også blitt endret i løpet av de seneste årene. Omfanget og innholdet av programmet har variert over tid, men fra og med andre kvartal 2016 innebar programmet at det ble kjøpt verdipapirer for om lag 80 milliarder euro i måneden. I første kvartal i år annonserte ESB en reduksjon i de månedlige kjøpene til rundt 60 milliarder euro. Tidligere i høst ble det annonsert en ytterligere reduksjon. Fra og med første kvartal 2018 vil ESB kjøpe verdipapirer for rundt 30 milliarder euro i måneden. Programmet er ment å vare ut tredje kvartal 2018. ESB har imidlertid presisert at størrelsen og varigheten på programmet kan økes dersom det skulle være behov for det.

Figur 1 Akkumulert beholdning<sup>1)</sup> fra Fed, ESB, BoE og BoJ. Milliarder USD. Januar 2009 – desember 2018



<sup>1)</sup> Stat og statsrelaterte verdipapirer. Kilder: Bank of England, Bloomberg og Norges Bank

Figur 2 Implisitte terminrenter hos handelspartnerne og for Norge. Prosent. 1. kv. 2018 – 4. kv. 2020

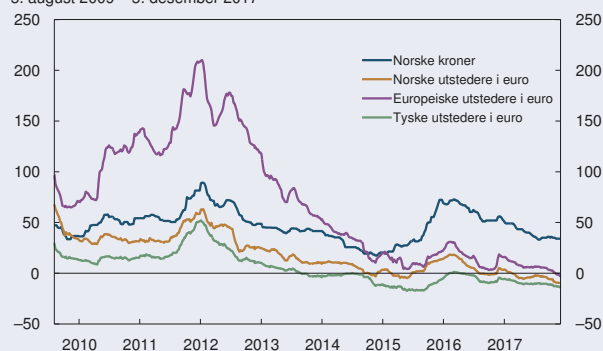


Kilder: Bloomberg og Norges Bank

Selv om noen sentralbanker har annonsert mindre ekspansiv balansepolitikk, vil det skje svært gradvis. Feds balanse vil være stor i lang tid fremover, til tross for reduksjonene som er annonsert. ESBs plan innebærer at balansen vil fortsette å øke fremover, selv om veksttakten avtar. Verken BoJ eller BoE har annonsert endringer. Figur 1 viser akkumulerte verdipapirkjøp fra Fed, ESB, BoE og BoJ siden januar 2009. For 2018 viser figuren en fremskriving basert på de endringene som er annonsert fra Fed og ESB. I figuren legges det til grunn at BoJ opprettholder sin nåværende kjøpstakt, og at BoE ikke endrer størrelsen på sin balanse neste år. Med de antakelsene er det utsikter til at disse fire sentralbankenes balanser samlet sett vil fortsette å øke gjennom 2018.

For Norge er en viktig virkning av pengepolitikken ute at rentene hos våre handelspartnere er svært lave, og at de forventes å forbli lave i flere år fremover, se figur 2. Annonseringen av balansereduksjon fra Fed og redusert kjøpstakt fra ESB har ikke endret dette bildet. Forventede pengemarkedsrenter hos våre viktigste handelspartnere er bare marginalt høyere nå enn de var før disse annonseringene, se figur 2. Det henger trolig sammen med signaler fra sentralbankene om at justeringene vil skje svært gradvis, og at det er utsikter til fortsatt lave styringsrenter i flere år fremover.

Figur 3 Risikopåslag OMF. Påslag over swaprente. Basispunkter.  
5. august 2009 – 5. desember 2017



Kilder: DNB, Thomson Reuters og Norges Bank

Lave renter på statspapirer ute kan gi søken etter høyere avkastning i andre markeder. Vilje til å godta lavere kompensasjon for risiko enn normalt kan presse aksjekurser opp og premier i markedet for kredittobligasjoner ned. Det er svært vanskelig å anslå i hvilken grad det har skjedd og hvor mye som eventuelt skal til for at aktørene krever høyere kompensasjon for risiko igjen.

Risikopåslagene for europeiske bankobligasjoner med sikkerhet i boliglån (tilsvarende norske obligasjoner med fortrinnsrett, OMF) har falt siden ESB startet sitt nåværende program for kjøp av statsobligasjoner i 2015, se figur 3. I Tyskland har påslagene på slike obligasjoner vært negative de siste par årene. Risikopåslagene på OMF utstedt av norske banker i euro har fulgt en lignende utvikling og er betydelig lavere enn i 2010. Det kan indikere ringvirkninger fra det europeiske obligasjonsmarkedet til norske obligasjoner, selv om ESB ikke har kjøpt norske papirer direkte. En aktør som skal finansiere norske utlån, må imidlertid veksle euroene til kroner i markedet for valutabytteavtaler. Prisen på å bytte til seg kroner mot euro i dette markedet har steget etter at ESB startet sine kvantitative lettelsener i 2015. Det gjør at påslaget på finansiering i kroner, illustrert ved den blå linjen i figur 3, ikke har falt like mye de siste årene.

Samlet sett priser markedet inn at rentene vil holde seg lave i flere år fremover, selv om både Fed og ESB har annonsert endringer i sin ukonvensjonelle pengepolitikk. Fortsatt lave forventede styringsrenter og søken etter avkastning kan tilsa at risikopremiene i aksje- og kredittmarkedene vil holde seg lave fremover. Prisingen av langsiktige statsobligasjoner, kredittobligasjoner og aksjer kan imidlertid være følsom for forstyrrelser som gir høyere forventede styringsrenter. På den annen side peker blant andre IMF på at en normalisering av pengepolitikken som går for langsomt, kan gi økt risiko for at ubalanser bygger seg opp og fare for en større korreksjon senere.<sup>2</sup>

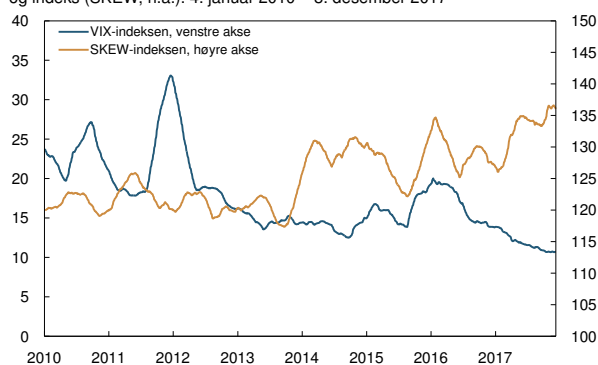
<sup>2</sup> Se IMF's *Global Financial Stability Report*, oktober 2017.

# 5 Vurdering av finansiell stabilitet

## – beslutningsgrunnlag for motsyklisk kapitalbuffer

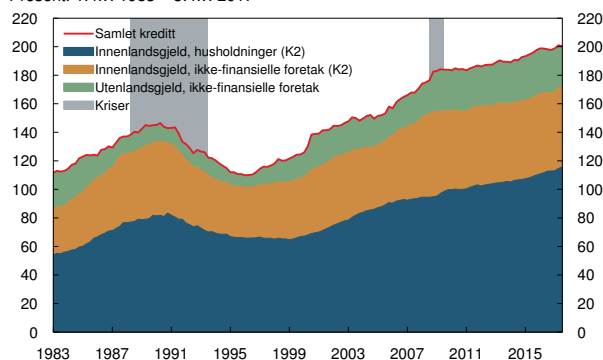
Husholdningenes kredittvekst er fortsatt høy. Lav boligprisvekst vil dempe gjeldsveksten, men det vil ta tid før sårbarheten i husholdningssektoren reduseres. Foretakenes innenlandske kredittvekst har tiltatt, og kredittverdige foretak synes å ha god tilgang på kreditt. De største bankene fortsatte å øke sin kapitaldekning i tredje kvartal og har nådd sine kapitalmål.

Figur 5.1 Chicago Board Options Exchange volatilitetsindeks (VIX) og SKEW-indeksen<sup>1)</sup>. 100-dagers glidende snitt. Prosentpoeng (VIX, v.a.) og indeks (SKEW, h.a.). 4. januar 2010 – 8. desember 2017



1) SKEW-indeksen er et mål for halerisiko i forventet avkastning på S&P 500-indeksen basert på opsjonspriser. En verdi på 100 indikerer at opsjonsmarkedet priser inn en lav sannsynlighet for svært lav avkastning. Stigende verdi uttrykker økende sannsynlighet for svært negative utfall.  
Kilde: Thomson Reuters

Figur 5.2 Kreditt for Fastlands-Norge som andel av BNP for Fastlands-Norge. Prosent. 1. kv. 1983 – 3. kv. 2017



Kilder: IMF, Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

### 5.1 INTERNASJONAL UTVIKLING

Finansmarkedene er fortsatt preget av svært lav volatilitet, se figur 5.1. Samtidig viser opsjonspriser noe økt sannsynlighet for svært uheldige utfall. En eventuell brå reprising i finansmarkedene kan redusere formuesverdier og øke kostnadene ved å betjene gjeld. I de globale aksjemarkedene har oppgangen fortsatt utover høsten, mens obligasjonskursene har vært lite endret.

I Europa har sterkere økonomisk vekst bidratt til å bedre situasjonen i bankene. Kapitaldekningen har økt, og omfanget av misligholdte lån har falt. For et utvalg av de største bankene falt misligholdsraten til 4,5 prosent av samlede utlån i andre kvartal, fra 5,4 prosent i samme periode i fjor. Samtidig har lønnsomheten økt noe fra lave nivåer. Egenkapitalavkastningen steg til 7 prosent i andre kvartal i år fra 5,7 prosent et år tidligere. I samme periode har veksten i bankutlånene vært nokså svak.

I Kina har myndighetene innført tiltak for å dempe kredittveksten og gjøre det finansielle systemet mer robust overfor forstyrrelser. Tilsynsvirksomheten er styrket og skyggebankssektoren er underlagt strengere regulering. I tillegg er kravene til nedbetaling av boliglån skjerpet, og kapitalkravene til bankene er økt. Det har ført til lavere vekst i kreditt og boligpriser. Samtidig er gjeldsnivåene svært høye, og flere sektorer synes sårbare for brå korreksjoner. Risikoen knyttet til finansielle forhold er derfor fortsatt betydelig. Eventuell finansiell ustabilitet i Kina kan også smitte over på andre land, både direkte gjennom det finansielle systemet og indirekte gjennom lavere BNP-vekst i Kina.

## 5.2 KREDITT

Kreditten har lenge steget raskere enn verdiskapingen i den norske fastlandsøkonomien, se kredittindikatoren i figur 5.2. I tredje kvartal i år var kredittindikatoren høyere enn på samme tid i fjor, særlig som følge av høy vekst i husholdningenes gjeld. Husholdningenes gjeldsvekst er også hovedgrunnen til at kredittindikatoren har holdt seg høyere enn en beregnet trend, se kredittgapet i figur 5.3. Foretakenes innenlandsgjeld har også bidratt til å trekke kredittgapet opp det siste året. Samtidig har foretakenes utenlandsgjeld trukket i motsatt retning, slik at kredittgapet nå er litt lavere enn på samme tid i fjor.

