



NORGES BANK

4 | 18

DESEMBER

**PENGEPOLITISK
RAPPORT**
MED VURDERING AV FINANSIELL STABILITET

Norges Bank

Oslo 2018

Adresse: Bankplassen 2
Post: Postboks 1179 Sentrum, 0107 Oslo
Telefon: 22316000
Telefaks: 22413105
E-post: 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 5. desember 2018 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 12. desember 2018 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.

Innhold

HOVEDSTYRETS VURDERING	5
DEL 1: PENGEPOLITIKKEN	7
1 HOVEDBILDET	7
1.1 Utvikling og utsikter ute	8
1.2 Den økonomiske situasjonen i Norge	8
1.3 Pengepolitikk og prognoser	9
2 INTERNASJONAL ØKONOMI	12
2.1 Vekst, priser og renter	12
2.2 Land og regioner	14
<i>Britenes veier ut av EU</i>	18
3 NORSK ØKONOMI	20
3.1 Produksjon og etterspørsel	20
3.2 Arbeidsmarked og produksjonsgap	25
3.3 Kostnader og priser	28
<i>Finansielle forhold</i>	33
<i>Økende netthandel</i>	38
<i>Kapasitetsutnyttning og knapphet på arbeidskraft</i>	40
4 PENGEPOLITISK ANALYSE	42
4.1 Mål og tilbakeblikk	42
4.2 Ny informasjon og nye vurderinger	43
<i>Ny tallfesting av NEMO</i>	48
DEL 2: FINANSIELL STABILITET	49
5 VURDERING AV FINANSIELL STABILITET - BESLUTNINGSGRUNNLAG FOR MOTSYKLISK KAPITALBUFFER	49
5.1 Finansiell stabilitet internasjonalt	49
5.2 Kreditt	50
5.3 Eiendomspriser	51
5.4 Bankene	54
<i>Kredittindikatoren og utenlandsgjelden</i>	56
<i>Boligbygging og husholdningsvekst</i>	58
VEDLEGG	65
Oversikt over rentemøter i Norges Bank	66
Tabeller og detaljerte anslag	67

Rapporten er basert på informasjon frem til og med 7. desember 2018.

I tillegg er informasjon om konsumprisindeksen som ble publisert 10. desember, innarbeidet i rapporten.

PENGEPOLITIKKEN I NORGE

MÅL

Pengepolitikken skal opprettholde en stabil pengeverdi gjennom lav og stabil inflasjon. Det operative målet for pengepolitikken skal være en årsvekst i konsumprisene som over tid er nær 2 prosent. Inflasjonsstyringen skal være fremoverskuende og fleksibel, slik at den kan bidra til høy og stabil produksjon og sysselsetting samt til å motvirke oppbygging av finansielle ubalanser.

GJENNOMFØRING

Norges Bank setter renten med sikte på å stabilisere inflasjonen rundt målet på mellomlang sikt. Den aktuelle horisonten vil avhenge av forstyrrelsene økonomien er utsatt for og hvordan de påvirker utsiktene for inflasjonen og realøkonomien. I gjennomføringen av pengepolitikken vil Norges Bank se hen til indikatorer for den underliggende konsumprisveksten.

BESLUTNINGSPROSESS

Styringsrenten fastsettes av Norges Banks hovedstyre. Vedtak om renten vil normalt bli truffet i hovedstyrets rentemøter. Hovedstyret har 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 styringsrenten fattes dagen før rapporten offentliggjøres.

RAPPORTERING

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

MOTSYKLISK KAPITALBUFFER

Formålet med den motsykliske kapitalbufferen er å gjøre bankene mer solide 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.

Hovedstyrets vurdering

Norges Banks hovedstyre har besluttet å holde styringsrenten uendret på 0,75 prosent. Slik hovedstyret nå vurderer utsiktene og risikobildet, vil styringsrenten mest sannsynlig bli satt opp i mars 2019.

Hos Norges handelspartnere har det vært solid oppgang de siste årene. Arbeidsledigheten har falt, og lønnsveksten har begynt å stige. Det ser ut til at den økonomiske veksten nå er i ferd med å avta. Siden forrige rapport har aktivitetsindikatorer falt, og det har vært en bred nedgang i internasjonale aksjemarkeder. Anslagene for veksten fremover er justert noe ned. Markedsprisingen indikerer en svært gradvis renteoppgang internasjonalt, og styringsrenteforventningene har falt siden september.

I norsk økonomi har det vært god vekst siden høsten 2016, og arbeidsmarkedet har bedret seg. Oppgangen internasjonalt, høyere oljepris og lave renter har bidratt til å løfte veksten. Det er utsikter til at oppgangen i norsk økonomi fortsetter, men etter hvert vil trolig avtakende vekst ute og en utflating i investeringene på norsk sokkel bidra til å dempe veksten.

Veksten i fastlandsøkonomien avtok i tredje kvartal og var lavere enn ventet. Mye av nedgangen skyldes et fall i jordbruksproduksjonen etter den tørre sommeren. Siden forrige rapport har arbeidsmarkedet utviklet seg om lag som anslått. Det har vært høy vekst i både sysselsettingen og arbeidsstyrken. Oljeprisen har falt de siste månedene. Også prisene på leveranser frem i tid er lavere enn lagt til grunn i forrige rapport. En lavere oljepris reduserer lønnsomheten i oljenæringen, men det er fortsatt utsikter til høy vekst i investeringene på norsk sokkel i året som kommer.

Veksten i konsumprisene har steget det siste året. En betydelig økning i elektrisitetsprisene har bidratt til oppgangen. Også den underliggende inflasjonen har økt, blant annet drevet av en oppgang i lønnsveksten. Tilstrammingen i arbeidsmarkedet tilsier at lønnsveksten vil tilta videre.

Prisveksten har økt og vært høyere enn anslått i forrige rapport. I november var tolv månedersveksten i konsumprisindeksen (KPI) 3,5 prosent. Justert for avgiftsendringer og uten energivarer var prisveksten (KPI-JAE) 2,2 prosent. Kronekursen har svekket seg og er svakere enn ventet. Det vil bidra til å holde prisveksten oppe den nærmeste tiden. På den annen side ser det ut til at lønnsveksten i år har vært litt lavere enn lagt til grunn i forrige rapport. Fallet i oljeprisen tilsier at lønnsveksten også fremover kan bli noe lavere enn tidligere anslått.

Vedvarende høy gjeldsvekst har økt husholdningenes sårbarhet. Husholdningenes gjeldsvekst har avtatt noe de siste årene, men den er fortsatt høyere enn veksten i disponible inntekter. De siste månedene har boligprisene falt litt.

I drøftingen av risikobildet var hovedstyret særlig opptatt av utsiktene internasjonalt. Gjennom 2018 har økt proteksjonisme og politisk usikkerhet svekket vekstutsiktene. Vedvarende handelskonflikter og uro rundt politiske prosesser i Europa kan dempe veksten hos handelspartnerne mer enn anslått. Uroen i finansmarkedene kan tilta dersom Storbritannia forlater EU uten en utredelsesavtale. Vedvarende usikkerhet internasjonalt kan samtidig føre til at kronekursen holder seg svakere enn lagt til grunn.

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

I vurderingen av pengepolitikken legger hovedstyret vekt på at oppgangen i norsk økonomi ser ut til å fortsette. Det er blitt gradvis mindre ledige ressurser i økonomien, og kapasitetsutnyttningen synes nå nær et normalt nivå. Den underliggende prisveksten er nær inflasjonsmålet.

Dersom styringsrenten holdes lenge på dagens nivå, kan priser og lønninger skyte fart og finansielle ubalanser bygge seg opp. Da øker risikoen for et kraftig tilbakeslag frem i tid. Settes renten raskt opp fremover, vil det kunne bremse den økonomiske oppgangen slik at arbeidsledigheten øker og prisveksten blir for lav. Usikkerhet om virkningene av høyere renter taler for å gå varsomt frem i rentesettingen.

Utsiktene og risikobildet tilsier samlet sett en gradvis renteoppgang i årene fremover. Prognosen for styringsrenten er lite endret, men fallet i oljeprisen og svakere vekstutsikter internasjonalt taler for en litt langsommere renteoppgang enn i forrige rapport. Inflasjonen anslås å holde seg nær målet i årene fremover, samtidig som arbeidsledigheten fortsatt er lav. Skulle de økonomiske utsiktene endre seg, vil også prognosen for styringsrenten justeres.

Hovedstyret vedtok å holde styringsrenten uendret på 0,75 prosent. Slik hovedstyret nå vurderer utsiktene og risikobildet, vil styringsrenten mest sannsynlig bli satt opp i mars 2019. Beslutningen var enstemmig.

Øystein Olsen
12. desember 2018

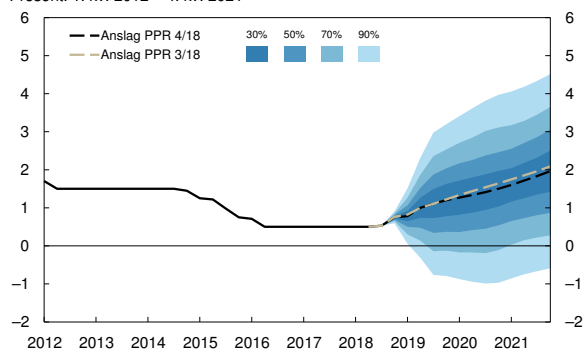
1 Hovedbildet

Oppgangen i norsk økonomi fortsetter. Sysselsettingen stiger, og kapasitetsutnyttningen synes nær et normalt nivå. Inflasjonen har økt det siste året, og den underliggende prisstigningen er nær inflasjonsmålet på 2 prosent.

Styrringsrenten ble holdt uendret på dette rentemøtet, etter å ha blitt hevet fra 0,5 til 0,75 prosent i september. Prognosen for styrringsrenten indikerer at renten settes opp til 1 prosent i mars neste år og deretter heves gradvis, til 2 prosent ved utgangen av 2021. Rentebanen er lite endret det neste året, og tilsier deretter en litt langsommere renteoppgang enn i forrige rapport. Nedjusteringen av renteprognosen skyldes lavere oljepris og litt svakere vekstutsikter ute.

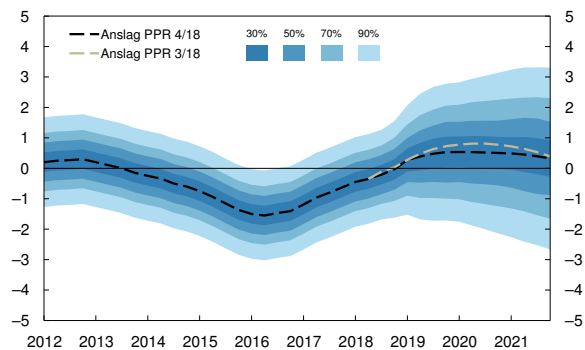
Med en renteutvikling i tråd med prognosen anslås inflasjonen å holde seg nær målet, samtidig som arbeidsledigheten fortsatt er lav. Dersom styrringsrenten holdes lenge på dagens nivå, kan priser og lønninger skyte fart og finansielle ubalanser bygge seg opp. Settes renten derimot raskt opp fremover, vil det kunne bremse den økonomiske oppgangen slik at arbeidsledigheten øker og prisveksten blir for lav.

Figur 1.1a Styrringsrenten med usikkerhetsvifte¹⁾. Prosent. 1. kv. 2012 – 4. kv. 2021²⁾



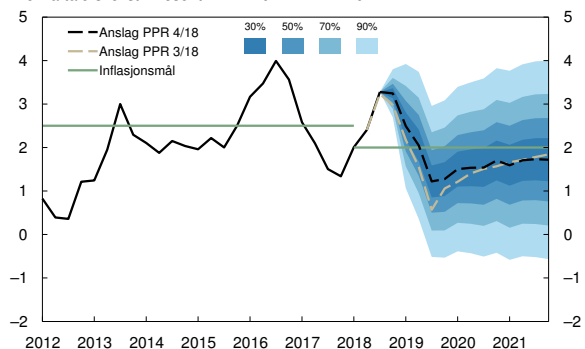
1) Usikkerhetsviften er basert på historiske erfaringer og stokastiske simuleringer fra vår makroøkonomiske hovedmodell, NEMO. Den tar ikke hensyn til at det eksisterer en nedre grense for renten.
2) Anslag for 4. kv. 2018 – 4. kv. 2021.
Kilde: Norges Bank

Figur 1.1b Anslag på produksjonsgapet¹⁾ med usikkerhetsvifte²⁾. Prosent. 1. kv. 2012 – 4. kv. 2021



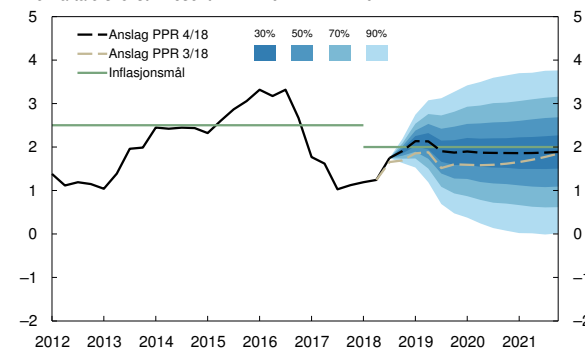
1) Produksjonsgapet måler den prosentvise forskjellen mellom BNP for Fastlands-Norge og anslått potensielt BNP for Fastlands-Norge.
2) Usikkerhetsviften er basert på historiske erfaringer og stokastiske simuleringer fra vår makroøkonomiske hovedmodell, NEMO.
Kilde: Norges Bank

Figur 1.1c Konsumprisindeksen (KPI) med usikkerhetsvifte¹⁾. Firekvartalersvekst. Prosent. 1. kv. 2012 – 4. kv. 2021²⁾



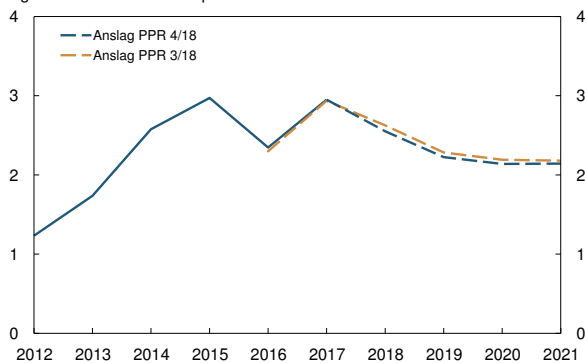
1) Usikkerhetsviften er basert på historiske erfaringer og stokastiske simuleringer fra vår makroøkonomiske hovedmodell, NEMO.
2) Anslag for 4. kv. 2018 – 4. kv. 2021.
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 1.1d KPI-JAE¹⁾ med usikkerhetsvifte²⁾. Firekvartalersvekst. Prosent. 1. kv. 2012 – 4. kv. 2021³⁾



1) KPI justert for avgiftsendringer og uten energivarer.
2) Usikkerhetsviften er basert på historiske erfaringer og stokastiske simuleringer fra vår makroøkonomiske hovedmodell, NEMO.
3) Anslag for 4. kv. 2018 – 4. kv. 2021.
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

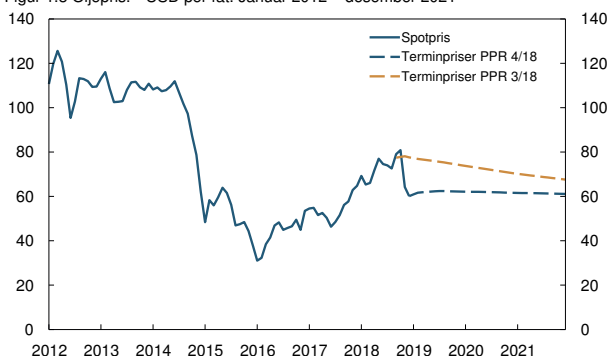
Figur 1.2 BNP hos handelspartnerne.¹⁾ Årsvekst. Prosent. 2012 – 2021²⁾



1) Eksportvekter. 25 viktige handelspartnere.
2) Anslag for 2018 – 2021.