### Fortsatt høy gjeldsvekst i husholdningene

Den høye gjelden i husholdningene er en alvorlig sårbarhet i det norske finansielle systemet<sup>1</sup>. Husholdningenes gjeld har i mange år steget raskere enn inntektene, slik at gjeldsbelastningen har økt, se figur 5.4. Siden årsskiftet har gjeldsbelastningen fortsatt å stige, som følge av at husholdningenes kredittvekst har vært høy.

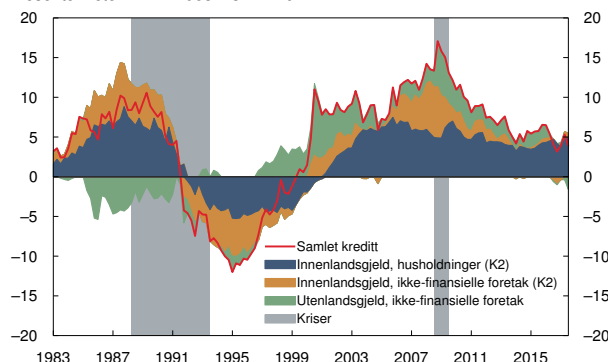
Også gjeldsbetjeningsgraden, som er andelen av inntekt som betjener renter og normale avdrag, er høy. Andelen er nær nivåene fra bankkrisen på slutten av 1980-tallet, til tross for at rentenivået er betydelig lavere. Gjeldsbetjeningsgraden har også økt noe fra

1 Se Norges Banks *Finansiell stabilitet*, 2017.

## MOTSYKLISK KAPITALBUFFER

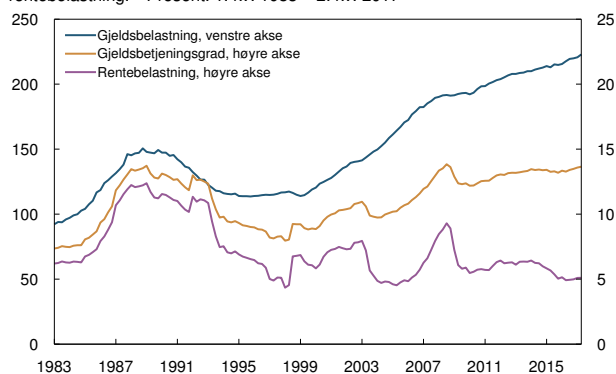
Regulering av bankene og makrotilsynstiltak er førstelinjeforsvaret mot ustabilitet i det finansielle systemet. Bankene bør bygge og holde en motsyklisk kapitalbuffer når finansielle ubalanser bygger seg opp eller har bygd seg opp. I vurderingen av finansielle ubalanser tar Norges Bank utgangspunkt i utviklingen i kreditt, eiendomspriser og bankenes finansiering. Vurderingen av de finansielle ubalansene er utgangspunktet for Norges Banks råd til Finansdepartementet om nivået på den motsykliske kapitalbufferen i bankene, se ramme på side 4 og 56. Bufferkravet er fastsatt til 1,5 prosent og vil øke til 2,0 prosent fra 31. desember 2017.

Figur 5.3 Dekomponert kredittgap. Kreditt for Fastlands-Norge som andel av BNP for Fastlands-Norge. Avvik fra trend ved utvidet HP-filter.<sup>1)</sup> Prosentenheter. 1. kv. 1983 – 3. kv. 2017



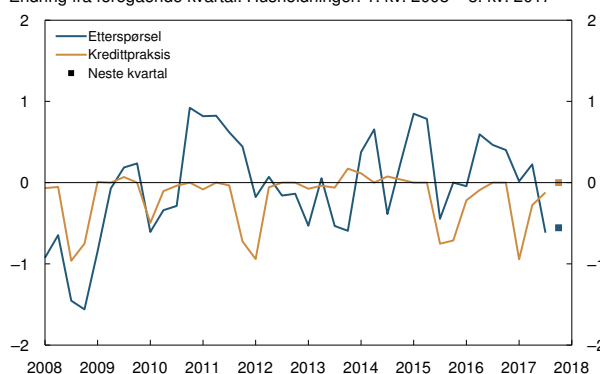
1) Ensidig Hodrick Prescott-filter beregnet på data utvidet med en enkel prognose. Lambda = 400 000. Kilder: IMF, Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 5.4 Husholdningenes gjeldsbelastning, gjeldsbetjeningsgrad og rentebelastning.<sup>1)</sup> Prosent. 1. kv. 1983 – 2. kv. 2017



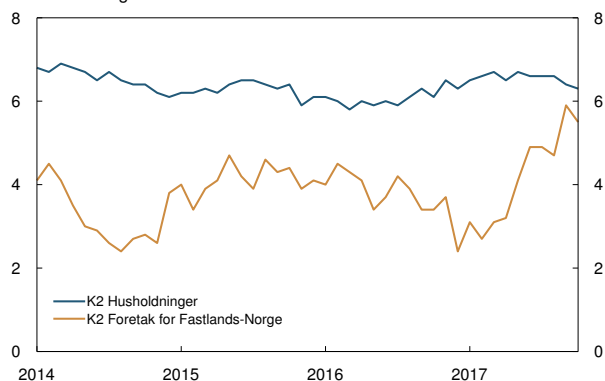
1) Gjeldsbelastning er lånegjeld i prosent av disponibel inntekt. Rentebelastning er beregnet som renteutgifter som andel av summen av disponibel inntekt og renteutgifter. Gjeldsbetjeningsgrad inkluderer i tillegg årlig avdrag på lånegjelden med 18 års nedbetalingstid. Disponibel inntekt er korrigert for årlig reinvestert aksjeutbytte i 1. kv. 2000 – 4. kv. 2005 og nedsettelse av egenkapital i 1. kv. 2006 – 3. kv. 2012. For 1. kv. 2015 – 2. kv. 2017 benyttes disponibel inntekt uten aksjeutbytte. Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 5.5 Etterspørsel etter lån og bankenes kredittpraksis.<sup>1)</sup> Endring fra foregående kvartal. Husholdninger. 1. kv. 2008 – 3. kv. 2017



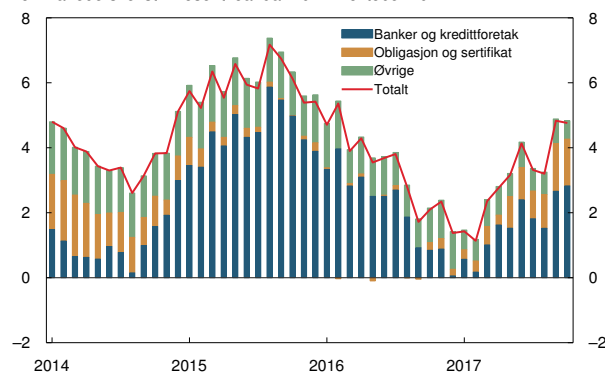
1) Bankene svarer innenfor en skala på +/-2. I de aggregerte tallene er bankene vektet med størrelsen på deres balanse. Negative tall betyr lavere etterspørsel eller strammere kredittpraksis. Kilde: Norges Banks utlansundersøkelse

Figur 5.6 Innenlandsk kreditt til husholdninger og ikke-finansielle foretak i Fastlands-Norge. Tolv månedersvekst. Prosent. Januar 2014 – oktober 2017



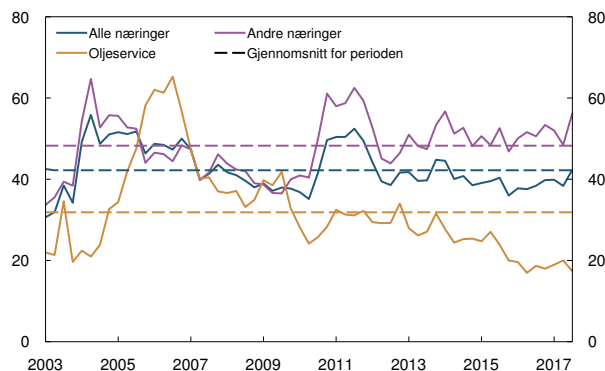
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 5.7 Innenlandsk kreditt til ikke-finansielle foretak etter kilder. Tolv månedersvekst. Prosent. Januar 2014 – oktober 2017



Kilde: Norges Bank

Figur 5.8 Gjeldsbetjeningsevne<sup>1)</sup> og historiske gjennomsnitt. Børsnoterte foretak.<sup>2)</sup> Prosent. 1. kv. 2003 – 3. kv. 2017



1) Driftsresultat for driftsmessige av- og nedskrivninger (EBITDA) siste fire kvartaler i prosent av netto rentebærende gjeld.  
2) Norskregistrerte ikke-finansielle foretak på Oslo Børs, ekskludert foretak innen utvinning av olje og gass. Norsk Hydro er ekskludert t.o.m. 3. kv. 2007.  
Kilder: Bloomberg og Norges Bank

i fjor og signaliserer høy risiko i temperaturkartet, se nærmere omtale i ramme på side 54. Høy og økende gjeld i husholdningene innebærer at en renteøkning vil få større utslag i rentebelastningen og gjeldsbetjningsgraden enn før.

I Norges Banks utlånsundersøkelse rapporterte bankene at husholdningenes etterspørsel etter lån med pant i bolig avtok noe i tredje kvartal, se figur 5.5. Bankene venter en tilsvarende nedgang i etterspørselen i fjerde kvartal. De oppgir at kredittpraksisen overfor husholdningene har vært lite endret etter noe innstramming i første halvår som følge av endringene i boliglånforskriften. Bankene venter uendret kredittpraksis fremover.

Finansiering av flere ferdigstilte boliger ventes å bidra til å holde gjeldsveksten oppe de kommende månedene. Siden årsskiftet har veksten i boligprisene avtatt betydelig. På sikt vil lav boligprisvekst dempe kredittveksten, se kapittel 3. Det vil bidra til å redusere sårbarheten i husholdningssektoren. Finanstilsynets boliglånundersøkelse tyder på at andelen nye boliglån med svært høy gjeldsgrad og belåningsgrad er lavere enn i fjor.

### God tilgang på kreditt for foretakene

Kredittverdige foretak synes å ha god tilgang på kreditt. Veksten i foretakenes innenlandske kreditt har tiltatt siden i vår, etter å ha vært moderat de seneste årene, se figur 5.6. Samtidig har foretakenes utenlandsgjeld avtatt.

Både banker og obligasjonsmarkedet har bidratt til at den innenlandske kredittveksten har tatt seg opp, se figur 5.7. De siste månedene har utlånsveksten fra bankene blitt trukket opp av økte utlån til foretak innen tjenesteyting og næringseiendom. Samtidig har det vært mindre nedgang i utlån til industri og andre næringer, som blant annet omfatter foretak innen utvinning av olje og gass. Risikopåslagene i obligasjonsmarkedet har avtatt siden i fjor, særlig innen høyrisikosegmentet. Det har bidratt til å gjøre obligasjonsfinansiering relativt sett mer attraktiv sammenlignet med bankfinansiering. Så langt i år har foretak innen eiendom stått for den største delen av emisjonene, mens oljesektoren har fortsatt å trekke aktiviteten ned. Siden årsskiftet har norske foretak



hentet obligasjonsfinansiering for i overkant av 75 milliarder kroner, noe som er betydelig høyere enn de siste årene. Både lav- og høyrisikoforetak har god tilgang på finansiering i obligasjonsmarkedet.

Bankene i Norges Banks utlånsundersøkelse rapporterte om litt høyere etterspørsel etter lån og uendret kredittpraksis overfor foretak i tredje kvartal. De venter ingen endringer i etterspørsel eller kredittpraksis i fjerde kvartal.

Gjeldsbetjeningsevnen i børsnoterte foretak økte fra andre til tredje kvartal i år, se figur 5.8. Det skyldtes både økt driftsresultat og lavere netto rentebærende gjeld. Det gjelder i hovedsak foretak utenom oljeservice. I oljeserviceforetakene falt gjennomsnittlig driftsresultat fra andre til tredje kvartal, slik at gjeldsbetjeningsevnen avtok.

Kredittrisikoen knyttet til foretakssektoren var litt lavere i år enn i fjor, ifølge Norges Banks konkurssannsynlighetsmodell<sup>2</sup>, se figur 5.9. En bedring i makroøkonomiske indikatorer bidrar til å dempe kredittrisikoen noe i år, mens svakere kredittvurderinger fra ratingbyråer bidrar til å øke kredittrisikoen litt i modellen. Neste år ventes lite endringer i kredittrisikoen.

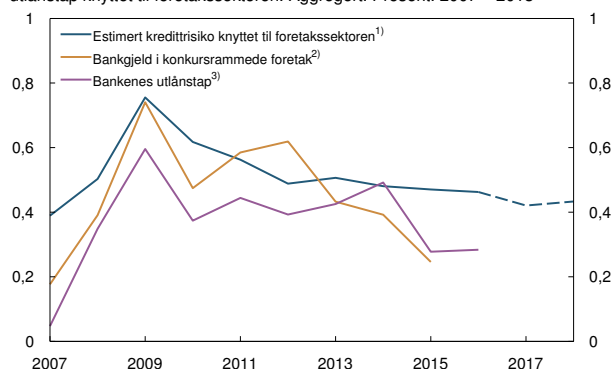
### 5.3 EIENDOMSPRISER

Bolig- og næringseiendomspriser har steget kraftig over en lengre periode, og bidratt til økt gjeldsopptak. De siste kvartalene har boligpriser som andel av disponibel inntekt avtatt noe som følge av nedgangen i boligprisene, men andelen er fortsatt nær nivået før finanskrisen, se figur 5.10. Målt i forhold til disponibel inntekt per innbygger er boligprisnivået betydelig over nivået i forkant av finanskrisen.

#### Omslag i boligmarkedet

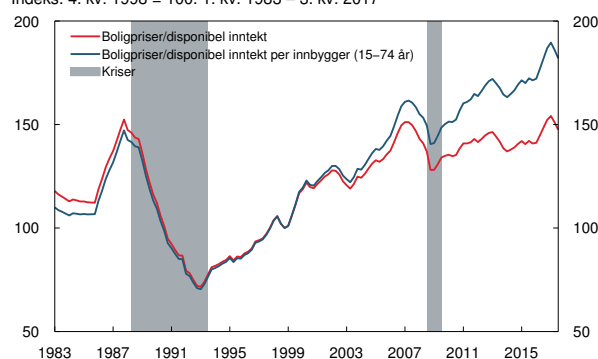
Siden starten av året har boligprisveksten avtatt markert, etter kraftig oppgang i 2016. Fra toppen i vår har prisene falt de fleste månedene, se figur 5.11. Prisnivået for Norge samlet er nå litt lavere enn på samme tid i fjor. Særlig i Oslo har boligprisene falt kraftig, og nedgangen har så langt vært om lag dobbelt så stor som for landet samlet. Også i de fleste andre større

Figur 5.9 Estimert kredittrisiko, bankgjeld i konkursrammede foretak og utlånstap knyttet til foretakssektoren. Aggregert. Prosent. 2007 – 2018



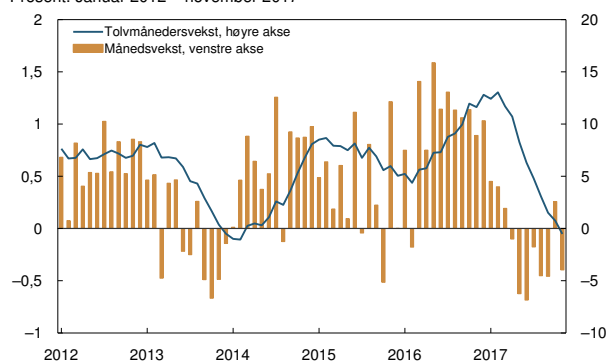
1) Estimert konkursutsatt bankgjeld som andel av total bankgjeld i foretakssektoren.  
2) Bankgjeld i foretak registrert konkurs 1–2 år etter siste leverte regnskap som andel av total bankgjeld.  
3) Utlånstap som andel av totale utlån til foretak. Inkluderer kun næringer som dekkes i modellen.  
Kilde: Norges Bank

Figur 5.10 Boligpriser i forhold til disponibel inntekt.<sup>1)</sup> Indeks. 4. kv. 1998 = 100. 1. kv. 1983 – 3. kv. 2017



1) Disponibel inntekt er korrigert for anslått reinvestert aksjeutbytte i 2003 – 2005 og nedsettelse av egenkapital i 1. kv. 2006 – 3. kv. 2012. For 1. kv. 2015 – 3. kv. 2017 benyttes veksten i disponibel inntekt uten aksjeutbytte.  
Kilder: Eiendom Norge, Eiendomsverdi, Finn.no, Norges Eiendomsmeierforbund (NEF), Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

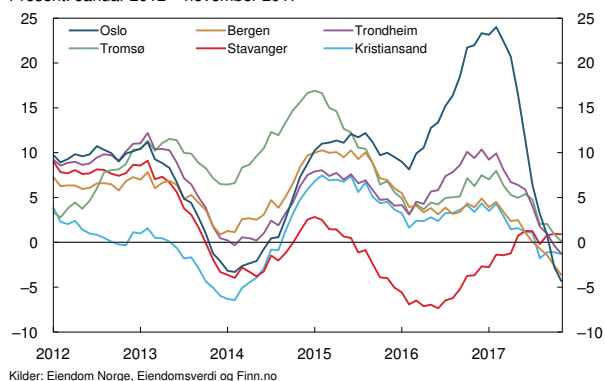
Figur 5.11 Boligpriser. Tolv månedersvekst og sesongjustert månedsvest. Prosent. Januar 2012 – november 2017



Kilder: Eiendom Norge, Eiendomsverdi og Finn.no

2 Modellen er dokumentert i Hjelseth, I. N. og A. Raknerud (2016) «A model of credit risk in the corporate sector based on bankruptcy prediction». Staff Memo 20/2016. Norges Bank.

Figur 5.12 Boligpriser. Tolv månedersvekst. Prosent. Januar 2012 – november 2017



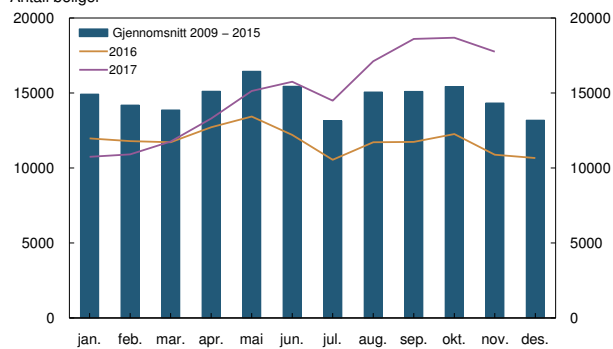
Kilder: Eiendom Norge, Eiendomsverdi og Finn.no

byene har prisveksten avtatt. I Bergen og Trondheim er prisenivået lavere enn på samme tid i fjor, se figur 5.12.

Den høye boligbyggingen de siste par årene og svakere befolkningsvekst kan ha dempet prisveksten. Endringene i boliglånsforskriften har trolig bidratt til omslaget i boligmarkedet.

Omsetningen av bruktboliger har holdt seg nær gjennomsnittet for årene 2009 til 2015, men antallet usolgte bruktboliger har økt de siste månedene, se figur 5.13. Beholdningen av usolgte boliger var lav i fjor, men er nå høyere enn gjennomsnittet i årene 2009 til 2015. Antallet usolgte bruktboliger har særlig økt i Oslo, der beholdningen var spesielt lav i fjor. Oppgangen skyldes i hovedsak at det er lagt ut flere boliger for salg siden årsskiftet.

Figur 5.13 Beholdning av usolgte bruktboliger til salgs ved utgangen av måneden. Antall boliger

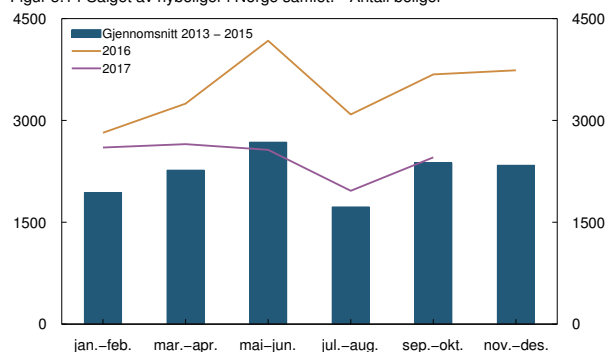


Kilder: Eiendom Norge, Eiendomsverdi og Finn.no

Salget av nye boliger har falt siden i fjor, men nivået er likevel nær gjennomsnittet for årene 2013 til 2015, se figur 5.14. Særlig på Østlandet har salget av nyboliger avtatt, og antallet usolgte nyboliger har steget. I resten av landet har antallet usolgte boliger vært mer stabilt. For de fleste usolgte nyboligene er byggingen ennå ikke igangsatt, mens i underkant av en tredjedel er under bygging.