Kilder: Thomson Reuters og Norges Bank

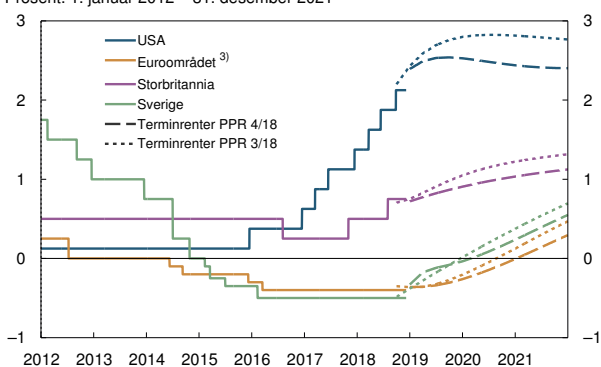
Figur 1.3 Oljepris.¹⁾ USD per fat. Januar 2012 – desember 2021²⁾



1) Brent Blend.
2) Terminpriser per 14. september 2018 for PPR 3/18 og per 7. desember 2018 for PPR 4/18.

Kilder: Thomson Reuters og Norges Bank

Figur 1.4 Styringsrenter og beregnede terminrenter¹⁾ i utvalgte land. Prosent. 1. januar 2012 – 31. desember 2021²⁾



1) Terminrenter per 14. september 2018 for PPR 3/18 og per 7. desember 2018 for PPR 4/18.

Terminrentene er basert på Overnight Index Swap (OIS) renter.

2) Dagstall til og med 7. desember 2018. Kvartalstall fra 1. kv. 2019.

3) ESBies innskuddsrente. Eonia fra 1. kv. 2019.

Kilder: Bloomberg, Thomson Reuters og Norges Bank

1.1 UTVIKLING OG UTSIKTER UTE

Svakere vekstutsikter ute

Hos Norges handelspartnere har det vært solid økonomisk oppgang de siste årene, se figur 1.2. Nå ser det ut til at veksten er i ferd med å avta. Vi anslår at veksten ute dempes gradvis fremover, blant annet som følge av mindre positive impulser fra penge- og finanspolitikk. Handelskonflikter og Storbritannias utmeldelse fra EU bidrar til at det er betydelig usikkerhet internasjonalt. Anslagene for BNP-veksten og importveksten hos handelspartnerne er litt lavere enn i Pengepolitisk rapport (PPR) 3/18, som ble publisert 20. september.

Oljeprisen økte gjennom høsten 2017 og frem til oktober i år. De siste månedene har oljeprisen falt, se figur 1.3. Spotprisen er nå rundt 60 dollar per fat. Prisene på leveringer frem i tid har også falt siden september, men ikke like mye som spotprisen. Terminprisene indikerer at oljeprisen vil endre seg lite frem til 2021.

Lønnsveksten ute fortsetter å øke

Den underliggende prisveksten hos Norges handelspartnere har holdt seg i underkant av 1,5 prosent siden starten av 2017. Prisveksten har vært lavere enn ventet, og anslagene for underliggende prisvekst i år og neste år er justert litt ned. Lønnsveksten hos handelspartnerne har økt om lag som ventet. Vi anslår at både lønnsveksten og den underliggende prisveksten vil øke de nærmeste par årene som følge av økt kapasitetsutnyttning.

Rentenivået internasjonalt er fortsatt lavt, men i flere land har sentralbankene begynt å heve styringsrentene, se figur 1.4. Terminrentene hos våre viktigste handelspartnere indikerer en svært gradvis renteoppgang fremover. Renteforventningene har falt siden september.

1.2 DEN ØKONOMISKE SITUASJONEN I NORGE

Oppgangen fortsetter i norsk økonomi

Veksten internasjonalt, høyere oljepris og lave renter har bidratt til god vekst i norsk økonomi de siste par årene. Oppgangen har fortsatt i år. Etter flere år med betydelig fall har investeringene på norsk sokkel begynt å øke, og eksporten fra oljeleverandørene er på vei opp.

Veksten i BNP for Fastlands-Norge avtok i tredje kvartal. Mye av nedgangen i veksttaket skyldes et fall i jordbruksproduksjonen etter den tørre sommeren. Også når vi ser bort fra dette, var veksten litt lavere enn ventet.

Vi anslår at veksten i BNP for Fastlands-Norge blir noe høyere de neste to kvartalene enn den har vært så langt i år, se figur 1.5. Anslagene er i tråd med forventningene til bedriftene i vårt regionale nettverk.

Det har vært god vekst i sysselsettingen i år, se figur 1.6, men arbeidsledigheten har endret seg lite siden årsskiftet. Utviklingen i arbeidsmarkedet de siste månedene har vært i tråd med våre anslag i september. Lavere vekst enn ventet i BNP for Fastlands-Norge og fortsatt moderat lønnsvekst tyder på at kapasitetsutnyttningen likevel er litt lavere enn vi la til grunn i forrige rapport.

Husholdningenes gjeldsvekst har avtatt noe i år. De siste månedene har boligprisene falt litt, og er noe lavere enn vi anslo i septemberrapporten.

Inflasjonen er nær målet

Konsumprisveksten har økt det siste året. Både elektrisitetsprisene og den underliggende prisveksten har bidratt til oppgangen.

I november var tolv månedersveksten i konsumprisindeksen (KPI) 3,5 prosent, se figur 1.7. Veksten i KPI justert for avgifter og uten energivarer (KPI-JAE) var 2,2 prosent. Prisveksten har vært høyere enn vi anslo i forrige rapport.

Lønnsveksten tok seg opp i fjor og oppgangen har fortsatt i år. Lønnsveksten ser likevel ut til å bli litt lavere i år enn vi anslo i septemberrapporten.

Kronen har svekket seg den siste tiden og er svakere enn vi la til grunn i september.

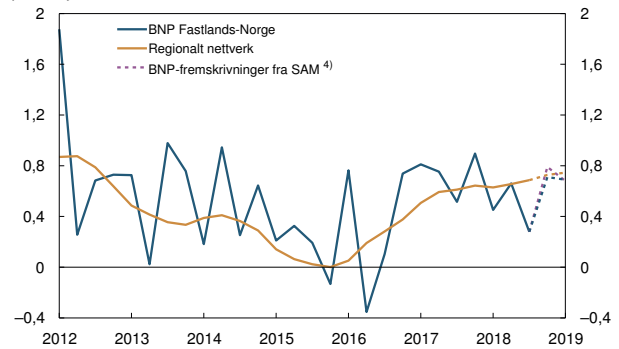
1.3 PENGEPOLITIKK OG PROGNOSE

Utsikter til renteøkning i mars

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

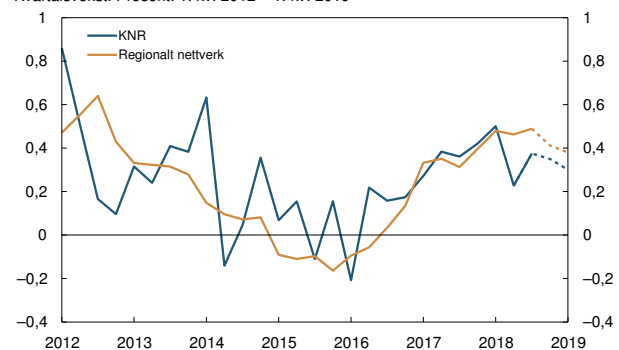
Dersom styringsrenten holdes lenge på dagens nivå, kan priser og lønninger skyte fart og finansielle ubalanser bygge seg opp. Da øker risikoen for et kraftig tilbakeslag frem i tid. Settes renten derimot raskt opp fremover, vil det kunne bremse den økonomiske

Figur 1.5 BNP for Fastlands-Norge¹⁾ og Regionalt nettverks indikator for produksjonsvekst²⁾. Kvartalsvekst. Prosent. 1. kv. 2012 – 1. kv. 2019³⁾



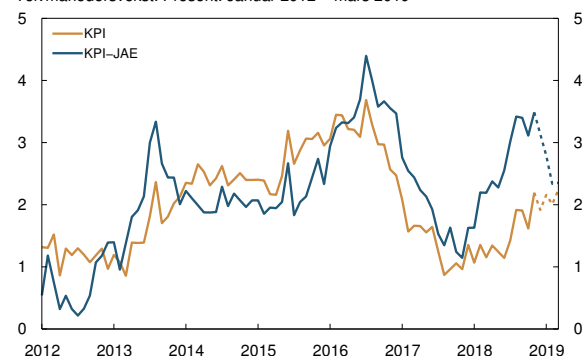
1) Sesongjustert.
2) Rapportert produksjonsvekst siste tre måneder konvertert til kvartalstall. Kvartalstallene er beregnet som en sammenvetning av tremånederstall basert på når intervjuene er foretatt. For 4. kv. 2018 er forventet vekst i produksjon en sammenvetning av rapportert vekst siste tre måneder og forventet vekst neste seks måneder målt i november. For 1. kv. 2019 er forventet vekst neste seks måneder målt i november.
3) Anslag for 4. kv. 2018 – 1. kv. 2019 (stiplet).
4) System for sammenveiling av korttidsmodeller.
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 1.6 Sysselsetningsvekst ifølge KNR¹⁾ og Regionalt nettverk²⁾. Kvartalsvekst. Prosent. 1. kv. 2012 – 1. kv. 2019³⁾



1) Kvartalsvis nasjonalregnskap. Sesongjustert.
2) Rapportert sysselsetningsvekst siste tre måneder konvertert til kvartalstall. Kvartalstallene er beregnet som en sammenvetning av tremånederstall basert på når intervjuene er foretatt. For 4. kv. 2018 er forventet vekst i sysselsetting en sammenvetning av rapportert vekst i siste tre måneder og forventet vekst neste tre måneder målt i november. For 1. kv. 2019 er forventet vekst neste tre måneder målt i november.
3) Anslag for 4. kv. 2018 – 1. kv. 2019 (stiplet).
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 1.7 KPI og KPI-JAE¹⁾. Tolv månedersvekst. Prosent. Januar 2012 – mars 2019²⁾



1) KPI justert for avgiftsendringer og uten energivarer.
2) Anslag for desember 2018 – mars 2019 (stiplet).
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

PENGEPOLITIKKEN SIDEN SEPTEMBER

På rentemøtet 19. september ble styringsrenten hevet fra 0,5 til 0,75 prosent. Analysene i september-rapporten tilsa at renten ville økes igjen i første kvartal neste år, og deretter heves gradvis, til om lag 2 prosent ved utgangen av 2021. Med en slik utvikling i styringsrenten ble inflasjonen anslått å være nær målet noen år frem, samtidig som arbeidsledigheten ville forbli lav.

På rentemøtet 24. oktober ble ny informasjon vurdert opp mot anslagene i septemberrapporten. Den økonomiske veksten hadde vært litt lavere og prisveksten noe høyere enn anslått, men etter hovedstyrets vurdering syntes utsiktene og risikobildet ikke vesentlig endret siden septemberrapporten. Hovedstyret vedtok å holde styringsrenten uendret på 0,75 prosent.

oppgangen slik at arbeidsledigheten øker og prisveksten blir for lav.

Styringsrenten ble holdt uendret på dette rentemøtet, etter å ha blitt hevet fra 0,5 til 0,75 prosent i september. Prognosen for styringsrenten indikerer at renten settes opp til 1 prosent i mars neste år og deretter heves gradvis, til 2 prosent ved utgangen av 2021. Med en slik renteutvikling anslår vi at inflasjonen vil holde seg nær målet, samtidig som arbeidsledigheten holder seg lav.

Rentebanen er lite endret det neste året, og tilsier deretter en litt langsommere renteoppgang enn i forrige rapport, se figur 1.1a. Nedjusteringen skyldes lavere oljepris og svakere vekstutsikter ute. En svakere krone og utsikter til fortsatt god vekst i investeringene på norsk sokkel, demper virkningene av lavere oljepris og svakere vekst ute. Det bidrar til at endringen i rentebanen er liten.

Renteprognoisen tilsier en økning i boliglånsrenten fra 2,7 prosent i dag til 3,7 prosent i 2021, se figur 1.8.

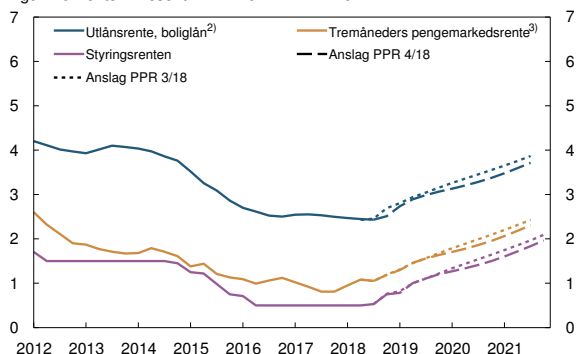
Anslagene er usikre. Renteprognoisen viser utsiktene for styringsrenten gitt at den økonomiske utviklingen blir slik vi nå anslår. Hvis utviklingen blir annerledes, vil også rentebanen endres.