Fremover ventes det at antallet ferdigstilte boliger på Østlandet vil ta seg videre opp, som følge av sterk vekst i igangsettingen de siste par årene. Det vil, sammen med økningen i usolgte bruktboliger og utsikter til fortsatt lav befolkningsvekst, bidra til å dempe boligprisveksten fremover, se kapittel 3. Samtidig kan bedring i arbeidsmarkedet og tiltakende inntektsvekst trekke prisveksten opp.

Figur 5.14 Salget av nyboliger i Norge samlet.<sup>1)</sup> Antall boliger



1) Statistikk for Norge fra og med oktober 2013. Tidligere tall for 2013 er skjøttet bakover med veksten på Østlandet. Statistikken inkluderer kun solgte boliger i prosjekter med mer enn 15 enheter. Dekker hoveddelen av markedet på Østlandet og en noe lavere andel i de ulike regionene.  
Kilde: Samfunnsøkonomisk Analyse AS

Nedgangen i boligprisene i år har redusert fallhøyden i boligmarkedet, men det er fortsatt usikkerhet om utviklingen i boligmarkedet fremover. Kombinasjonen av høy boligbygging og lav befolkningsvekst medfører en risiko for at boligmarkedet kan bli svakere enn vi antar, og at boligprisene kan falle videre, se ramme på side 42. Dersom boligprisene skulle falle mye, kan det føre til en brå innstramning i husholdningenes konsum, se *Finansiell stabilitet 2017*.

### Noe høyere næringsseidomspriser

Utviklingen i næringsseidomsmarkedet er viktig for bankene, da de har betydelige utlån til næringsseidomsforetak.

Salgsprisene for prestisjelokaler i Oslo har økt i første halvår i år, etter å ha vært nokså stabile gjennom fjoråret, se figur 5.15.<sup>3</sup> Prisene på næringsseidom avhenger blant annet av netto leieinntekter og investorenes avkastningskrav. Et lavere avkastningskrav vil bidra til at salgsprisene øker. Ifølge markedsaktører har avkastningskravet for prestisjelokaler vært stabilt det siste halvåret, mens det har falt for normale kontorlokaler i Oslo. Avkastningskravet har også avtatt for kontorlokaler med korte leiekontrakter, noe som blant annet forklares med forventninger om noe vekst i kontorleieprisene, se figur 5.16. Entras konsensusrapport melder at kontorledigheten i Oslo ventes å avta videre de neste årene, blant annet som følge av noe høyere etterspørsel.

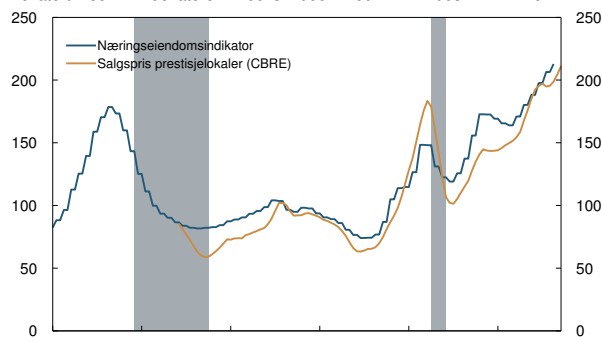
I Stavanger, Bergen og Trondheim, der kontorledigheten er høyere enn i Oslo, har leieprisene vært lite endret eller avtatt noe det siste halvåret. I områder av Stavanger med tett tilknytning til oljenæringen fortsatte leieprisene nedgangen som har vedvart de siste tre årene.

### 5.4 BANKENE

De store norske bankene har hatt god lønnsomhet de siste årene, og egenkapitalen har økt. Gjennom våren og sommeren i år har lavere utlånstap, sterkere utlånsvest og bedre marginer bidratt til høyere egenkapitalavkastning i de største norske bankene.

Utlånstapene for bankene samlet falt markert i første halvår i år, se figur 5.17. I tredje kvartal steg tapene noe igjen, men de er fortsatt lavere enn på samme tid i fjor. Fullførte restruktureringer innen oljerelatert virksomhet har bidratt til nedgangen i tapene. I tillegg har oljenedturen hatt mindre ringvirkninger til andre næringer enn bankene hadde ventet. Flere av de store norske bankene venter at utlånstapene blir lavere i 2017 enn i 2016.

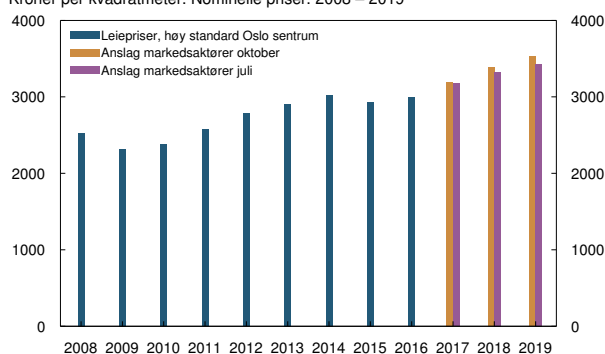
Figur 5.15 Næringsseidomsindikator<sup>1)</sup> og salgspris prestisjelokaler<sup>2)</sup>. Deflatert med BNP-deflatoren. Indeks. 1998 = 100. 1. kv. 1983 – 2. kv. 2017



1) Vi har ikke mottatt tall for næringsseidomsprisene i år grunnet omlegging av statistikken. Nyeste tall for næringsseidomsindikatoren er fra 4. kv. 2016.  
2) Beregnet ved å ta gjennomsnittlig salgspris siste fire kvartaler. Kun årlige tall fra 1991 til 1994. Kvartalsvise tall er konstruert ved lineær interpolering.

Kilder: CBRE, Dagens Næringsliv, OPAK, Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

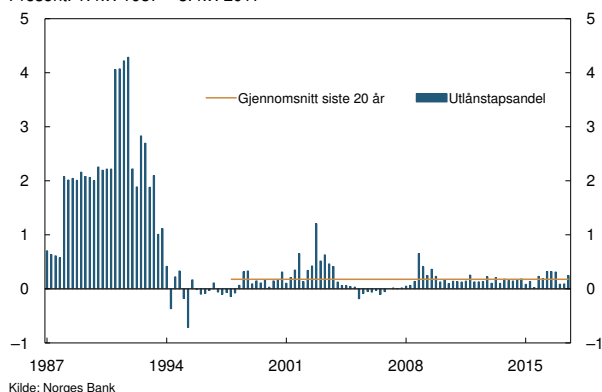
Figur 5.16 Leiepriser på kontorlokaler med høy standard i Oslo sentrum.<sup>1)</sup> Kroner per kvadratmeter. Nominelle priser. 2008 – 2019



1) Beregnet som gjennomsnitt av anslag fra ulike analysemiljøer.

Kilde: Entras Konsensusrapport

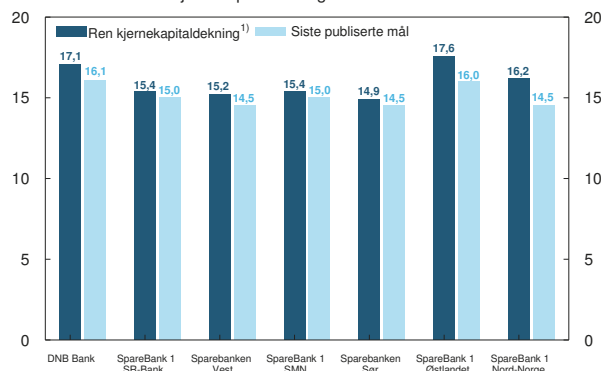
Figur 5.17 Utlånstap i bankene som andel av brutto utlån til kunder. Kvartalsvis annualisert. Alle banker og kredittforetak i Norge. Prosent. 1. kv. 1987 – 3. kv. 2017



Kilde: Norges Bank

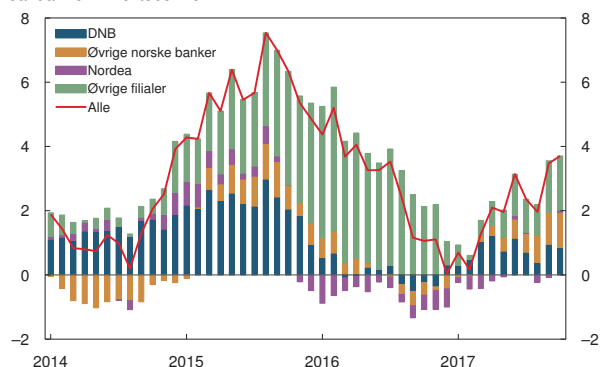
3 Basert på tall fra CBRE. CBRE er en av verdens største rådgivere innenfor næringsseidom.

Figur 5.18 Ren kjernekapitaldekning i store norske banker per 3. kv. 2017 og bankenes mål for ren kjernekapitaldekning. Prosent



1) Inkludert hele kvartalsresultatet for 3. kv. 2017.  
Kilder: Bankenes kvartalsrapporter og Norges Bank

Figur 5.19 Innenlandsk kreditt til ikke-finansielle foretak fra banker og kredittforetak. Beholdning. Tolv månedersvekst. Prosent. Januar 2014 – oktober 2017



Kilde: Norges Bank

Ved utgangen av tredje kvartal oppfylte alle de største bankene det samlede kravet (pilar 1 og pilar 2) til ren kjernekapitaldekning som gjelder fra utgangen av 2017. De fleste bankene oppfyller også egne mål for ren kjernekapitaldekning som er høyere enn det samlede kravet, se figur 5.18. Siden sommeren i år må bankene også oppfylle krav til uvektet kjernekapitaldekning. DNB, som blir regnet som systemviktig, skal oppfylle et krav på 6 prosent, mens kravet til øvrige banker er 5 prosent. Alle de norske bankene oppfyller kravet til uvektet kjernekapital.

De siste årene har bankene bygd opp betydelig bufferkapital, bestående av bevaringsbuffer, systemrisikobuffer, motsyklisk kapitalbuffer og buffer for systemviktige banker. Mer egenkapital gjør bankene mer robuste mot fremtidige tap. En stresstest i *Finansiell stabilitet 2017* viser at de største bankenes kapitalbuffer er tilstrekkelige til å bære tapene ved et kraftig tilbakeslag i norsk økonomi.

Tolv månedersveksten i bankenes utlån til ikke-finansielle foretak har vist en stigende trend hittil i år, se figur 5.19. Norske bankers utlånsvekst til bedriftsmarkedet har økt. Samtidig har utlånsveksten fra filialer av utenlandske banker kommet ned fra høye nivåer. I andre og tredje kvartal har norske banker bidratt til om lag halvparten av utlånsveksten fra bankene til ikke-finansielle foretak. At de norske bankene nå oppfyller sine kapitalmål, gir rom for utlånsvekst fremover.