Positivt produksjonsgap og inflasjon nær målet

Med en renteutvikling i tråd med prognosen er det utsikter til at kapasitetsutnyttningen stiger videre og blir liggende over et normalt nivå fra 2019 og ut prognoseperioden, se figur 1.1b. Anslagene innebærer at kapasitetsutnyttningen når en topp i begynnelsen av 2020, før den avtar gradvis. Sammenlignet med forrige rapport er anslagene for kapasitetsutnyttningen noe nedjustert. Vi legger til grunn at kronen styrker seg fremover, men tror likevel den vil være svakere enn vi anslo i forrige rapport gjennom hele prognoseperioden, se figur 1.9.

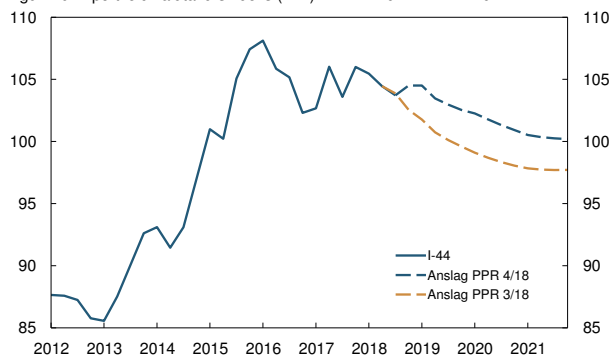
Vi venter at økende kapasitetsutnyttning bidrar til å løfte inflasjonen, mens en styrking av kronen vil trekke inflasjonen ned fremover. Prisveksten anslås å være litt under 2 prosent ved utgangen av 2021, se figur 1.1c-d. Sammenlignet med forrige rapport er inflasjonsanslagene noe høyere i 2019 og 2020. Ved utgangen av prognoseperioden er inflasjonsanslagene lite endret.

Figur 1.8 Renter. Prosent. 1. kv. 2012 – 4. kv. 2021¹⁾



1) For styringsrenten anslag for 4. kv. 2018 – 4. kv. 2021. For boliglånsrente anslag for 4. kv. 2018 – 3. kv. 2021. For tremåneders pengemarkedsrente anslag for 3. kv. 2018 – 3. kv. 2021.
2) Gjennomsnittlig rente på uleslående nedbetalingslån med pant i bolig til husholdninger, for utvalget av banker og kredittforetak som inngår i Statistisk sentralbyrås månedlige rentestatistikk.
3) Anslag er beregnet som et gjennomsnitt av styringsrenten i inneværende og neste kvartal pluss anslag på pengemarkedsplasset.
Kilder: Statistisk sentralbyrå, Thomson Reuters og Norges Bank

Figur 1.9 Importveid valutakursindeks (I-44)¹⁾. 1. kv. 2012 – 4. kv. 2021²⁾



1) Stigende kurve indikerer svakere kronkurs.
2) Anslag for 4. kv. 2018 – 4. kv. 2021 (stiplet).
Kilder: Thomson Reuters og Norges Bank

Veksten i BNP for Fastlands-Norge anslås til 2,4 prosent i år og 2,3 prosent neste år, se figur 1.10. Det er høyere enn vårt anslag for økonomiens underliggende vekstpotensial, og vi venter at veksten reduseres gradvis. Høyere renter, en gradvis styrking av kronekursen og lavere vekst ute vil bidra til å dempe veksten. Sammenlignet med forrige rapport er vekstanslagene litt lavere for i år og de to neste årene og litt høyere for 2021.

Vi venter god vekst i husholdningenes forbruk fremover. Til tross for høyere renter er det utsikter til at husholdningene får høyere disponibel realinntekt i årene fremover. Det skyldes utsikter til fortsatt vekst i sysselsettingen og at reallønnen vil øke. Foretaksinvesteringene er også ventet å stige videre, men mindre enn de har gjort de siste par årene. Vi venter god vekst i eksporten fra Fastlands-Norge, drevet blant annet av høyere oljeinvesteringer globalt. Det

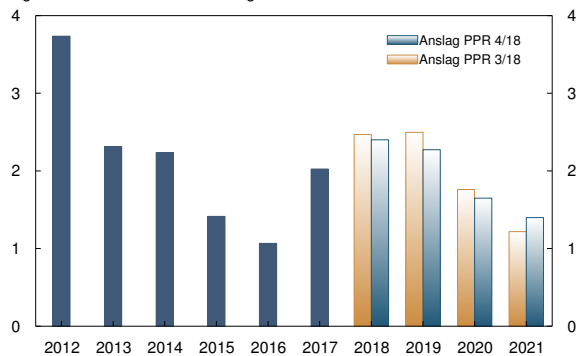
er også utsikter til oppgang i investeringene på norsk sokkel, se figur 1.11. På den annen side vil boliginvesteringene falle markert i år, og trolig endre seg lite i årene fremover. Vi legger til grunn et beskjedent vekstbidrag fra finanspolitikken fremover.

Økt lønnsvekst

Sysselsettingen ventes å øke gjennom prognoseperioden, i takt med oppgangen i fastlandsøkonomien. Anslagene er litt lavere enn i forrige rapport. Med god vekst i sysselsettingen venter vi at også arbeidsstyrken øker, men ikke mer enn at arbeidsledigheten vil avta litt, se figur 1.12.

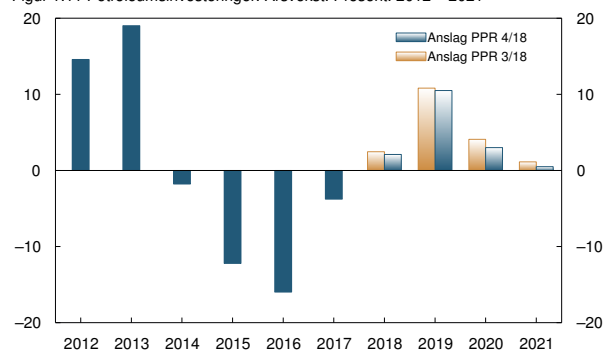
Vi venter at et strammere arbeidsmarked vil bidra til at lønnsveksten øker videre, se figur 1.13. Lavere oljepris gjør at vi har nedjustert anslagene for lønnsveksten sammenlignet med forrige rapport.

Figur 1.10 BNP for Fastlands-Norge. Årsvekst. Prosent. 2012 – 2021¹⁾



1) Anslag for 2018 – 2021.
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

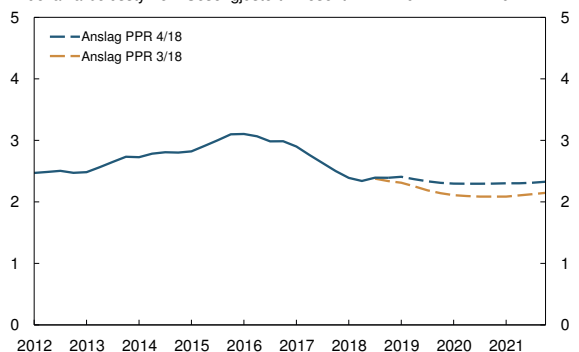
Figur 1.11 Petroleumsinvesteringer. Årsvekst. Prosent. 2012 – 2021¹⁾



1) Anslag for 2018 – 2021.
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

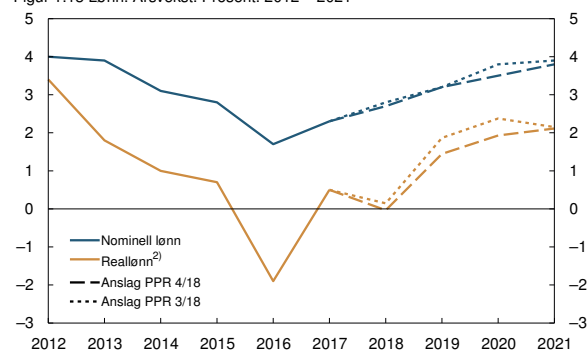
Figur 1.12 Arbeidsledige ifølge NAV¹⁾.

Andel av arbeidsstyrken. Sesongjustert. Prosent. 1. kv. 2012 – 4. kv. 2021²⁾



1) Registrert arbeidsledighet.
2) Anslag for 4. kv. 2018 – 4. kv. 2021. Endringer i NAVs registreringsrutiner bidrar ifølge NAV isolert sett til at den registrerte ledigheten vil være om lag 0,1 prosentenheter høyere fra og med november 2018. Dette har vi tatt hensyn til i anslagene for NAV-ledigheten.
Kilder: NAV, Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 1.13 Lønn. Årsvekst. Prosent. 2012 – 2021¹⁾

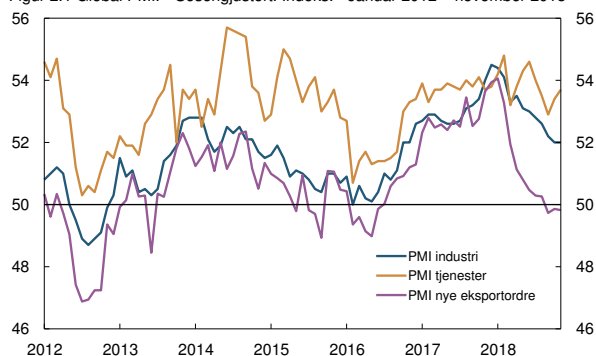


1) Anslag for 2018 – 2021.
2) Nominell lønnsvekst deflatert med KPI.
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

2 Internasjonal økonomi

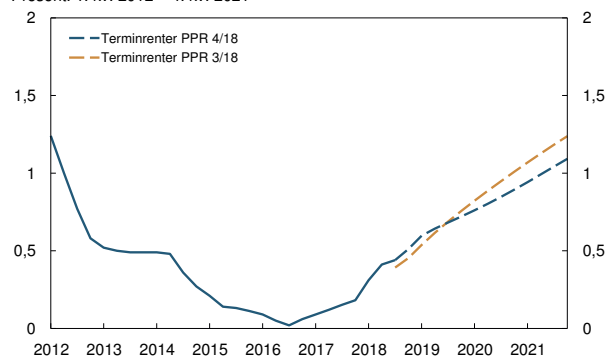
Det har vært en bred oppgang i BNP-veksten hos handelspartnerne de siste årene, men veksten har avtatt i høst. Eskalering av handelskonflikter og økt usikkerhet knyttet til politiske prosesser i Europa har bidratt til at vekstutsiktene internasjonalt har blitt svakere i løpet av året. Anslagene for BNP-veksten hos handelspartnerne er litt lavere enn i forrige rapport. Lønnsveksten fortsetter å øke, men anslagene for den underliggende prisveksten er litt lavere enn i septemberrapporten. Spot- og terminprisene for olje har falt. Forventede pengemarkedsrenter indikerer en svært gradvis renteoppgang. Langsiktige renter hos handelspartnerne har falt.

Figur 2.1 Global PMI.¹⁾ Sesongjustert. Indeks.²⁾ Januar 2012 – november 2018



1) Vektene er basert på bidrag til global produksjon av varer og tjenester.
2) Spørreundersøkelse blant innkjøpsjefer. Diffusjonsindeks rundt 50.
Kilde: Thomson Reuters

Figur 2.2 Tremåneders pengemarkedsrenter hos handelspartnerne.^{1) 2)} Prosent. 1. kv. 2012 – 4. kv. 2021³⁾



1) Basert på pengemarkedsrenter og renteswapper. Beregningen er beskrevet i Norges Bank (2015) «Beregning av aggregatet for handelspartneres renter». Norges Bank Memo 2/2015.
2) Siden forrige rapport er vektene i renteaggregatet endret slik at amerikanske renter har fått noe høyere vekt, mens europeiske renter har fått noe lavere vekt.
3) Terminrenter beregnet per 14. september for PPR 3/18 og per 7. desember for PPR 4/18.
Kilder: Thomson Reuters og Norges Bank

2.1 VEKST, PRISER OG RENTER

Litt lavere vekstutsikter

Hos Norges handelspartnerne har det vært solid vekst de siste årene. Nå ser det imidlertid ut til at BNP-veksten er i ferd med å avta. Det skyldes særlig lavere vekst i Europa og i fremvoksende økonomier, mens det fremdeles er høy vekst i USA. Arbeidsledigheten er i mange land under gjennomsnittet fra 1990. For husholdningene er tillitsindikatorerne fremdeles på høye nivåer, mens for bedriftene har aktivitetsindikatorer for både industri- og tjenestesektoren avtatt i år. Handelskonfliktene har trolig bidratt til en særlig nedgang i indikatoren for nye eksportordre, se figur 2.1.

Forventede pengemarkedsrenter for våre viktigste handelspartnerne indikerer en svært gradvis renteoppgang, og renteforventningene har falt siden september, se figur 2.2. Sentralbanken i USA satt opp styringsrenten i september. Uenighet mellom EU-kommisjonen og den italienske regjeringen om Italias budsjett for 2019 har ført til økning i italienske langsiktige renter siden i vår. Øvrige langsiktige renter hos våre viktigste handelspartnerne har falt noe siden midten av september, se figur 2.3. Det har vært en nedgang i aksjemarkedene internasjonalt siden forrige rapport, se figur 2.4. Nedgangen har vært størst i det amerikanske aksjemarkedet. Pågående handelskonflikter og frykt for svakere global vekst kan ha bidratt til fallet. Etter å ha svekket seg kraftig gjennom våren, har valutakursene i utsatte fremvoksende økonomier som Tyrkia og Argentina stabilisert seg. Samlet sett har de finansielle forholdene hos våre

viktigste handelspartnere blitt noe strammere siden forrige rapport.

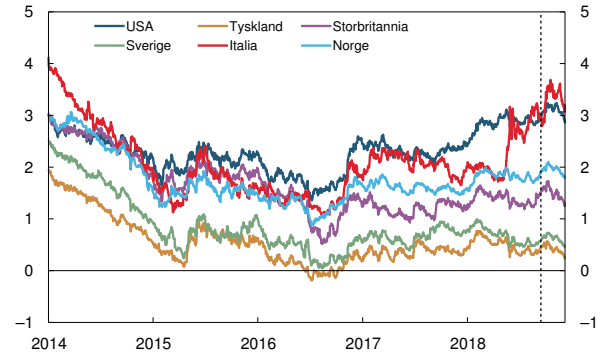
Gjennom 2018 har vekstutsiktene gradvis blitt svakere, blant annet som følge av innføringen av økt toll på varer handlet med USA og økt usikkerhet knyttet til utviklingen i handelskonfliktene. Usikkerhet i forbindelse med Storbritannias utmeldelse fra EU, samt uenigheten om Italias budsjett demper trolig investeringsviljen hos europeiske bedrifter ytterligere. Mindre positive impulser fra penge- og finanspolitikk vil også bidra til at veksten i industrilandene avtar gradvis fremover. På den annen side vil lavere oljepriser bidra positivt til veksten hos de fleste av våre handelspartnere. Anslagene for BNP-veksten og importveksten hos handelspartnerne er litt lavere enn i septemberrapporten, se figur 2.5 og tabell 1 i vedlegget.

Lavere oljepris

Samlet prisvekst er nå i overkant av inflasjonsmålene hos våre viktigste handelspartnere, se figur 2.6. Den underliggende prisveksten har imidlertid holdt seg i underkant av 1,5 prosent siden starten av 2017 og har i det siste vært lavere enn ventet. Anslagene for underliggende prisvekst i år og neste år er litt nedjustert siden forrige rapport. Lønnsveksten hos handelspartnerne var lenge lav til tross for en markert nedgang i arbeidsledigheten. Siden i vår har lønnsveksten tatt seg opp, og anslagene er ikke endret siden septemberrapporten. Vi anslår at både lønnsveksten og den underliggende prisveksten vil øke de nærmeste par årene som følge av økt kapasitetsutnyttning, se figur 2.7 og tabell 2 i vedlegget. Anslagene for den samlede prisveksten hos våre viktigste handelspartnere er nedjustert i 2019. Oljeprisen har falt, og spotprisen på olje er nå rundt 60 dollar per fat. Terminprisene frem til 2021 er også lavere enn i forrige rapport (figur 1.3). Oljeprisen er omtalt i egen ramme på side 17.

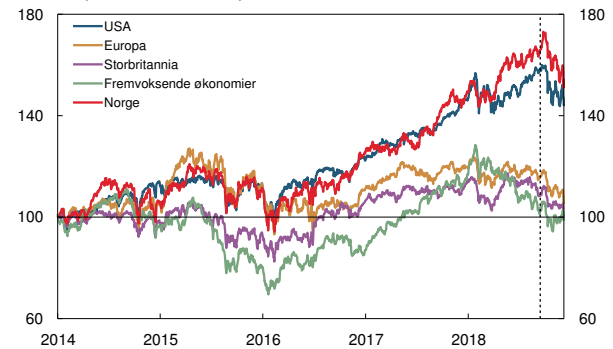
Prisveksten på importerte konsumvarer til Norge målt i utenlandsk valuta har vært høyere enn ventet i forrige rapport. Blant annet har tidligere økninger i metallpriser trolig gitt høyere prisvekst på biler. I tillegg fortsetter prisøkningen på lyd- og bildeutstyr. Anslagene på importprisveksten for i år og neste år er oppjustert, se figur 2.8. Vi venter at vridningen av

Figur 2.3 Renter på tiårs statsobligasjoner i utvalgte land. Prosent. 2. januar 2014 – 7. desember 2018¹⁾



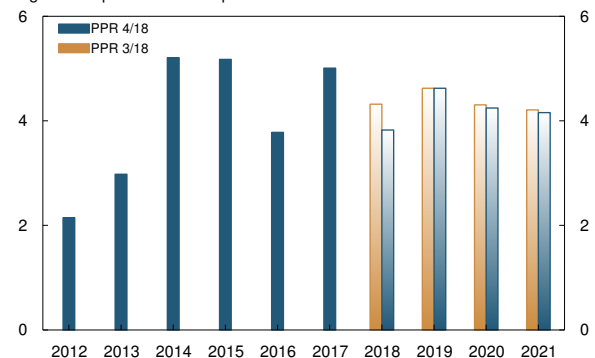
1) PPR 3/18 var basert på informasjon til og med 14. september 2018 markert ved vertikal linje. Kilde: Bloomberg

Figur 2.4 Aksjekursindekser i utvalgte land.¹⁾ Indeks. 2. januar 2014 = 100. 2. januar 2014 – 7. desember 2018²⁾



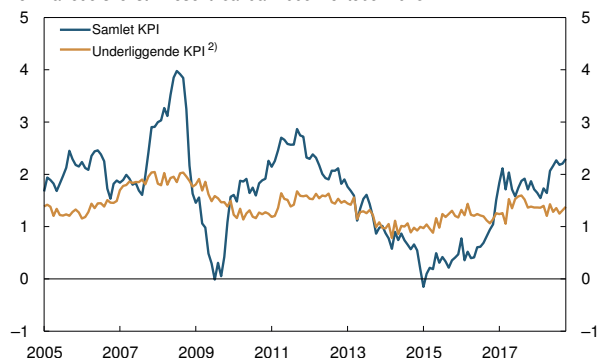
1) Standard and Poor's 500 Index (USA), Stoxx Europe 600 Index (Europa), Financial Times Stock Exchange 100 Index (Storbritannia), Oslo Børs Benchmark Index (Norge), MSCI Emerging Markets Index (fremvoksende økonomier).
2) PPR 3/18 var basert på informasjon til og med 14. september 2018 markert ved vertikal linje. Kilde: Bloomberg

Figur 2.5 Import hos handelspartnerne.¹⁾ Årsvekst. Prosent. 2012 – 2021²⁾



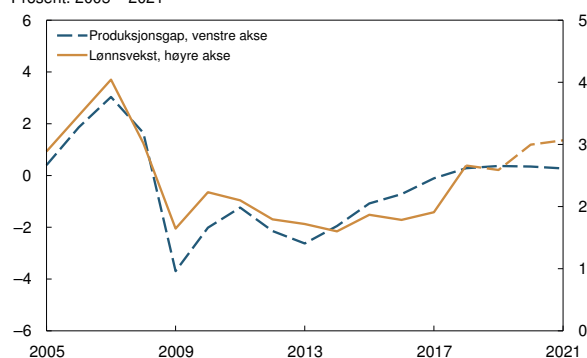
1) Eksportvekster. 25 viktige handelspartnere.
2) Anslag for 2018 – 2021 (gradert).
Kilder: Thomson Reuters og Norges Bank

Figur 2.6 Konsumpriser i utvalgte land.¹⁾
Tolv månedersvekst. Prosent. Januar 2005 – oktober 2018



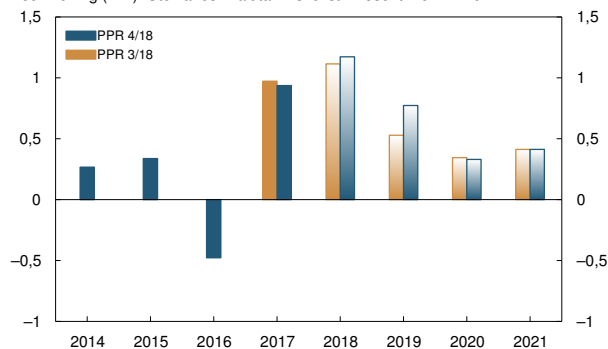
1) Importvekter. USA, euroområdet, Storbritannia og Sverige.
2) USA: ekskludert mat og energi. Storbritannia og euroområdet: ekskludert mat, tobakk, alkohol og energi. Sverige: ekskludert energi.
Kilder: Thomson Reuters og Norges Bank

Figur 2.7 Lønnsvekst¹⁾ og anslag for produksjonsgap²⁾ i utvalgte land.³⁾
Prosent. 2005 – 2021⁴⁾



1) Lønnskostnader per ansatt. Årsvekst.
2) Produksjonsgapet måler den prosentvise forskjellen mellom BNP og anslått potensielt BNP. Anslag fra IMF for 2005 – 2015, deretter Norges Bank.
3) Eksportvekter. USA, euroområdet, Storbritannia og Sverige.
4) Anslag for lønnsvekst 2018 – 2021 (stiplet gul linje).
Kilder: Thomson Reuters og Norges Bank

Figur 2.8 Indikator for internasjonale prisimpulser til importerte konsumvarer med vridning (IPK). Utenlandsk valuta. Årsvekst. Prosent. 2014 – 2021¹⁾



1) Anslag for 2018 – 2021 (gradert).
Kilder: Statistisk sentralbyrå, Thomson Reuters og Norges Bank

den norske importen mot lavkostnadsland som Kina og andre fremvoksende økonomier fortsatt vil bidra til å dempe den samlede prisveksten på importerte konsumvarer i årene fremover.

Handelskonflikter og politiske spenninger

Det er betydelig usikkerhet knyttet til den internasjonale økonomiske utviklingen. Vedvarende handelskonflikter kan dempe veksten internasjonalt mer enn vi anslår i denne rapporten. De høye gjeldsnivåene i mange land gjør at brå økninger i renter og risikopremier kan føre til uro og betydelige bevegelser i kapitalstrømmer og valutakurser. Tidspunktet for når Storbritannia skal skille lag med EU nærmer seg, se egen ramme på side 18. Utmeldingsprosessen kan skape større uro og lavere vekst i Europa enn vi har lagt til grunn. I tillegg er uenigheten om Italias budsjett en usikkerhetsfaktor for utviklingen i Europa. På den annen side kan den økonomiske veksten bli sterkere enn vi anslår, blant annet dersom de politiske prosessene i Europa raskt finner gode løsninger eller det er mer ledig kapasitet enn vi legger til grunn.

2.2 LAND OG REGIONER

Høy vekst i USA

Den sterke veksten i amerikansk økonomi fortsetter. Svært ekspansiv finanspolitikk har bidratt til en BNP-vekst på rundt 1 prosent per kvartal i de to siste kvartalene. Veksten har vært om lag som ventet i forrige rapport. Utviklingen i arbeidsmarkedet er god, og lønnsveksten har tiltatt til litt over 3 prosent. Sentralbanken hevet styringsrenten i september til et intervall på 2-2,25 prosent. Sentralbanken signaliserte ytterligere én renteøkning i år og tre renteøkninger neste år. Markedsprisingen indikerer i underkant av to renteøkninger i samme periode.

Anslaget for BNP-veksten er uendret på 2,9 prosent i år. I 2020 venter vi at veksten avtar til 1,8 prosent. Vekstanslagene for de nærmeste årene er litt nedjustert. Kutt i person- og bedriftsbeskatningen har bidratt til god vekst i konsum og investeringer så langt i år, men disse effektene vil trolig være mindre fremover. Samtidig vil trolig strammere finansielle forhold dempe veksten i både konsum og investeringer noe. Boliglånsrentene har økt markert så langt i år og bidrar til å dempe etterspørselen i boligmarkedet. Usikkerhet knyttet til handelskonfliktene demper trolig også

investeringstilviljen i foretakene. Planlagte investeringer har avtatt noe, se figur 2.9, til tross for at bedriftene rapporterer om kapasitetsproblemer og god inntjening. Konsumprisveksten ventes å avta litt fremover som følge av lavere energipriser, mens den underliggende prisveksten ventes å tilta som følge av økt lønnsvekst.

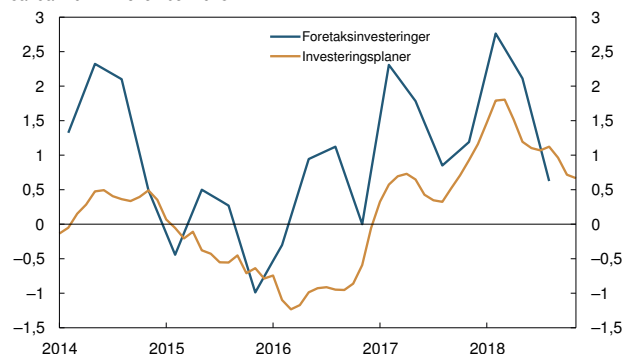
Lavere vekst i euroområdet

Etter høy BNP-vekst i euroområdet gjennom 2017, har veksten avtatt i år. Nedgangen har vært større enn ventet i forrige rapport, delvis som følge av et midlertidig fall i tysk bilproduksjon. Tillitsindikatorer for husholdninger og aktivitetsindikatorer for foretak har falt noe. Arbeidsledigheten har fortsatt å avta, og lønnsveksten er på vei opp, se figur 2.10. Kapasitetsutnyttningen nærmer seg et normalt nivå, og BNP-veksten i år blir trolig høyere enn den potensielle veksten.

Den europeiske sentralbanken (ESB) har ikke endret innretningen av pengepolitikken siden forrige rapport. Sentralbanken signaliserer fortsatt at dersom prisveksten utvikler seg som ventet, vil aktivkjøpene avsluttes ved årsslutt og styringsrenten holdes uendret til over sommeren 2019. Markedsprisingen indikerer at første renteheving ventes i fjerde kvartal neste år.

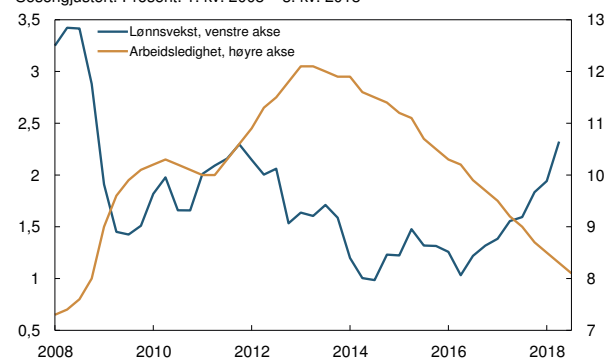
Vi anslår en BNP-vekst i euroområdet på 1,9 prosent i år og at veksten deretter vil avta noe. Sammenlignet med septemberrapporten er anslagene litt lavere de nærmeste årene. Usikkerhet knyttet til handelskonflikt, Storbritannias utmeldelse fra EU samt uenigheten om Italias budsjett demper trolig investeringstilviljen hos bedriftene. Etter hvert vil lavere vekst i arbeidsstyrken og mindre ekspansiv finans- og pengepolitikk trolig bidra til at veksten avtar til 1,5 prosent i 2021. Vi venter en gradvis oppgang i underliggende inflasjon de nærmeste årene som følge av økt kapasitetsutnyttning og høyere lønnsvekst. Samlet prisvekst ventes å holde seg under 2 prosent årlig ut anslagsperioden. Anslaget for i år er uendret, mens anslaget for neste år er litt nedjustert på grunn av lavere oljepris.