Bankene har god tilgang på markedsfinansiering. Samlet sett har norske banker og kredittforetak hentet mer finansiering så langt i år enn i samme periode i fjor. Risikopåslagene på seniorobligasjoner har økt noe siden forrige rapport, mens påslagene på obligasjoner med fortrinnsrett (OMF) er om lag uendret. Bankenes markedsfinansieringsandel har vært stabil over lengre tid, men har avtatt noe de siste par årene, se figur 5.25.

## MOTSYKLISK KAPITALBUFFER I ANDRE LAND

Den motsykliske kapitalbufferen skal dempe systemrisiko i det enkelte land og fastsettes ut fra nasjonale forhold. Ifølge EUs kapitaldekningsregelverk (CRD IV/CRR) skal bufferkrav anerkjennes over landegrensler, såkalt resiprositet.<sup>1</sup> Det betyr at banker med grensekryssende virksomhet skal følge bufferkravet som gjelder i låntakers hjemland.

Det norske regelverket om anerkjennelse av motsyklisk kapitalbuffer i andre land trådte i kraft 1. oktober 2016. For engasjementer i EU-land skal bufferkravet i det enkelte landet anerkjennes.<sup>2</sup> I utgangspunktet skal også krav til motsyklisk kapitalbuffer i land utenfor EU anerkjennes. For engasjementer i land som ikke har fastsatt eget krav, gjelder det norske bufferkravet. Finansdepartementet kan fastsette andre krav for engasjementer i land utenfor EU, og Norges Bank skal gi råd om slike krav.

Det samlede kravet til motsyklisk kapitalbuffer for norske banker vil avhenge av i hvilke land de har eksponeringer. De fleste land norske banker har nokså store eksponeringer i, har satt kravet til null prosent, se tabell 1.

**TABELL 1** Krav til motsyklisk kapitalbuffer i land der norske banker har størst eksponeringer

Land	Gjeldende bufferkrav	Norske bankers eksponering <sup>1</sup>
Sverige	2 prosent	8,6 prosent
USA	0 prosent	4,2 prosent
Danmark	0 prosent	3,0 prosent
Storbritannia	0 prosent	2,5 prosent
Litauen	0 prosent	2,1 prosent
Finland	0 prosent	1,9 prosent
Polen	0 prosent	1,7 prosent
Latvia	0 prosent	1,2 prosent
Singapore	0 prosent	1,2 prosent
Canada	-	1,1 prosent

<sup>1</sup> Andel av beregningsgrunnlag, jf. artikkel 3 i ESRB 2015/3. Gjennomsnitt for 4. kv. 2015 til 3. kv. 2017. Omfatter banker som i CRD IV-rapporteringen har levert skjema C09.01 og C09.02, med unntak av Nordea som ikke lenger er norsk bank fra 1. januar 2017.

Kilder: Bank for International Settlement (BIS), Det europeiske systemrisikorådet (ESRB), Finanstilsynet og Norges Bank

<sup>1</sup> Bufferkrav opp til 2,5 prosent skal automatisk anerkjennes mellom land i EU. Grensen er lavere enn 2,5 prosent i en innfasingsperiode fra 2016 til 2019. ESRB anbefaler generelt at høyere krav også anerkjennes, se ESRB (2014) «*Recommendation on guidance for setting countercyclical buffer rates*». ESRB, 18. juli.

<sup>2</sup> En oversikt over gjeldende krav til motsyklisk kapitalbuffer i EU-land finnes på ESRBs hjemmeside, under «*National policy – countercyclical capital buffer*». En liknende oversikt for landene som er medlem i Basel-komiteen, finnes på BIS sine hjemmesider, under «*Countercyclical capital buffer*».

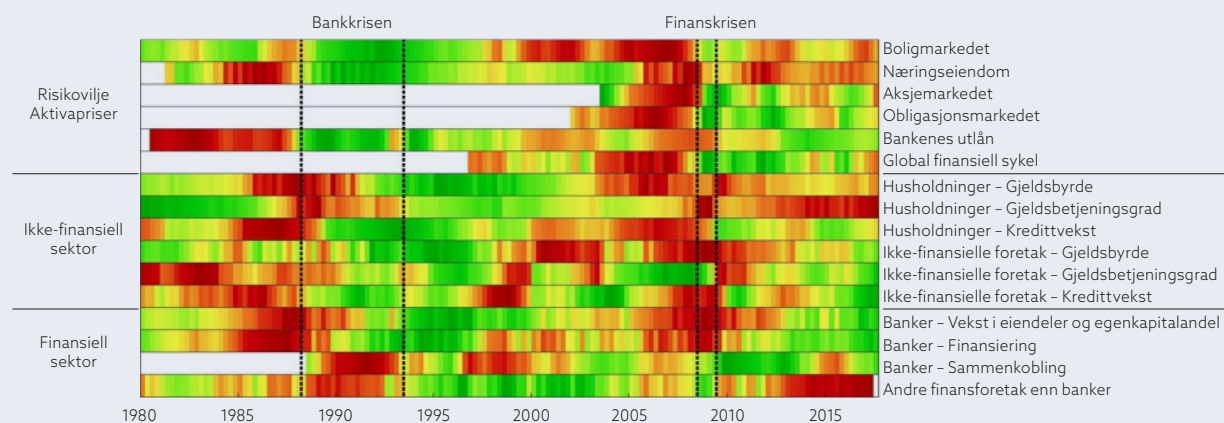
## TEMPERATURKART FOR OVERVÅKING AV SYSTEMRISIKO

Norges Bank har utviklet et temperaturkart som hjelpemiddel for å vurdere systemrisikoen i det norske finansielle systemet. Temperaturkartet følger utviklingen i et bredt sett av indikatorer innenfor tre hovedområder: risikovilje og aktivpriser, sårbarheter i ikke-finansiell sektor (husholdninger og foretak) og sårbarheter i finansiell sektor.<sup>1</sup>

Utviklingen i hver enkelt indikator vises med en fargekode hvor grønn (rød) farge innebærer lave (høye) nivåer av sårbarhet. Slik gir temperaturkartet et visuelt bilde av sårbarheter i det norske finansielle systemet i dag sammenlignet med historiske episoder. Sammensatte indikatorer er laget ved å ta et gjennomsnitt av individuelle indikatorer. Figur 5.20 viser at mange av indikatorene var høye i forkant av bankkrisen tidlig på 1990-tallet og før finanskrisen i 2008.<sup>2</sup>

- 1 For en detaljert beskrivelse av temperaturkartet og de enkelte indikatorene, se Arbatli, E. C. og R. M. Johansen (2017) «A Heatmap for Monitoring Systemic Risk in Norway», *Staff Memo 10/2017*. Norges Bank.
- 2 Selv om finanskrisen ikke ble utløst av innenlandske forhold, viser temperaturkartet at det finansielle systemet var sårbart før krisen.

Figur 5.20 Sammensatte indikatorer i temperaturkartet 1. kv. 1980–3. kv. 2017



Kilder: BIS, Bloomberg, Dagens Næringsliv, DNB Markets, Eiendom Norge, Eiendomsverdi, Finn.no, Norges Eiendomsmeglerforbund (NEF), OECD, OPAK, Statistisk sentralbyrå, Thomson Reuters og Norges Bank

Temperaturkartet kan gi signaler om hvor i det finansielle systemet eventuelle sårbarheter bygger seg opp. Innenfor risikovilje og aktivapriser gir temperaturkartet en oversikt over utviklingen i bolig-, næringseie-, aksje- og obligasjonsmarkedet, samt den globale finansielle sykkelen. For husholdninger og foretak følger temperaturkartet utviklingen i sårbarheter knyttet til evnen til å betjene gjeld, belåningsgrad og kredittvekst. Innenfor banksystemet fanger temperaturkartet opp sårbarhet knyttet til vekst i eiendeler og lav egenkapitalandel, eksponering mot likviditets- eller finansieringsrisiko og økt sammenkobling. Temperaturkartet inneholder også indikatorer for utviklingen i andre finansforetak enn banker.<sup>3</sup>

Ved å vise et samlet visuelt bilde av utviklingen i sårbarheter gir temperaturkartet informasjon om hvordan indikatorene samvarierer. Empiriske analyser av samvariasjonen viser at høyere risikovilje og aktivapriser historisk har ledet risiko både i ikke-finansiell og i finansiell sektor.<sup>4</sup> Analysene viser også at risiko i husholdninger og foretak henger tett sammen med utviklingen i sårbarhet i finansiell sektor.

Temperaturkartet komplementerer de fire nøkkelindikatorerne for finansielle ubalanser som danner utgangspunktet for vurderingen av den motsykliske kapitalbufferen. De fire nøkkelindikatorerne har historisk vist seg å gi gode signaler for fremtidige kriser og dekker viktige deler av det norske finansielle systemet. Enkelte av nøkkelindikatorerne er derfor med i temperaturkartet. Empiriske analyser viser dessuten at det er godt samsvar mellom nøkkelindikatorerne og øvrige indikatorer i temperaturkartet. For eksempel er boligprisgapet og kredittgapet høyt korrelert med indikatorer i kartet som fanger opp kredittvekst i ikke-finansiell sektor, vekst i bankenes eiendeler og bankenes eksponering mot finansieringsrisiko. Boligprisgapet er også høyt korrelert med indikatorer som fanger opp risikovilje og aktivapriser.

Endringer i finansregulering og strukturelle forhold gjør at historiske sammenhenger kan endre seg. Sårbarheter kan oppstå i deler av det finansielle systemet som ikke dekkes så godt i de fire nøkkelindikatorerne. For å være robust mot slike forhold vil overvåking av et bredere sett av indikatorer være nyttig.

3 Omfatter pengemarkedsfond, andre verdipapirfond, finansieringsselskaper, statlige låneinstitutter, forsikringsforetak og pensjonskasser.

4 Jf. fotnote 1. Funnene er i tråd med Aikman, D., M. Kiley, S. J. Lee, M. G. Palumbo og M. Warusawitharana (2017) "Mapping heat in the U.S. financial system". *Journal of Banking & Finance*, 81, side 36–64.

## MÅLING AV FINANSIELLE UBALANSER OG REFERANSEVERDIER FOR KRAV TIL MOTSYKLISK KAPITALBUFFER<sup>1</sup>

Norges Banks vurdering av finansielle ubalanser tar utgangspunkt i forholdet mellom kreditt og BNP samt utviklingen i eiendomspriser og hvor stor del av sin finansiering bankene henter i finansmarkedene.

Den samlede gjelden til husholdninger og foretak har lenge steget raskere enn BNP i fastlandsøkonomien, se figur 5.2. Det siste året har samlet kreditt fortsatt å vokse raskere enn verdiskapingen, men avviket mellom samlet kreditt som andel av BNP og beregnet trend har avtatt marginalt fra i fjor, se figur 5.21.<sup>2</sup> Det skyldes at foretakenes utenlandsgjeld har vokst mindre enn den beregnede trenden det siste året, se figur 5.3. Foretakenes innenlandske gjeld og husholdningenes gjeld som andel av BNP har tiltatt mer enn trenden det siste året.