Figur 2.9 Foretaksinvesteringer¹⁾ og investeringsplaner²⁾ i USA. Januar 2014 – november 2018



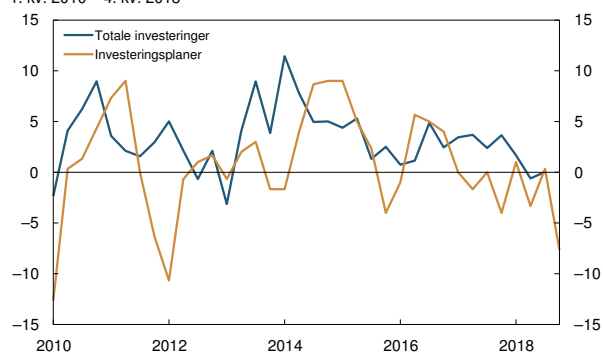
1) Kvartalsvekst. Prosent. 1. kv. 2014 – 3. kv. 2018.
2) Gjennomsnitt av kategori investeringsplaner i industriindikatorer fra Federal Reserve Dallas, Kansas, New York og Philadelphia. Tremåneders glidende gjennomsnitt. Diffusjonsindeks rundt null.
Kilder: Thomson Reuters og Norges Bank

Figur 2.10 Arbeidsledighet¹⁾ og lønnsvekst²⁾ i euroområdet. Sesongjustert. Prosent. 1. kv. 2008 – 3. kv. 2018³⁾



1) Arbeidsledige som andel av arbeidsstyrken.
2) Lønnskostnader per ansatt. Firekvartalersvekst.
3) Siste observasjon for lønnsvekst er 2. kv. 2018.
Kilder: Thomson Reuters og Norges Bank

Figur 2.11 Totale investeringer¹⁾ og investeringsplaner²⁾ i Storbritannia. 1. kv. 2010 – 4. kv. 2018³⁾



1) Firekvartalersvekst. Prosent.
2) Confederation of British Industries spørreundersøkelse. Trekvartalers glidende gjennomsnitt. Nettobalanse.
3) Siste observasjon for totale investeringer er 3. kvartal 2018.
Kilder: Thomson Reuters og Norges Bank

Lav vekst i Storbritannia

I Storbritannia tiltok veksten mer enn ventet i tredje kvartal. Utviklingen synes å være drevet av midlertidige forhold, blant annet et oppsving i bygg- og anleggssektoren etter at det kalde været dempet aktiviteten tidligere i år. Arbeidsmarkedet er stramt, og arbeidsledigheten er på det laveste nivået siden 1975. Lønnsveksten tiltok til over 3 prosent i september. Sentralbanken signaliserer fortsatt at det er nødvendig med en gradvis tilstramming i pengepolitikken for å nå inflasjonsmålet.

I denne rapporten legger vi til grunn at Storbritannia får en ordnet utgang av EU. Trolig vil usikkerhet rundt det fremtidige forholdet til EU likevel dempe investeringene og bidra til at BNP-veksten avtar de nærmeste kvartalene, se figur 2.11. Veksten i år ventes å bli 1,3 prosent, den laveste siden 2009. På lengre sikt anslår vi at veksten vil ta seg noe opp som følge av en mer ekspansiv finanspolitikk og høyere reallønnsvekst, i tillegg til noe større investeringsvilje etter hvert som nye handelsrelasjoner blir avklart. Prisveksten har vært litt høyere enn lagt til grunn i forrige rapport, og anslaget er justert opp i år. Fremover venter vi en årlig prisvekst på om lag 2 prosent.

Lavere vekst i Sverige

Etter sterk vekst i første halvår, falt BNP i Sverige i tredje kvartal. Fallet skyldtes først og fremst midlertidige forhold, blant annet knyttet til miljøavgifter for biler. Kapasitetsutnyttningen er fortsatt høyere enn normalt. Prisveksten målt ved konsumprisindeksen med faste rentekostnader (KPIF) har økt og er over inflasjonsmålet på 2 prosent. Etter å ha vært lav lenge, er nå både lønnsveksten og den underliggende prisveksten på vei opp. Sentralbanken har holdt renten uendret på -0,5 prosent, men signaliserer at renten kan heves i desember i år eller i februar neste år. Markedsprisingen er i tråd med dette.

BNP-veksten har vært lavere enn ventet i forrige rapport, og vi anslår nå en vekst på 2,4 prosent i år. Utover i prognoseperioden venter vi at kapasitetsbegrensninger og lavere vekst hos Sveriges handelspartnere vil dempe veksten til i underkant av 2 prosent. Anslagene er lavere enn i forrige rapport. Inflasjonen anslås å holde seg nær målet de nærmeste årene.

Avtakende vekst i Kina

BNP-veksten i Kina har avtatt siden 2010. Det siste året har særlig lavere vekst i kreditt til næringslivet og investeringer i infrastruktur bidratt til avdempingen. Veksten avtok noe også i tredje kvartal, men den var likevel sterkere enn vi la til grunn i forrige rapport. Vekstanslaget for inneværende år er økt til 6,5 prosent.

Den pågående handelskonflikten med USA bidrar fortsatt til stor usikkerhet om utsiktene, til tross for enighet mellom USA og Kina om en foreløpig utsettelse av økte tollsatser på G20 møtet i november. På kort sikt venter vi at tiltak fra myndighetene vil veie opp for effektene av handelskonflikten, men på litt lengre sikt vil BNP-veksten trolig dempes. Vi venter at veksten vil avta til i underkant av 6 prosent i 2020, om lag som anslått i forrige rapport. I den grad tiltak fra myndighetene bidrar til ny økning i kredittveksten, kan risikoen knyttet til finansiell stabilitet igjen øke.

I andre fremvoksende økonomier har veksten samlet vært om lag som ventet, men det er store forskjeller mellom land. I Tyrkia har innenlandsk etterspørsel falt i etterkant av uroen tidligere i år. Siden forrige rapport har imidlertid valutakursene til gjeldsutsatte land som Argentina og Tyrkia stabilisert seg, og rentene i disse landene har falt fra høye nivåer. I både Russland og Brasil har den økonomiske utviklingen bedret seg noe. Vekstanslagene for fremvoksende økonomier utenom Kina er om lag som i septemberrapporten.

UTVIKLINGEN I PRISENE PÅ OLJE OG GASS

Spotprisen på olje er nå rundt 60 dollar per fat. Tidlig i oktober var den over 85 dollar. Siden forrige rapport har prisen falt med i underkant av 20 dollar. Nedgangen i oljeprisen skyldes dels rekordhøy oljeproduksjon i land som Saudi-Arabia, Russland og USA, som samlet står for 40 prosent av globalt oljetilbud. Oljelagrene i OECD-landene har dermed økt, se figur 2.12. I tillegg ble frykten for ytterligere bortfall av oljeeksport fra Iran redusert da USA uventet gjorde unntak for en del importland da de gjeninnførte sanksjonene mot iransk oljeeksport i begynnelsen av november. Dessuten har blant annet det internasjonale energibyrået (IEA), det amerikanske energibyrået og OPEC nedjustert anslagene for veksten i globalt oljeforbruk som følge av svakere utsikter for verdensøkonomien.

De lengre terminprisene for olje har falt mindre enn spotprisen (figur 1.3). Det kan henge sammen med flere forhold. Usikkerheten om produksjonen i flere viktige land er fremdeles høy, blant annet som følge av politiske spenninger, samtidig som OPECs ledige produksjonskapasitet er lav, se figur 2.13. I tillegg har investeringene i ny oljeproduksjon utenfor OPEC vært lav de senere årene. Det kan føre til utilstrekkelig oljetilbud utover på 2020-tallet, slik IEA på nytt advarte om ved fremleggelsen av World Energy Outlook 2018 i begynnelsen av november.¹

OPEC og ti andre land (OPEC+) besluttet i desember å kutte oljeproduksjonen igjen fra begynnelsen av 2019. Det vil trolig bidra til å dempe en videre oppgang i oljelagrene i OECD-landene utover neste år.

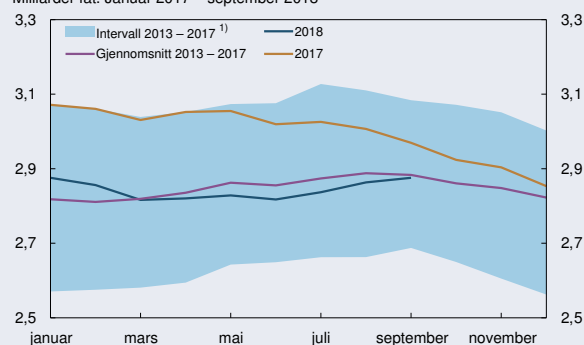
Vi legger til grunn at oljeprisen vil utvikle seg i tråd med terminprisene (figur 1.3). De indikerer at prisen vil være vel 60 dollar i 2021. Det er lavere enn lagt til grunn i forrige rapport.

Oljeprisen kan bli både høyere og lavere enn det vi legger til grunn. Lavere tilbud av olje kan bidra til høyere oljepris. I tillegg til produksjonskuttene fra OPEC+, kan sanksjonene mot iransk oljeeksport strammes til. Ytterligere nedgang i oljeproduksjonen i blant annet Libya, Nigeria og Venezuela kan føre til at globalt oljetilbud reduseres enda mer. Det kan presse opp prisen mye fordi den ledige produksjonskapasiteten i OPEC allerede er lav. På den annen side kan prisen falle dersom veksten i verdensøkonomien svekkes mer enn ventet. Særlig gjelder det for veksten i fremvoksende økonomier, siden disse landene har stått for det meste av økningen i det globale oljeforbruket de senere årene. Veksten i etterspørselen kan også dempes over tid som følge av økt energieffektivisering og vridning mot nye energikilder med sikte på å nå de langsiktige klimamålene.

Prisen på europeisk gass har falt siden rapporten i september. Det henger blant annet sammen med lavere gasspriser i Asia, god tilgang på flytende gass til Europa og økte gasslagre. Dessuten har prisene på kull og CO₂-utslipp falt noe tilbake. I tillegg har russisk gasseksport til flere land i Europa økt.

1 IEA(2018) «Crunching the numbers: are we heading for an oil supply shock?» World Energy Outlook, International Energy Agency.

Figur 2.12 Samlede oljelagre i OECD-landene. Milliarder fat. Januar 2017 – september 2018



1) Intervall mellom høyeste og laveste nivå for gitt måned i perioden 2013 – 2017.

Kilder: International Energy Agency og Norges Bank

Figur 2.13 Ledig produksjonskapasitet i OPEC. Millioner fat per dag. Januar 2002 – oktober 2018



Kilde: Energy Information Administration

BRITENES VEIER UT AV EU

Regjeringene i Storbritannia og de øvrige 27 EU-landene har blitt enige om en uttredelsesavtale og en politisk erklæring om det fremtidige forholdet mellom partene. Avtalen må godkjennes av ulike myndigheter hos begge parter før den trer i kraft.

Uttredelsesavtalen dekker rettighetene til britiske borgere i EU og EU-borgere i Storbritannia, britiske finansielle forpliktelser til EU, grensen mellom Irland og Nord-Irland, en overgangsperiode og utfasingsbestemmelser som kommer til anvendelse etter utløpet av denne perioden, og rammeverk for håndhevelse av avtalen.

I EU ble avtalen godkjent av Det europeiske råd den 25. november, mens Europaparlamentet trolig har avstemning i begynnelsen av 2019.

På britisk side har parlamentet foreløpig ikke stemt over den foreliggende avtalen. Regjeringen har varslet at den vil legges fram for avstemning innen 21. januar. Dersom avtalen ikke godkjennes i første runde er det flere alternative utfall, som for eksempel nyvalg eller ny folkeavstemning. Fristen for uttredelse kan også forlenges, dersom alle de 28 landene er enige. Nylig har EU-domstolen uttalt at Storbritannia ensidig kan trekke tilbake utmeldelsen fra EU.

Dersom den foreliggende avtalen blir godkjent før fristen 29. mars, blir det en overgangsperiode fra uttredelsesdatoen og frem til utgangen av 2020.

- I denne perioden vil dagens regler gjelde for begge parter, men Storbritannia vil ikke ha stemmerett i de ulike EU-foraene. I løpet av overgangsperioden skal det fremforhandles en ny handelsavtale og avtaler som regulerer annet samarbeid.
- Storbritannia har adgang til å be om en forlengelse av overgangsperioden. Dette må gjøres innen 1. juli 2020, og perioden kan maksimalt forlenges til utgangen av 2022.
- Et særlig viktig punkt er håndteringen av grensen mellom Irland og Nord-Irland. Begge parter er enige om at betingelsene fra fredsavtalen i 1998 må overholdes, som blant annet innebærer at det ikke skal bygges opp nye kontroller eller andre hindringer på grensen. Uttredelsesavtalen inneholder en egen protokoll om dette. Protokollen skal tre i kraft dersom det ikke har blitt enighet om en løsning som imøtekommer kravene innen overgangsperioden utløper, en såkalt tilbakefallsavtale («back-stop»).

Dersom det ikke blir enighet om en avtale før fristen, blir situasjonen langt mer uklar.

- Dersom Storbritannia forlater EU uten en uttredelsesavtale, vil forholdet mellom de to partene i utgangspunktet reguleres av eventuelle avtaler som gjaldt før Storbritannia ble EU-medlem. Disse avtalene dekker langt færre områder enn dagens EU-samarbeid. Handel mellom de to partene vil underlegges WTO-regler, som blant annet innebærer at varehandel må tolldeklarerer. Det må også inndrives merverdiavgift ved grensekryssende handel på samme måte som for eksempel i handelen mellom Norge og Sverige. Finansielle aktører og andre vil ikke lenger ha automatisk rett til å selge tjenester fra Storbritannia til alle land i EØS-området. De økonomiske konsekvensene av et slikt utfall er svært usikre

- På kort sikt kan det oppstå uro i finansmarkedene. Berørte myndigheter har kun i begrenset grad beskrevet hvilke tiltak som vil iverksettes. Usikkerheten om hva utmelding uten avtale rent konkret vil innebære for ulike markeder og sektorer kan derfor vedvare også etter 29. mars. Rapporter fra det britiske parlamentet har konkludert med at regjeringen per november ikke hadde tilstrekkelig beredskap for en situasjon uten avtale. Manglende infrastruktur innebærer at behovet for grensekontroll kan skape store problemer med inn- og utførsel av varer til Storbritannia.
- De makroøkonomiske konsekvensene avhenger blant annet av hvordan situasjonen håndteres av de involverte landene, og hvor raskt Storbritannia får etablert nye avtaler med sine handelspartnere om handel og om samarbeid på andre områder.
- Den britiske sentralbanken publiserte 28. november en analyse med ulike scenarier for en situasjon uten uttredelsesavtale.¹ Resultatene indikerer en brå og markert nedgang i veksten etter første kvartal 2019. Mot slutten av beregningsperioden – i 2023 – beregnes BNP å være mellom 4 og 7 prosent lavere enn sentralbanken anslo i sin inflasjonsrapport i november i år.

Norge og brexit

Når Storbritannia forlater EU, forlater landet også EØS. Norske myndigheter har iverksatt et omfattende arbeid for å sikre norske interesser ved de ulike utfallene.² Regjeringen har lagt frem et lovforslag som «speiler» uttredelsesavtalen mellom EU og UK, som vil gjelde *dersom avtalen godkjennes*.

- Lovendringen innebærer at forholdet mellom Storbritannia og Norge i overgangsperioden i praksis fortsatt vil være regulert av bestemmelsene i EØS-avtalen. Disse vil erstattes av nye avtaler som fremforhandles mellom britiske og norske myndigheter.

Ved utgang fra EU uten en avtale, vil virkningene for Norge langt på vei bli de samme som for EU-landene:

- Det vil ikke lenger automatisk være fri bevegelse av varer, tjenester, kapital og personer. I stedet vil forholdet mellom Norge og Storbritannia reguleres av tidligere inngåtte avtaler og multinasjonale konvensjoner inntil nye avtaler er på plass. Disse kan være bilaterale eller gjennom EFTA-samarbeidet.
- I en situasjon uten uttredelsesavtale vil norske myndigheter iverksette tiltak for å sikre stabilitet og ivareta norske borgere i Storbritannia og britiske borgere i Norge. På finansmarkedsområdet har EU blant annet varslet tiltak for å unngå at det oppstår problemer knyttet til bruk av britiske sentrale motparter for å gjøre opp finansielle instrumenter. Norske myndigheter vil sørge for en tilsvarende og samtidig virkning i Norge og for norske aktører av tiltak som treffes i EU på finansmarkedsområdet.
- Norges Bank samarbeider med relevante myndigheter for å sikre at funksjoner som ligger under bankens ansvarsområde fortsatt vil fungere som vanlig, herunder finansielle transaksjoner mellom Norge og Storbritannia og i det norske oppgjørssystemet.

¹ Bank of England, november 2018: "EU withdrawal scenarios and monetary and financial stability. A response to the House of Commons Treasury Committee"

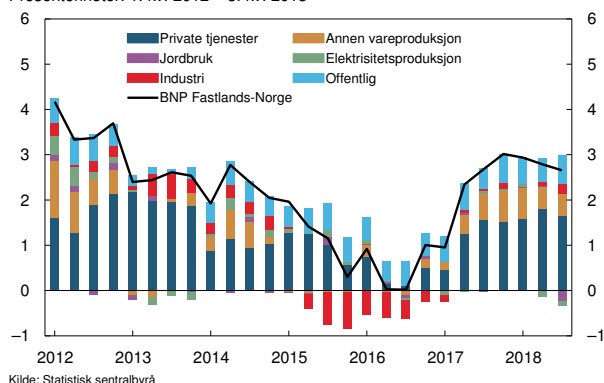
² Arbeidet med å avklare Norges forhold til Storbritannia etter utmeldingen er blant annet beskrevet på regjeringens hjemmesider.

3 Norsk økonomi

Det er god vekst i norsk økonomi, og sysselsettingen øker. Arbeidsledigheten er lav og kapasitetsutnyttningen er nær et normalt nivå. Prisveksten har økt det siste året. Både underliggende inflasjon og elektrisitetspriser har bidratt til oppgangen.

BNP for Fastlands-Norge anslås å stige med 2,4 prosent i år. Det er høyere enn vårt anslag på økonomiens underliggende vekstpotensial, og vi venter at veksten avtar fremover. Høyere renter, lavere vekst ute og en gradvis styrking av kronekursen i årene fremover vil bidra til å dempe veksten. Kapasitetsutnyttningen anslås å øke frem til begynnelsen av 2020, før den avtar gradvis. Vi venter at arbeidsledigheten avtar litt og at lønnsveksten øker. Inflasjonen anslås til nær 2 prosent ved utgangen av 2021.

Figur 3.1 BNP for Fastlands-Norge. Basisverdi. Bidrag til firekvarteretsvekst. Prosentenheter. 1. kv. 2012 – 3. kv. 2018



Kilde: Statistisk sentralbyrå

REGIONALT NETTVERK

Norges Bank har et nettverk av bedriftsledere som vi har jevnlige 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.

3.1 PRODUKSJON OG ETTERSPORSEL

Videre oppgang i norsk økonomi

Det har vært god vekst i fastlandsøkonomien siden høsten 2016. Oppgangen internasjonalt, høyere oljepris og lave renter har bidratt til å løfte norsk økonomi.

Veksten i BNP for Fastlands-Norge har avtatt noe gjennom året og har vært lavere enn ventet. Mye av nedgangen i veksttakten i tredje kvartal skyldes et fall i jordbruksproduksjonen etter den tørre sommeren, se figur 3.1. Også når vi ser bort fra jordbruket, var veksten litt lavere enn anslått i forrige rapport.

Bedriftene i Regionalt nettverk meldte i november at veksten hadde holdt seg oppe siden forrige rapport, se figur 3.2. Samlet sett ventet kontaktene at veksttakten ville øke litt de neste seks månedene.

Vi anslår at veksten i BNP for Fastlands-Norge vil bli noe høyere de nærmeste kvartalene enn den har vært så langt i år, se tabell 3a i vedlegget. Anslagene er i tråd med forventningene i Regionalt nettverk og fremskrivningene fra vårt system for sammenveing av korttidsmodeller (SAM) (figur 1.5). Sammenlignet med forrige rapport er anslagene lite endret.

På årsbasis anslår vi at veksten i BNP for Fastlands-Norge avtar fra 2,4 prosent i år til 2,3 prosent neste år, og deretter dempes gradvis. Avtakende vekst internasjonalt, høyere renter og en gradvis styrking av kronekursen bidrar til avdempingen.

Etter at styringsrenten ble hevet i september har bankenes renter på lån til foretak utviklet seg om lag som ventet, se ramme på side 33. Utlånsrenter til husholdninger har

økt, men litt mindre enn anslått. Kronekursen har holdt seg svakere enn lagt til grunn i septemberrapporten.

Vi legger til grunn at finanspolitikken i beskjeden grad bidrar til veksten i økonomien i årene som kommer, se ramme på side 36. Oljeinvesteringene er derimot ventet å øke betydelig frem til 2021, men noe mindre enn anslått i forrige rapport, se ramme på side 37.

Sammenlignet med forrige rapport er vekstanslagene for fastlandsøkonomien litt lavere for prognoseperioden sett under ett. Nedjusteringen skyldes fallet i oljeprisen og svakere vekstutsikter ute enn tidligere lagt til grunn. Svakere krone enn ventet og noe lavere realrente enn tidligere lagt til grunn bidrar i motsatt retning.

Utsikter til fortsatt vekst i husholdningenes konsum

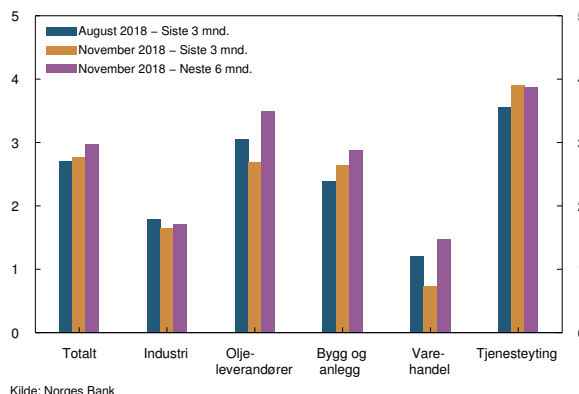
Veksten i husholdningenes konsum har holdt seg godt oppe de siste årene, til tross for lav realinntektsvekst. Kronesvekkelsen i kjølvannet av oljeprisfallet i 2014 førte til høy importert prisvekst. Sammen med lav lønns- og sysselsettingsvekst bidro det til å bremse veksten i husholdningenes kjøpekraft, se figur 3.3. Høyere vekst i konsumet enn i disponibel realinntekt førte til nedgang i spareraten, se figur 3.4.

I tredje kvartal falt konsumet, og det var lavere enn anslått. Nedgangen skyldtes i stor grad fall i bilkjøpene, mens det var god vekst i tjenestekonsumet. Så langt i fjerde kvartal har nybilregistreringene vært høyere enn gjennomsnittet for tredje kvartal. De store variasjonene i bilkjøp kan knyttes til flaskehalsar i leveringen av elbiler.

Vi anslår at konsumet vil ta seg opp den nærmeste tiden, men litt mindre enn lagt til grunn i forrige rapport. Mål på forbrukertilliten har falt siden starten av året, men ligger nær sitt historiske gjennomsnitt. Varekonsumet i oktober var litt lavere enn ventet. På den annen side meldte kontaktene i Regionalt nettverk i november at veksten i husholdningsrettede næringer hadde holdt seg oppe siden forrige rapport, se figur 3.5.

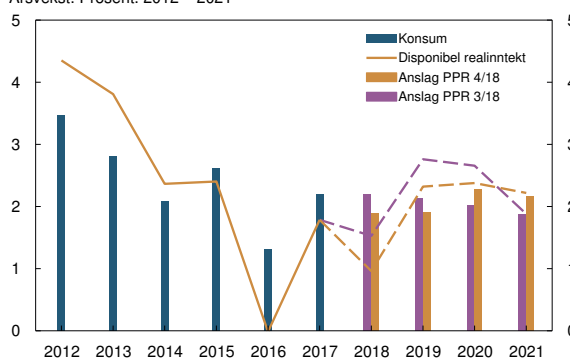
Vi venter at realinntektsveksten vil bli høyere i årene fremover enn i de siste par årene. Økte netto renteutgifter vil isolert sett dempe veksten i disponible inntekter. Den høye gjeldsbelastningen blant husholdningene gjør at denne effekten vil være større enn tidligere. I anslagene blir dette likevel mer enn motvirket av økt sysselsetting og tiltakende lønns-

Figur 3.2 Produksjonsvekst i ulike næringer ifølge Regionalt nettverk. Annualisert. Prosent



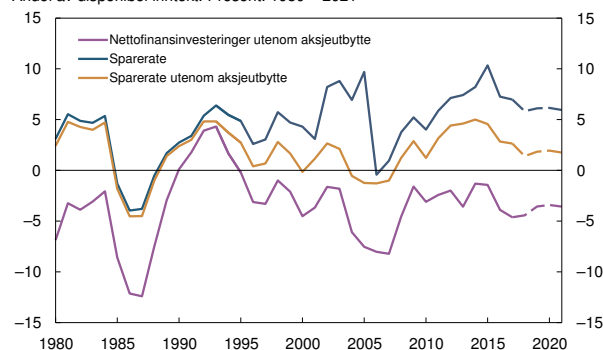
Kilde: Norges Bank

Figur 3.3 Husholdningenes konsum¹⁾ og disponibel realinntekt²⁾. Årsvekst. Prosent. 2012 – 2021³⁾



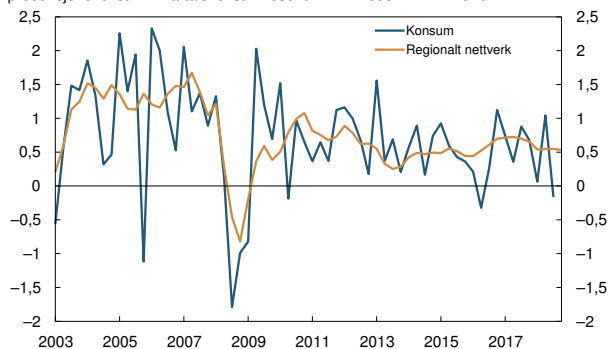
1) Inkluderer konsum i ideelle organisasjoner.
2) Eksklusive aksjeutbytte. Inkluderer inntekt i ideelle organisasjoner.
3) Anslag for 2018 – 2021 (stiplet).
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 3.4 Husholdningenes sparing og nettofinansinvesteringer. Andel av disponibel inntekt. Prosent. 1980 – 2021¹⁾



1) Anslag for 2018 – 2021 (stiplet).
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 3.5 Husholdningenes konsum¹⁾ og Regionalt nettverks indikator for produksjonsvekst²⁾. Kvartalsvekst. Prosent. 1. kv. 2003 – 4. kv. 2018



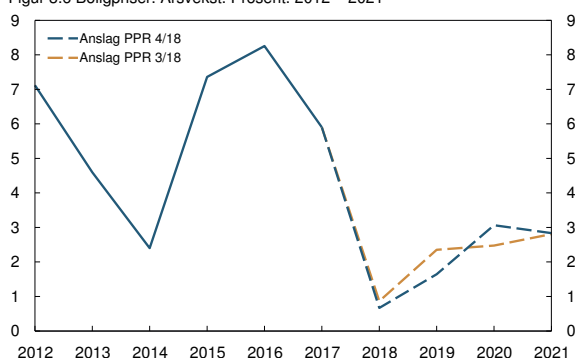
1) Inkluderer konsum i ideelle organisasjoner. Sesongjustert.
2) Vektet gjennomsnitt av produksjonsveksten siste tre måneder for varehandelen og husholdningsrettet tjenesteyting. Kvartalstallene er beregnet som en sammenvæktning av tremånederstall basert på når intervjuene er foretatt.
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

vekst, samt utsikter til nedgang i elektrisitetsprisene den nærmeste tiden.