Baselkomiteen for banktilsyn har foreslått en enkel regel for beregning av en referanseverdi for den mot-sykliske kapitalbufferen med utgangspunkt i forholdet mellom kreditt og BNP.<sup>3</sup> Referanseverdien for bufferkravet blir 0,5 prosent i tredje kvartal 2017 når trenden er beregnet med et ensidig HP-filter utvidet med en enkel prognose, se figur 5.22. Når trenden er beregnet med et ensidig HP-filter blir referanseverdien fortsatt 0 prosent.

Boligpriser som andel av disponibel inntekt falt fra andre til tredje kvartal i år, etter å ha steget betydelig gjennom fjoråret og frem til starten av året, se figur 5.10. Avviket fra beregnede trender har avtatt videre fra andre til tredje kvartal, og er nå negativt og lavere enn på samme tid i fjor, se figur 5.23. Realprisene på næringsseiendom har steget betydelig de siste årene og avvik mot beregnede trender har økt, se figur 5.15 og 5.24. Siste nye observasjon for indikatoren for næringsseiendom er fjerde kvartal 2016. Markedsfinansieringsandelen i bankene har vært stabil over lengre tid, men har gått litt ned de siste par årene. I tredje kvartal var andelen om lag uendret, og avviket til beregnede trender avtok litt, se figur 5.25 og 5.26.

Norges Bank har utviklet modeller for å varsle finansielle kriser basert på indikatorene for utviklingen i kreditt og eiendomspriser.<sup>4</sup> Det blå feltet i figur 5.27 viser estimerte krisesannsynligheter basert på et stort antall kombinasjoner av forklaringsvariabler og trenderberegningmetoder. Figuren viser at de estimerte sannsynlighetene for krise er redusert siden finanskrisen, og spredningen mellom anslagene fra de ulike modellene har avtatt fra tidligere i år.

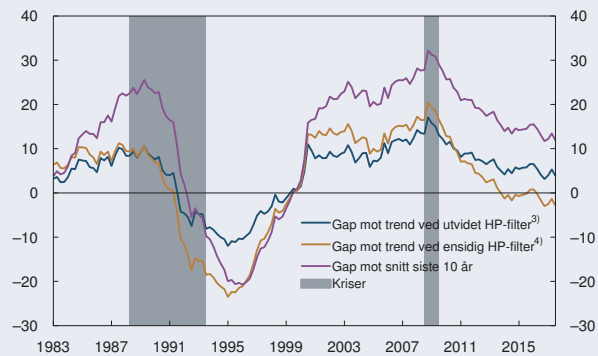
1 Se også Norges Bank (2013) «Kriterier for en god motsyklisk kapitalbuffer», *Norges Bank Memo* 1/2013.

2 Det er stor usikkerhet knyttet til beregningen av trendene. Norges Bank har så langt benyttet tre ulike beregningmetoder for trendene, se side 30 i *Pengepolitisk rapport* 2/13.

3 Se Bank for International Settlements (2010) *Guidance for national authorities operating the countercyclical capital buffer*.

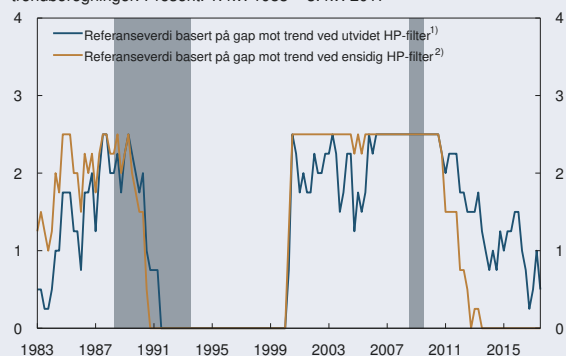
4 Se ramme på side 40 i *Pengepolitisk rapport* 3/14 og Anundsen A., K. Gerdrup, F. Hansen og K. Kragh-Sørensen (2014) «Bubbles and crises: The role of house prices and credit», *Norges Bank Working Paper* 14/2014.

Figur 5.21 Kredittgap. Samlet kreditt for Fastlands-Norge<sup>1)</sup> som andel av BNP for Fastlands-Norge. Avvik fra beregnede trender<sup>2)</sup> Prosentenheter. 1. kv. 1983 – 3. kv. 2017



1) Summen av K2 husholdninger og K3 ikke-finansielle foretak i Fastlands-Norge (alle ikke-finansielle foretak før 1995). K3 ikke-finansielle foretak inneholder K2 ikke-finansielle foretak og utenlandsgjeld i Fastlands-Norge.  
2) Trendene er beregnet basert på data fra 4. kv. 1975.  
3) Ensidig Hodrick Prescott-filter beregnet på data utvidet med en enkel prognose. Lambda = 400 000.  
4) Ensidig Hodrick Prescott-filter. Lambda = 400 000.  
Kilder: IMF, Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

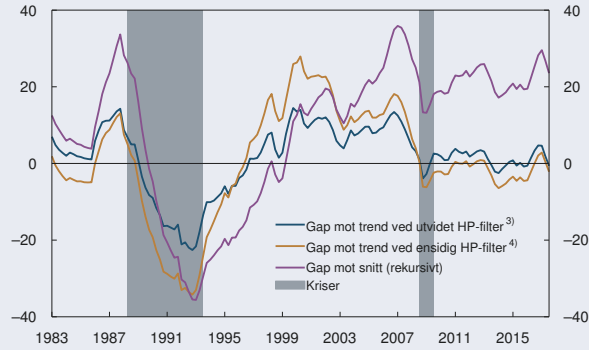
Figur 5.22 Referanseverdier for den motsykliske kapitalbufferen ved ulike trenderberegninger. Prosent. 1. kv. 1983 – 3. kv. 2017



1) Ensidig Hodrick Prescott-filter beregnet på data utvidet med en enkel prognose. Lambda = 400 000.  
2) Ensidig Hodrick Prescott-filter. Lambda = 400 000.  
Kilder: IMF, Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

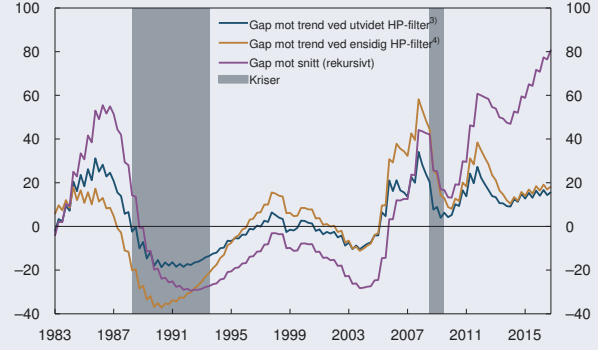


Figur 5.23 Boligprisgap. Boligpriser i forhold til disponibel inntekt<sup>1)</sup> som avvik fra beregnede trender.<sup>2)</sup> Prosent. 1. kv. 1983 – 3. kv. 2017



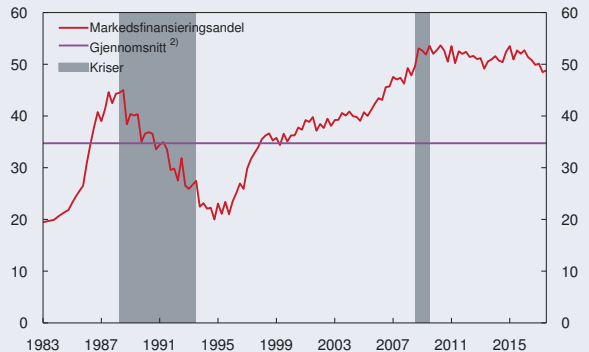
1) Disponibel inntekt er korrigert for anslått reinvestert aksjeutbytte i 2003 – 2005 og nedsettelse av egenkapital i 1. kv. 2006 – 3. kv. 2012. For 1. kv. 2015 – 3. kv. 2017 benyttes veksten i disponibel inntekt uten aksjeutbytte.  
 2) Trendene er beregnet basert på data fra 4. kv. 1978.  
 3) Ensidig Hodrick Prescott-filter beregnet på data utvidet med en enkel prognose. Lambda = 400 000.  
 4) Ensidig Hodrick Prescott-filter. Lambda = 400 000.  
 Kilder: Eiendom Norge, Eiendomsverdi, Finn.no, Norges Eiendomsmeglerforbund (NEF), Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 5.24 Næringseiendomsprisgap. Realpriser på næringseiendom<sup>1)</sup> som avvik fra beregnede trender.<sup>2)</sup> Prosent. 1. kv. 1983 – 4. kv. 2016



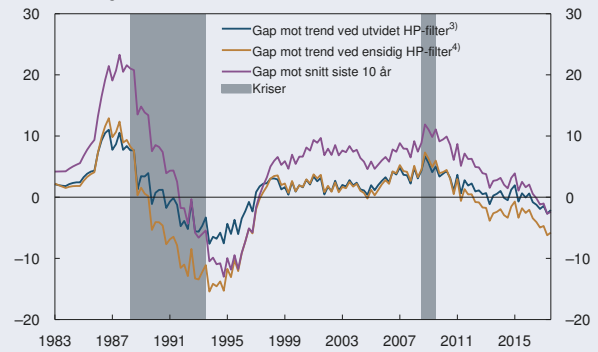
1) Beregnede salgspriser på kontorlokaler av høy standard, sentralt i Oslo deflateret med BNP-deflatoren for Fastlands-Norge.  
 2) Trendene er beregnet basert på data fra 2. kv. 1981.  
 3) Ensidig Hodrick Prescott-filter beregnet på data utvidet med en enkel prognose. Lambda = 400 000.  
 4) Ensidig Hodrick Prescott-filter. Lambda = 400 000.  
 Kilder: Dagens Næringsliv, OPAK, Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 5.25 Bankenes<sup>1)</sup> markedsfinansieringsandel. Prosent. 1. kv. 1983 – 3. kv. 2017



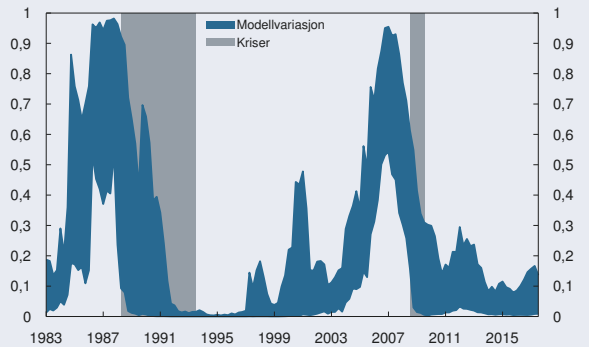
1) Alle banker og OMF-kredittforetak i Norge med unntak av filialer og datterbanker av utenlandske banker.  
 2) Basert på data fra 4. kv. 1975.  
 Kilde: Norges Bank