Sammenlignet med forrige rapport er anslaget for realinntektsveksten noe lavere i år og neste år, men lite endret lenger frem. Nedjusteringen skyldes utsikter til svakere lønns- og sysselsetningsvekst, samt lavere stønader enn tidligere lagt til grunn.

Samlet sett er veksten i husholdningenes konsum anslått å øke litt de nærmeste årene. Sammenlignet med forrige rapport er anslagene litt lavere for 2018 og 2019, men litt høyere lenger frem. Nedjusteringen den nærmeste tiden må ses i sammenheng med lavere realinntektsvekst. Lenger frem er utsikter til en lavere realrente enn tidligere lagt til grunn ventet å bidra til at oppgangen i spareraten blir mindre enn anslått i forrige rapport.

Figur 3.6 Boligpriser. Årsvekst. Prosent. 2012 – 2021¹⁾



1) Anslag for 2018 – 2021.
Kilder: Eiendom Norge, Eiendomsverdi, Finn.no og Norges Bank

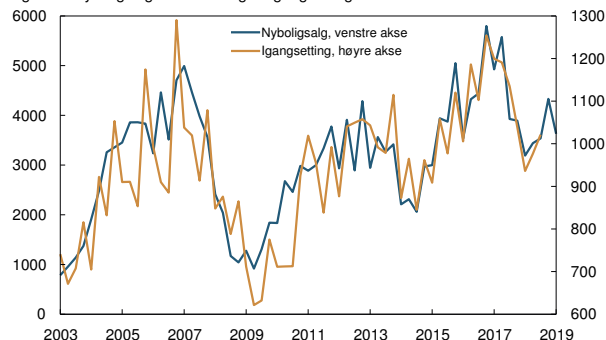
Husholdningenes kjøp av varer og tjenester blir i stadig større grad gjort over internett. Se ramme på side 38 for en gjennomgang av hvordan netthandel fanges opp i statistikken.

Lav boligprisvekst

Etter en markert økning fra 2014 til 2017, har boligprisene samlet sett endret seg lite det siste året, se figur 3.6. De siste månedene har prisene falt litt, og vært lavere enn anslått i forrige rapport.

Det har vært god omsetning i boligmarkedet den siste tiden. Antallet usolgte boliger har trolig gått litt ned, men er fremdeles på et høyt nivå. Samtidig er et stort antall boliger under bygging og mange ventes å bli ferdigstilt den nærmeste tiden. Økt ferdigstilling vil trolig bidra til å dempe boligprisveksten den nærmeste tiden.

Figur 3.7 Nyboligsalg.¹⁾ Antall boliger. Igangsetting. 1000 kvm. 1. kv. 2003 – 1. kv. 2019



1) Forskjøvet frem to kvartaler. Frem til 1. kv. 2014 er serien basert på nyboligsalget på Østlandet.
Kilder: ECON, Samfunnsøkonomisk analyse, Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Utsikter til økt sysselsetting og høyere lønnsvekst i årene fremover taler isolert sett for at boligprisveksten vil tilta, mens stigende renter demper oppgangen. Samlet sett venter vi at boligprisveksten vil bli litt høyere i årene fremover. Sammenlignet med forrige rapport er anslagene lite endret for prognoseperioden samlet. For en nærmere omtale av boligmarkedet, se kapittel 5.

Stabilisering i boliginvesteringene

Boliginvesteringene, slik de måles i nasjonalregnskapet, falt markert fra i fjor høst til i sommer, etter å ha økt i årene før. Fra andre til tredje kvartal i år var nivået på

boliginvesteringene lite endret. Utviklingen var i tråd med anslagene fra forrige rapport.

Boliginvesteringene er nå tilbake på nivået fra utgangen av 2015. Vi tror fallet i boliginvesteringene er over, og at de vil endre seg lite den nærmeste tiden. Tilbakemeldingene fra Regionalt nettverk tyder på at boligbyggingen vil avta fremover, men i et saktere tempo enn tidligere. På den annen side har både igangsatt bruksareal og nyboligsalget økt litt i år, se figur 3.7.

Historisk har det vært en relativt tett sammenheng mellom boliginvesteringer og realboligpriser, se figur 3.8. I tråd med det legger vi til grunn svak vekst i boliginvesteringene i årene fremover. Sammenlignet med forrige rapport er anslagene for boliginvesteringene litt oppjustert. Det må ses i sammenheng med utsikter til en mindre økning i boliglånsrenten enn tidligere ventet.

Høyt nivå på foretaksinvesteringene

Så langt i år har veksten i foretaksinvesteringene vært litt høyere enn lagt til grunn i forrige rapport. Målt i prosent av BNP for Fastlands-Norge ligger investeringene nå en del høyere enn sitt historiske gjennomsnitt, se figur 3.9.

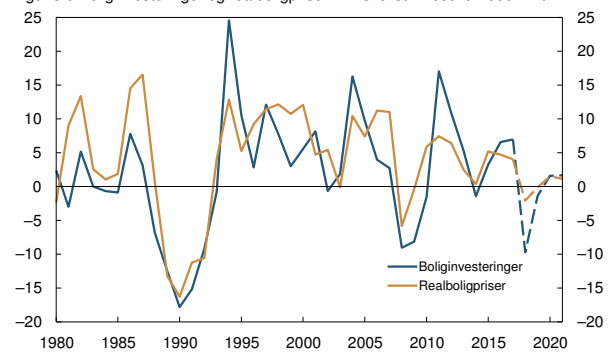
Investeringsandelen øker normalt i oppgangskonjunkturer. Sammenlignet med historiske erfaringer ser økningen i foretaksinvesteringene denne gangen ut til å ha kommet i en tidlig fase av konjunkturoppgangen. En stor del av oppgangen skyldes økte investeringer i biler og i programvarer og databaser, se figur 3.10. Oppgangen i foretakenes bilinvesteringer kan henge sammen med at flere privatpersoner nå leaser bil i stedet for å kjøpe.

Vi venter at foretaksinvesteringene øker videre neste år, i takt med at kapasitetsutnyttningen tiltar. Økte renter kan etter hvert bidra til å dempe veksten. At foretakene har investert mye de siste par årene, kan i tillegg være med å redusere investeringsbehovet fremover. For 2020 og 2021 anslår vi at nivået på foretaksinvesteringene vil holde seg om lag uendret. Sammenlignet med forrige rapport er anslagene for foretaksinvesteringene litt oppjustert for prognoseperioden samlet. Det må ses i sammenheng med utsikter til en lavere realrente enn tidligere lagt til grunn.

Eksporsten tar seg videre opp

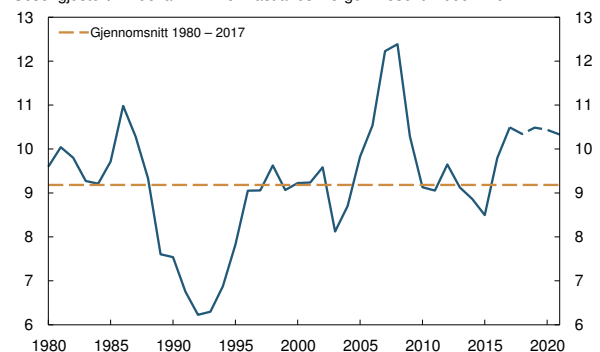
Eksporsten fra Fastlands-Norge har økt lite de siste årene, til tross for at den kostnadmessige konkur-

Figur 3.8 Boliginvesteringer og realboligpriser¹⁾. Årsvekst. Prosent. 1980 – 2021²⁾



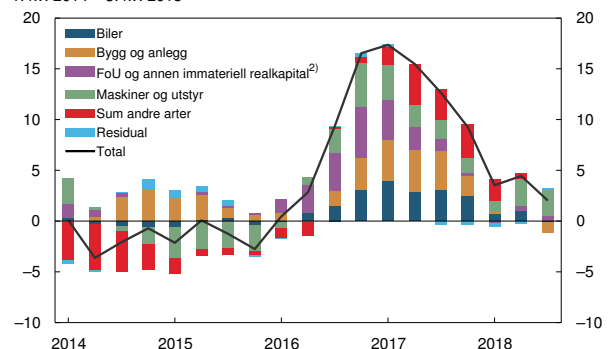
1) Bruktboligpriser deflatert med KPI.
2) Anslag for 2018 – 2021 (stiplet).
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 3.9 Foretaksinvesteringer. Sesongjustert. Andel av BNP for Fastlands-Norge. Prosent. 1980 – 2021¹⁾



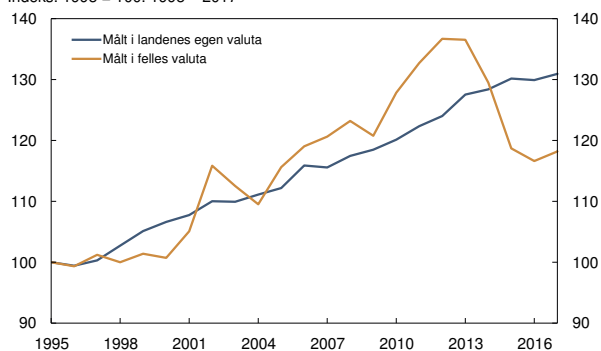
1) Anslag for 2018 – 2021 (stiplet).
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 3.10 Foretaksinvestering i Fastlands-Norge etter investeringsart.¹⁾ Bidrag til vekst siste fire kvartal fra foregående fire kvartal. Prosentenheter. 1. kv. 2014 – 3. kv. 2018



1) Fordelingen etter investeringsart bygger på Norges Banks beregninger.
2) Programvarer og databaser inngår i immateriell realkapital.
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 3.11 Norske lønnskostnader relativt til handelspartnernes lønnskostnader.¹⁾ Indeks. 1995 = 100. 1995 – 2017

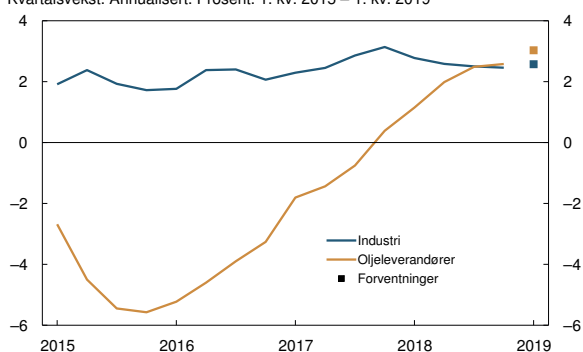


¹⁾ Timelønnskostnader i industrien.
Kilder: Det tekniske beregningsutvalget for inntektsoppgjørene (TBU), Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

ranseevnen er betydelig bedret, se figur 3.11. Den svake utviklingen gjenspeiler i stor grad at eksporten fra norske oljeleverandører har falt kraftig som følge av nedgangen i globale petroleumsinvesteringer.¹ I tillegg har eksporten av sjømat og industrielle råvarer blitt begrenset av produksjonskapasiteten.

Eksporten fra oljeleverandørene har tatt seg opp siden i fjor vinter. Oppgangen har vært større enn anslått i forrige rapport. Den øvrige fastlandseksporten har økt moderat, og litt mindre enn ventet. Tilbakemeldingene fra Regionalt nettverk tyder på at veksten i oljeleverandørekseporten kan tilta den nærmeste tiden, se figur 3.12, mens den øvrige eksportindustrien venter at veksten vil holde seg stabil.

Figur 3.12 Eksportrettet produksjon ifølge Regionalt nettverk.¹⁾ Kvartalsvekst. Annualisert. Prosent. 1. kv. 2015 – 1. kv. 2019²⁾

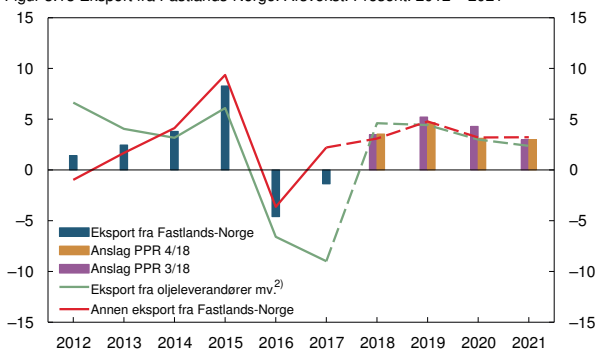


¹⁾ Rapportert vekst siste tre måneder konvertert til kvartalstall. Kvartalstall er beregnet som en sammenveking av tremåneders tall basert på når intervjuene er foretatt.
²⁾ 1. kv. 2019 er forventet vekst neste seks måneder målt i november.
Kilde: Norges Bank

Vi venter at eksporten fra oljeleverandørene vil øke også i årene fremover, drevet av oppgang i globale offshoreinvesteringer. Den øvrige fastlandseksporten ventes også å tilta, særlig i de delene av råvarebasert industri som har investert i økt produksjonskapasitet. Vi anslår at den samlede fastlandseksporten vil øke fra i fjor til i år og at veksten vil tilta noe neste år. Deretter venter vi at veksten dempes noe som følge av en gradvis styrking av kronekursen og avtakende vekst hos våre handelspartnere.

Sammenlignet med forrige rapport er anslagene for eksportveksten nedjustert, se figur 3.13. Svakere kronekurs bidrar isolert sett positivt til utsiktene for eksportveksten i årene fremover. På den annen side tilsier nedgangen i oljeprisen at oljeleverandørekseporten vil øke mindre enn tidligere lagt til grunn. Samtidig ser kapasitetsbegrensningene for sjømatsektoren ut til å være mer langvarige enn tidligere ventet.

Figur 3.13 Eksport fra Fastlands-Norge. Årsvekst. Prosent. 2012 – 2021¹⁾



¹⁾ Anslag for 2018 – 2021 (stiplet).
²⁾ Vare- og tjenestegrupper i nasjonalregnskapet hvor oljeleverandører står for en betydelig del av eksporten.
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Oppgangen i norsk økonomi tilsier at også importen tar seg opp i årene fremover. Investeringer har normalt høy importandel. Utsikter til at petroleumsinvesteringene stiger mer enn resten av etterspørselen trekker derfor i retning av at importen vil vokse raskere enn fastlands-BNP i årene fremover. Så langt i år har importen økt mindre enn ventet. Vi anslår at importveksten tiltar neste år, for deretter å holde seg om lag uendret, se figur 3.14.