Figur 5.26 Markedsfinansieringsgap. Bankenes<sup>1)</sup> markedsfinansieringsandel som avvik fra beregnede trender.<sup>2)</sup> Prosentenheter. 1. kv. 1983 – 3. kv. 2017



1) Alle banker og OMF-kredittforetak i Norge med unntak av filialer og datterbanker av utenlandske banker.  
 2) Trendene er beregnet basert på data fra 4. kv. 1975.  
 3) Ensidig Hodrick Prescott-filter beregnet på data utvidet med en enkel prognose. Lambda = 400 000.  
 4) Ensidig Hodrick Prescott-filter. Lambda = 400 000.  
 Kilde: Norges Bank

Figur 5.27 Estimerte krisesannsynligheter fra ulike modellspesifikasjoner. 1. kv. 1983 – 3. kv. 2017



Kilde: Norges Bank

## KRITERIER FOR EN GOD MOTSYKLISK KAPITALBUFFER<sup>1</sup>

Kravet til den motsykliske bufferen bør oppfylle følgende kriterier:

- 1. Bankene bør bli mer robuste i gode tider**
- 2. Bufferkravet bør ses i lys av andre krav til bankene**
- 3. Tilbakeslag i det finansielle systemet bør lindres**

Kravet til den motsykliske kapitalbufferen bør økes når finansielle ubalanser bygger seg opp eller har bygd seg opp. Det vil gjøre bankene mer solide i en kommende lavkonjunktur og styrke det finansielle systemet. En motsyklisk kapitalbuffer vil dessuten kunne bidra til å dempe høy kredittvekst og redusere risikoen for at finansielle ubalanser utløser eller forsterker et tilbakeslag i økonomien.

Erfaringer fra tidligere finansielle kriser i Norge og andre land viser at både bankene og låntakerne ofte tar stor risiko i perioder med sterk kredittvekst. I en høykonjunktur kan kreditt som stiger raskere enn verdiskapingen, gi signaler om oppbygging av ubalanser. Stigende eiendomspriser går gjerne sammen med tiltakende gjeldsvekst. Når banker vokser raskt og finansierer nye utlån direkte i finansmarkedet, kan systemrisikoen øke.

Råd fra Norges Bank om å øke det motsykliske bufferkravet vil som en hovedregel ta utgangspunkt i fire nøkkelindikatorer: i) Samlet kreditt (K2 husholdninger og K3 ikke-finansielle foretak for Fastlands-Norge) som andel av BNP for Fastlands-Norge, ii) boligpriser i forhold til husholdningenes disponible inntekt, iii) realpriser på næringseiendom og iv) andel markedsfinansiering i norske kredittinstitusjoner.<sup>2</sup> De fire indikatorene har historisk steget i forkant av perioder med finansiell ustabilitet.

Som grunnlag for rådet vil Norges Bank analysere utviklingen i nøkkelindikatorerne og sammenligne nå-situasjonen med historiske trender, se ramme på side 56. Norges Banks råd vil også bygge på anbefalinger fra Det europeiske systemrisikorådet (ESRB). Ifølge EUs kapitalkravdirektiv skal nasjonale myndigheter beregne en veiledende referanseverdi («bufferguide») for den motsykliske kapitalbufferen hvert kvartal.

Det vil ikke være en mekanisk sammenheng mellom utviklingen i indikatorene, gapene eller anbefalinger fra ESRB<sup>3</sup> og Norges Banks råd om den motsykliske bufferen. Rådet vil bygge på bankens faglige skjønn, hvor også andre forhold vil trekkes inn i vurderingen. Øvrige krav til bankene vil være en del av vurderingen, særlig når nye krav introduseres.

Den motsykliske kapitalbufferen er ikke et virkemiddel for å finstyre økonomien. Bufferkravet bør ikke uten videre trappes ned, selv om det er tegn til at finansielle ubalanser avtar. I lange perioder med lave utlånstap og vekst i formuespriser og kreditt vil det normale være at bankene holder en motsyklisk buffer.

Ved tilbakeslag i økonomien og store utlånstap i bankene kan bufferkravet settes ned. Virker bufferen etter hensikten, vil bankene stramme mindre inn på sine utlån i nedgangstider enn de ellers ville gjort. Det vil kunne motvirke at bankenes kredittpraksis forsterker tilbakeslaget. Bufferkravet skal ikke reduseres for å avhjelpe problemer som er isolert til enkeltbanker.

Nøkkelindikatorerne er lite egnet til å gi signaler om når bufferkravet skal senkes. Annen informasjon, som uro i markedene og utsikter til utlånstap i bankene, vil da være mer relevant.

<sup>1</sup> Se også Norges Bank (2013) «Kriterier for en god motsyklisk kapitalbuffer». *Norges Bank Memo* 1/2013.

<sup>2</sup> Etter hvert som vi vinner ny innsikt og høster nye erfaringer, kan utvalget av nøkkelindikatorer videreutvikles.

<sup>3</sup> Se ESRB (2014) «Recommendation on guidance for setting countercyclical buffer rates». ESRB, 18. juli.

# Vedlegg

---

**Oversikt over rentemøter i Norges Bank**

**Tabeller og detaljerte anslag**

---

## Oversikt over rentemøter i Norges Bank

Dato <sup>1</sup>	Styringsrente <sup>2</sup>	Endring
14. mars 2018		
24. januar 2018		
<b>13. desember 2017</b>	<b>0,50</b>	<b>0</b>
25. oktober 2017	0,50	0
20. september 2017	0,50	0
21. juni 2017	0,50	0
3. mai 2017	0,50	0
14. mars 2017 <sup>3</sup>	0,50	0
14. desember 2016	0,50	0
26. oktober 2016	0,50	0
21. september 2016	0,50	0
22. juni 2016	0,50	0
11. mai 2016	0,50	0
16. mars 2016	0,50	-0,25
16. desember 2015	0,75	0
4. november 2015	0,75	0
23. september 2015	0,75	-0,25
17. juni 2015	1,00	-0,25
6. mai 2015	1,25	0
18. mars 2015	1,25	0
10. desember 2014	1,25	-0,25
22. oktober 2014	1,50	0
17. september 2014	1,50	0
18. juni 2014	1,50	0
7. mai 2014	1,50	0
26. mars 2014	1,50	0
4. desember 2013	1,50	0
23. oktober 2013	1,50	0
18. september 2013	1,50	0
19. juni 2013	1,50	0
8. mai 2013	1,50	0
13. mars 2013	1,50	0
19. desember 2012	1,50	0
31. oktober 2012	1,50	0
29. august 2012	1,50	0
20. juni 2012	1,50	0
10. mai 2012	1,50	0
14. mars 2012	1,50	-0,25
14. desember 2011	1,75	-0,50

1 Fra og med rentemøtet 13. mars 2013 har rentebeslutningen blitt publisert dagen etter rentemøtet.

2 Styringsrenten er renten på bankenes innskudd i Norges Bank. Styringsrenten danner et gulv for rentene i pengemarkedet. Ved å styre bankenes tilgang til likviditet sørger sentralbanken for at rentene i den kortsiktige delen av pengemarkedet normalt ligger like over styringsrenten.

3 Pengepolitisk rapport 1/17 ble publisert 16. mars 2017, to dager etter rentemøtet.

**Tabell 1** Anslag på BNP-vekst i utlandet

Endring fra anslag i Pengepolitisk rapport 3/17 i parentes	Andel av verdens BNP <sup>1</sup>			Prosentvis vekst fra foregående år				
	PPP	Markeds- kurser	Handels- partnere <sup>4</sup>	2016	2017	2018	2019	2020
USA	15	23	9	1,5 (0)	2,2 (0,1)	2,4 (0,2)	2,2 (0,1)	2 (0)
Euroområdet	12	17	32	1,8 (0)	2,4 (0,3)	2 (0,3)	1,7 (0,1)	1,6 (0,1)
Storbritannia	2	4	10	1,8 (0)	1,6 (0)	1,5 (0)	1,6 (0)	1,6 (0)
Sverige	0,4	0,7	11	3 (-0,1)	2,7 (-0,5)	2,7 (0,2)	2,1 (0)	2,1 (0)
Øvrige industriland <sup>2</sup>	7	10	20	2 (0,1)	2,4 (0,2)	2,1 (0)	2,1 (0)	2 (0)
Kina	18	14	6	6,7 (0)	6,8 (0,2)	6,2 (0,2)	5,8 (0,1)	5,8 (0,1)
Øvrige fremvoksende økonomier <sup>3</sup>	19	12	12	2 (0)	3,6 (0)	3,8 (-0,1)	4 (0)	4 (0)
Norges handelspartnere <sup>4</sup>	73	78	100	2,3 (0)	2,8 (0,1)	2,5 (0,1)	2,4 (0,1)	2,3 (0,1)
Verden (PPP) <sup>5</sup>	100	100		3,2 (0)	3,6 (0)	3,7 (0,1)	3,7 (0,1)	3,7 (0,1)
Verden (markedskurser) <sup>5</sup>	100	100		2,4 (0)	3,1 (0,1)	3,1 (0,1)	3 (0,1)	2,9 (0)

1 Landenes andel av global produksjon målt i felles valuta. Gjennomsnitt 2013-2015.

2 Øvrige industriland i handelspartneraggregatet: Danmark, Sveits, Japan, Sør-Korea og Singapore. Eksportvekter.

3 Fremvoksende økonomier i handelspartneraggregatet utenom Kina: Brasil, India, Indonesia, Russland, Tyrkia, Polen og Thailand. Aggregatet er sammensatt med BNP-vekter (markedskurser), for å reflektere landenes betydning for global vekst.

4 Eksportvekter, 25 viktige handelspartnere.

5 BNP-vekter, tre års glidende gjennomsnitt. Norges Banks vekstanslag for 25 handelspartnere, øvrige anslag fra IMF.

Kilder: IMF, Thomson Reuters og Norges Bank

**Tabell 2** Anslag på konsumpriser i utlandet

Endring fra anslag i Pengepolitisk rapport 3/17 i parentes	Handels- partnere <sup>4</sup>	Handels- partnere i rente- aggregatet <sup>5</sup>	Prosentvis vekst fra foregående år				
			2016	2017	2018	2019	2020
USA	7	20	1,3 (0)	2,2 (0,2)	2,2 (0)	2,3 (0)	2,3 (0)
Euroområdet	34	54	0,2 (0)	1,5 (-0,1)	1,4 (0,1)	1,5 (0)	1,6 (0)
Storbritannia	8	5	0,7 (0)	2,7 (0,1)	2,6 (0,1)	2,3 (0)	2,1 (-0,1)
Sverige <sup>1</sup>	15	12	1,4 (0,4)	1,9 (0,1)	1,9 (-0,3)	2,1 (-0,8)	2 (-0,9)
Øvrige industriland <sup>2</sup>	15		0,2 (-0,1)	1,1 (0)	1,3 (0)	1,7 (0)	1,8 (0)
Kina	12		2 (0)	1,6 (-0,3)	2,2 (0)	2,4 (-0,3)	2,7 (0)
Øvrige fremvoksende økonomier <sup>3</sup>	10		6 (0)	3,9 (-0,2)	4,3 (-0,2)	4,4 (-0,4)	4,4 (-0,3)
Norges handelspartnere <sup>4</sup>	100		1,2 (0,1)	1,9 (0)	2 (0)	2,1 (-0,1)	2,1 (-0,2)
Handelspartnere i renteaggregatet <sup>5</sup>			0,6 (0)	1,8 (0)	1,7 (0)	1,8 (-0,1)	1,9 (-0,1)

1 For Sverige går vi over fra å gi anslag på konsumpriser med rentekostnader til konsumpriser uten rentekostnader (KPIF). Dette reduserer anslagene i årene fremover.

2 Øvrige industriland i handelspartneraggregatet: Danmark, Sveits, Japan, Sør-Korea og Singapore. Importvekter.

3 Fremvoksende økonomier i handelspartneraggregatet utenom Kina: Brasil, India, Indonesia, Russland, Tyrkia, Polen og Thailand. BNP-vekter (markedskurser).

4 Importvekter, 25 viktige handelspartnere.

5 I Norges Banks aggregat for handelspartnernes renter inngår: Euroområdet, Sverige, Storbritannia, USA, Canada, Polen og Japan. Importvekter. Se Norges Bank Memo 2/2015: «Beregning av aggregatet for handelspartnernes renter» for mer informasjon.

Kilder: IMF, Thomson Reuters og Norges Bank

**Tabell 3a** BNP for Fastlands-Norge. Kvartalsvekst. Sesongjustert. Prosent

	2. kv	2017 3. kv	4. kv	2018 1.kv.
Faktisk	0,6	0,6		
Anslag i PPR 3/17		0,6	0,6	
Anslag i PPR 4/17			0,6	0,6

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

**Tabell 3b** Registert ledighet (rate). Prosent av arbeidsstyrken. Sesongjustert

	sept	2017			jan	2018	
		okt	nov	des	feb	mars	
Faktisk	2,6	2,5	2,5				
Anslag i PPR 3/17	2,6	2,6	2,6	2,6			
Anslag i PPR 4/17				2,5	2,4	2,4	2,4

Kilder: NAV og Norges Bank

**Tabell 3c** AKU-ledighet (rate). Prosent av arbeidsstyrken. Sesongjustert

	jul	aug	2017		nov	des	2018	
			sept	okt			jan	
Faktisk	4,1	4,1	4,0					
Anslag i PPR 3/17	4,2	4,2	4,2	4,2				
Anslag i PPR 4/17					3,9	3,8	3,8	3,8

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

**Tabell 3d** Konsumpriser. Tolvmånedersvekst. Prosent

	sept	2017			jan	2018	
		okt	nov	des	feb	mars	
<b>Konsumprisindeksen (KPI)</b>							
Faktisk	1,6	1,2	1,1				
Anslag i PPR 3/17	2,1	1,5	1,4	1,5			
Anslag i PPR 4/17				1,7	1,7	2,1	1,9
<b>KPI-JAE<sup>1</sup></b>							
Faktisk	1,0	1,1	1,0				
Anslag i PPR 3/17	1,2	1,1	1,3	1,3			
Anslag i PPR 4/17				1,3	1,4	1,7	1,6
<b>IMPORTERTE VARER I KPI-JAE<sup>1</sup></b>							
Faktisk	0,2	-0,2	0,5				
Anslag i PPR 3/17	0,1	-0,1	0,3	0,1			
Anslag i PPR 4/17				0,3	0,7	1,1	1,0
<b>NORSKPRODUSERTE VARER OG TJENESTER I KPI-JAE<sup>1,2</sup></b>							
Faktisk	1,4	1,6	1,2				
Anslag i PPR 3/17	1,7	1,7	1,7	1,9			
Anslag i PPR 4/17				1,8	1,7	1,9	1,9

1 KPI justert for avgiftsendringer og uten energivarer.

2 Aggregatet «norskproduserte varer og tjenester i KPI-JAE» er beregnet av Norges Bank.

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

**Tabell 4** Anslag på makroøkonomiske hovedstørrelser

Endring fra anslag i Pengepolitisk rapport 3/17 i parentes	Milliarder kroner	Prosentvis endring fra foregående år (der ikke annet fremgår) Anslag				
		2016	2017	2018	2019	2020
<b>Priser og lønninger</b>						
Konsumprisindeksen (KPI)		3,6 (0)	1,9 (0)	1,9 (0,6)	1,8 (0,3)	2,1 (0,4)
KPI-JAE <sup>1</sup>		3,0 (0)	1,4 (0)	1,7 (0,2)	1,9 (0,4)	2,1 (0,4)
Årslønn <sup>2</sup>		1,7 (0)	2,4 (0)	2,9 (0,1)	3,6 (0,3)	4,0 (0,3)
<b>Realøkonomi</b>						
Bruttonasjonalprodukt (BNP)	3117	1,1 (0)	1,9 (0,4)	0,9 (-0,2)	1,5 (0,1)	2,1 (-0,2)
BNP for Fastlands-Norge	2717	1,0 (0)	1,9 (-0,1)	2,3 (0,3)	2,2 (0,2)	1,9 (-0,2)
Produksjonsgap for Fastlands-Norge (nivå) <sup>3</sup>		-1,5 (0,1)	-0,9 (0,2)	-0,4 (0,4)	0,2 (0,5)	0,5 (0,2)
Sysselsetting, personer, KNR		0,3 (0,1)	1,0 (0,1)	1,0 (0)	1,0 (0,1)	0,8 (-0,1)
Arbeidsstyrke, AKU <sup>4</sup>		0,3 (0)	-0,5 (-0,2)	0,9 (-0,2)	1,3 (0,3)	0,8 (0)
AKU-ledighet (rate, nivå)		4,7 (0)	4,2 (-0,1)	3,7 (-0,2)	3,4 (-0,3)	3,3 (-0,2)
Registrert ledighet (rate, nivå)		3,0 (0)	2,7 (0)	2,4 (-0,1)	2,4 (-0,1)	2,3 (-0,1)
<b>Etterspørsel</b>						
Etterspørsel fra Fastlands-Norge <sup>5</sup>	2764	2,6 (0)	3,0 (0)	2,2 (-0,3)	1,7 (-0,2)	1,6 (-0,1)
- Husholdningenes konsum <sup>6</sup>	1419	1,5 (0)	2,4 (-0,3)	2,3 (-0,4)	2,2 (0)	2,2 (0,2)
- Foretaksinvesteringer	238	4,1 (0)	6,0 (2,1)	6,2 (-0,7)	3,0 (-2,4)	0,9 (-1,5)
- Boliginvesteringer	185	9,0 (0)	9,7 (-0,1)	0,0 (0,2)	-3,0 (-1,6)	-0,5 (-1,8)
- Offentlig etterspørsel <sup>7</sup>	922	2,8 (0)	1,9 (-0,1)	1,5 (-0,1)	1,5 (0,3)	1,4 (0,3)
Petroleumsinvesteringer <sup>8</sup>	165	-16,9 (0)	-2,0 (-1,0)	6,0 (4,7)	6,0 (-1,0)	3,0 (-1,1)
Eksport fra Fastlands-Norge <sup>9</sup>	590	-7,3 (0)	0,8 (0,6)	4,7 (1,0)	4,7 (0,9)	3,4 (0)
Import	1037	2,3 (1,5)	1,7 (-2,6)	2,9 (2,5)	2,3 (0,2)	2,3 (-0,1)
<b>Boligpriser og gjeld</b>						
Boligpriser		8,3 (0)	5,7 (-0,3)	-1,6 (-1,2)	2,9 (-0,1)	4,2 (0,5)
Kreditt til husholdningene (K2) <sup>10</sup>		6,3 (0)	6,3 (-0,4)	5,9 (-0,3)	5,8 (-0,3)	5,7 (-0,1)
<b>Rente og valutakurs (nivå)</b>						
Styringsrente <sup>11</sup>		0,6 (0)	0,5 (0)	0,5 (0)	0,9 (0,2)	1,4 (0,2)
Importveid valutakurs (I-44) <sup>12</sup>		105,3 (0)	104,5 (0,7)	104,4 (2,0)	102,1 (1,6)	101,1 (1,0)
Pengemarkedsrente hos handelspartnere <sup>13</sup>		0,1 (0)	0,1 (0)	0,3 (0)	0,5 (0)	0,8 (0)
<b>Oljepris</b>						
Oljepris Brent Blend. USD per fat <sup>14</sup>		44 (0)	54 (2)	61 (6)	59 (4)	57 (2)

1 KPI justert for avgiftsendringer og uten energivarer.

2 Årslønnsveksten er basert på TBUs definisjoner og beregninger. Tall for 2016 er fra kvartalsvis nasjonalregnskap.

3 Produksjonsgapet måler den prosentvise forskjellen mellom BNP for Fastlands-Norge og anslått potensielt BNP for Fastlands-Norge.

4 Arbeidskraftundersøkelsen.

5 Husholdningenes konsum og private brutto realinvesteringer i Fastlands-Norge og offentlig etterspørsel.

6 Inkluderer konsum i ideelle organisasjoner.

7 Offentlig konsum og bruttoinvesteringer.

8 Utvinning og rørtransport.

9 Tradisjonelle varer, reisetrafikk, petroleumstjenester og annen tjenesteeksport fra Fastlands-Norge.

10 Metode for beregning av kredittvekst er endret siden PPR 3/17. Endring fra forrige rapport avviker derfor fra tabell 4 i PPR 3/17. Kredittveksten er nå beregnet som firekvarteralsveksten ved utgangen av året.

11 Styringsrenten er renten på bankenes innskudd i Norges Bank.

12 Vektene er beregnet på grunnlag av import fra 44 land, som dekker 97 prosent av total import. Høyere verdi betyr svakere valutakurs.

13 Basert på tremåneders pengemarkedsrenter og renteswapper.

14 Spotpris 2016, mens 2017 er beregnet som gjennomsnittet av spotprisene så langt i år og terminprisene for resten av året. Terminpriser for 2018-2020. Terminprisene er beregnet som gjennomsnittet for perioden 4.-8. desember 2017.

NORGES BANK  
Bankplassen 2, Postboks 1179 Sentrum, 0107 Oslo  
[www.norges-bank.no](http://www.norges-bank.no)

Pengepolitisk rapport 4|17 – desember