¹ For en nærmere gjennomgang, se Naug, B. og E. Nordbø «Hvor mye drahjelp har vi fått av kronesvekkelsen? Del 1 og Del 2» på Bankplassen Blogg.

Anslagene er usikre

Veksten i norsk økonomi kan bli sterkere enn vi anslår. Investeringsandelen er allerede over sitt historiske gjennomsnitt, men historiske erfaringer tilsier at investeringene kan øke mye i oppgangstider. På den annen side kan økende proteksjonisme internasjonalt og stor usikkerhet rundt politiske prosesser i Europa dempe veksten ute mer enn vi ser for oss. Det kan føre til svakere etterspørsel etter norsk eksport og lavere oljepris. Vi er også usikre på husholdningenes tilpasning når rentene øker. Etter en lang periode med lave renter og tiltakende gjeldsbelastning i husholdningene, vil effekten på konsumet av økte renter trolig være sterkere enn det som følger av historiske erfaringer.

3.2 ARBEIDSMARKED OG PRODUKSJONSGAP

Fortsatt bedring i arbeidsmarkedet

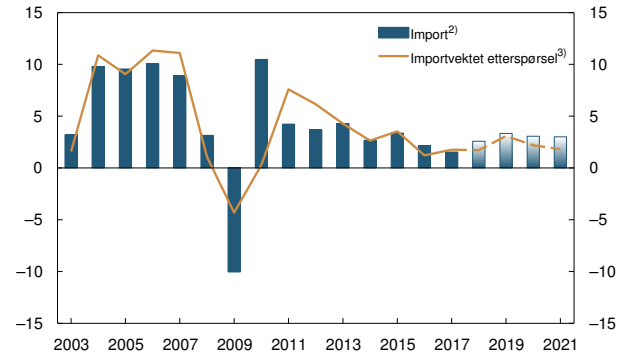
Det er god vekst i sysselsettingen, se figur 3.15. Etter at oppgangen startet i 2016 er rundt 80 000 flere personer i jobb ifølge kvartalsvis nasjonalregnskap (KNR). Fra andre til tredje kvartal i år økte sysselsettingen med 0,4 prosent. Det er i tråd med vårt anslag i septemberrapporten.

Det er flere tegn til at sysselsettingsveksten vil fortsette den nærmeste tiden. Utviklingen i antall ledige stillinger tyder på at etterspørselen etter arbeidskraft øker, se figur 3.16. Kontaktene i vårt regionale nettverk meldte i november om god vekst i sysselsettingen de foregående tre månedene, og de ventet fortsatt vekst de kommende tre månedene, se figur 3.17. Også Norges Banks forventningsundersøkelse indikerer at sysselsettingen vil øke videre de neste tolv månedene.

Oppgangen i sysselsettingen har langt på vei blitt fulgt av en nedgang i arbeidsledigheten. Fra toppen i 2016 til januar i år avtok den registrerte ledigheten fra 3,1 til 2,4 prosent, se figur 3.18. Så langt i år har ledigheten endret seg lite. I november var ledigheten 2,4 prosent. Endringer i NAVs rutiner bidro ifølge NAV med en oppgang i ledigheten i november på anslagsvis 0,1 prosentenheter. Korrigert for dette har den registrerte ledigheten utviklet seg i tråd med anslagene i forrige rapport. Effekten av regelendringene er ventet å være varig, og vi anslår at ledigheten endrer seg lite de neste månedene, se tabell 3b i vedlegget.

Flere forhold kan trolig forklare at fallet i den registrerte arbeidsledigheten har bremset. I tillegg til rutineendringen i november gjorde NAV også endringer i

Figur 3.14 Import. Årsvekst. Prosent. 2003 – 2021¹⁾



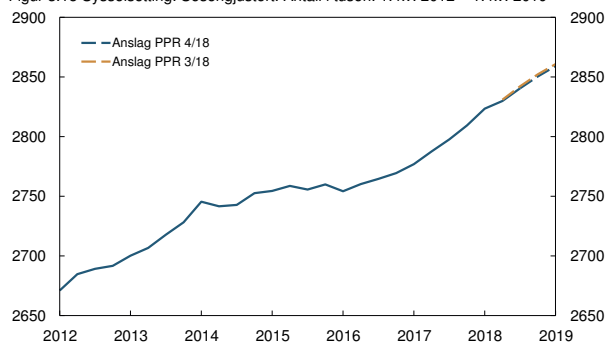
1) Anslag for 2018 – 2021 (stiplet og gradert).

2) Import utenom fly, skip, olje, gass, oljeplattformer, rørtransport og skipsfartstjenester.

3) Vektet sum av privat konsum, offentlig etterspørsel, foretaksinvesteringer, boliginvesteringer, petroleumsinvesteringer og fastlandseksport. Vektene er gitt ved Statistisk sentralbyrås beregninger av importandeler. Sist dokumentert i Konjunkturtrendensene 2018/1.

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 3.15 Sysselsetting. Sesongjustert. Antall i tusen. 1. kv. 2012 – 1. kv. 2019¹⁾

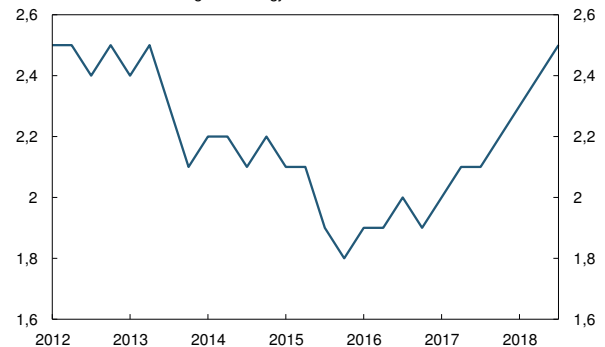


1) Anslag for 4. kv. 2018 – 1. kv. 2019.

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

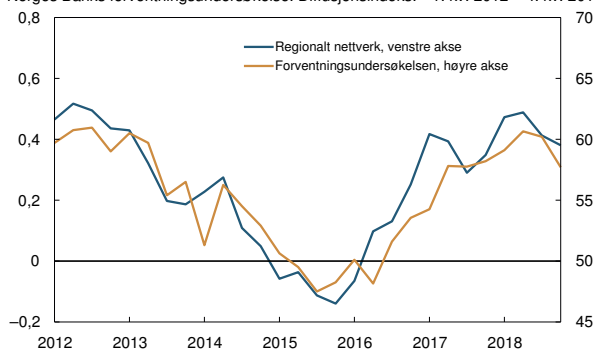
Figur 3.16 Ledige stillinger.

Andel av totalt antall stillinger. Sesongjustert. Prosent. 1. kv. 2012 – 3. kv. 2018



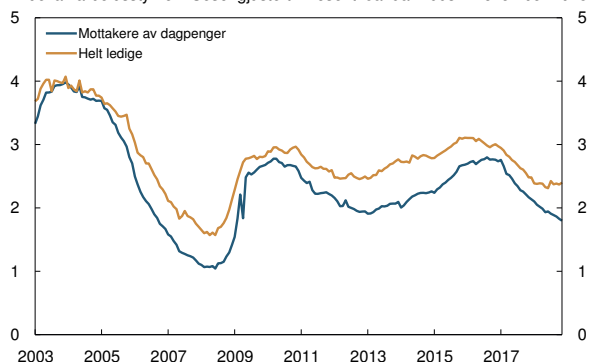
Kilde: Statistisk sentralbyrå

Figur 3.17 Forventet sysselsetting. Regionalt nettverk.¹⁾ Kvartalsvekst. Prosent. Norges Banks forventningsundersøkelse. Diffusjonsindeks.²⁾ 1. kv. 2012 – 4. kv. 2018



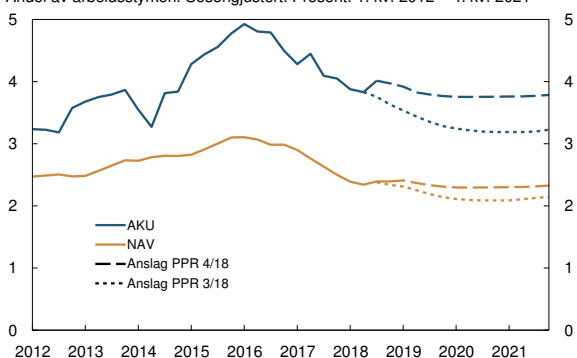
1) Forventet endring i sysselsetting neste tre måneder.
2) Andel av næringslivsledere som venter "flere ansatte" i egen bedrift neste tolv måneder + 1/2 * andel som venter "like mange ansatte".
Kilder: Epinion og Norges Bank

Figur 3.18 Dagpengemottakere¹⁾ og arbeidsledige ifølge NAV. Andel av arbeidsstyrken. Sesongjustert. Prosent. Januar 2003 – november 2018



1) Om lag halvparten av de helt ledige mottar dagpenger. I tillegg er det noen delvis ledige og personer på tiltak som har rett på dagpenger.
Kilder: NAV og Norges Bank

Figur 3.19 Arbeidsledige ifølge AKU¹⁾ og NAV²⁾. Andel av arbeidsstyrken. Sesongjustert. Prosent. 1. kv. 2012 – 4. kv. 2021³⁾



1) Arbeidskraftundersøkelsen.
2) Registrert arbeidsledighet.
3) Anslag for 4. kv. 2018 – 4. kv. 2021.
Kilder: NAV, Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

regler og rutiner i juli som er anslått å ha bidratt til økt registrert ledighet. Det er dessuten grunn til å tro at flere registrerer seg som ledige når jobbutsiktene bedres.

Dagpengemottakere som andel av arbeidsstyrken er en annen indikator for utviklingen i arbeidsmarkedet (figur 3.18). Denne indikatoren påvirkes trolig i liten grad av de nylige regelendringene. Mens den registrerte ledigheten har endret seg lite i år, har dagpengeraten avtatt videre. Den er nå lavere enn den var før oljeprisfallet i 2014. Omfanget av nedbemanninger som meldes til NAV, har også avtatt de siste månedene.

Arbeidskraftundersøkelsen (AKU) har over noe tid indikert en svakere utvikling i arbeidsmarkedet enn registerdata for sysselsetting og ledighet tyder på. De siste månedene har AKU-sysselsettingen økt markert, og nivået er mer forenlig med registerdata. Til tross for oppgangen i sysselsettingen har AKU-ledigheten holdt seg oppe. Det skyldes at arbeidsstyrken har økt betydelig den siste tiden. Oppgangen i arbeidsstyrken har vært noe sterkere enn vi anslo i forrige rapport. Det er vanlig at arbeidsstyrken øker når utsiktene til å få arbeid bedres, men normalt vil arbeidsstyrken øke mindre enn sysselsettingen, slik at ledigheten avtar. I september var AKU-ledigheten 4,0 prosent. Det var høyere enn anslått i forrige rapport.

Vekst i sysselsettingen videre fremover

Med god vekst i fastlandsøkonomien den nærmeste tiden er det utsikter til at sysselsettingsveksten holder seg oppe. Videre fremover anslår vi at veksten i sysselsettingen avtar gradvis, etter hvert som BNP-veksten dempes. Anslagene for sysselsettingen er litt lavere enn i forrige rapport.

Arbeidsstyrken har lenge vært lavere enn det vi vurderer som et normalnivå. Vi anslår god vekst i arbeidsstyrken fremover som følge av økende etterspørsel etter arbeidskraft. Vi venter likevel at sysselsettingen vil øke mer enn arbeidsstyrken, slik at arbeidsledigheten avtar litt videre i årene fremover, se figur 3.19. Anslagene for registrert ledighet er litt høyere enn i forrige rapport. Det skyldes dels en oppjustering som følge av rutineendring hos NAV og dels at vi anslår litt svakere vekst i norsk økonomi fremover enn i forrige rapport.

De siste årene har avviket mellom AKU-ledigheten og NAV-ledigheten vært klart høyere enn det har vært historisk. I våre siste rapporter har vi lagt til grunn at AKU-ledigheten ville avta raskere enn den registrerte ledigheten, slik at avviket mellom de to ledighetsmålene ville reduseres. Avviket har imidlertid holdt seg oppe. En mulig forklaring på det kan være at AKU nå fanger opp flere enn tidligere av dem som søker arbeid. Utviklingen kan tyde på at forskjellen mellom AKU- og NAV-ledigheten også fremover vil være høyere enn vi tidligere har forutsatt. I denne rapporten har vi derfor valgt å legge til grunn at nivåforskjellen mellom de to ledighetsmålene holder seg oppe. Det innebærer at anslagene for AKU-ledigheten er oppjustert mer enn NAV-ledigheten. Vår nye forutsetning om AKU-ledigheten har ingen konsekvenser for vurderingen av sysselsettingen eller av kapasitetsutnyttningen.

Produksjonsgapet i ferd med å lukkes

De siste årene har produksjonen av varer og tjenester vært lavere enn potensialet. Vår vurdering er at gapet mellom faktisk og potensiell produksjon har blitt stadig mindre siden 2016 (figur 1.1b).

Yrkesfrekvensen, det vil si arbeidsstyrken som andel av befolkningen, har tatt seg markert opp gjennom 2018, se figur 3.20. Samtidig endres alderssammensetningen av befolkningen, slik at stadig flere er kommet opp i aldersgrupper der yrkesdeltakelsen normalt er lav. Det har gitt en fallende trend i yrkesfrekvensen, og yrkesfrekvensen som er forenlig med normal kapasitetsutnyttning, er trolig lavere enn tidligere.

Regionalt nettverk indikerer at kapasitetsutnyttningen økte fra august til november, se figur 3.21. Det ser ut til å være økende knapphet på arbeidstakere med høyere utdanning og med fagutdanning, se ramme på side 40. Regionalt nettverk og utviklingen i arbeidsmarkedet tyder på at kapasitetsutnyttningen har økt og er nær et normalt nivå.

BNP for Fastlands-Norge har vokst litt mindre enn ventet. Lønnsveksten har økt, men ser ut til å være litt lavere enn anslått.

Samlet sett er vår vurdering at kapasitetsutnyttningen har økt de siste månedene, men litt mindre enn vi anslo i forrige rapport. Det er i tråd med beregninger basert på et bredt sett av modeller og indikatorer, se

PRODUKSJONSGAP

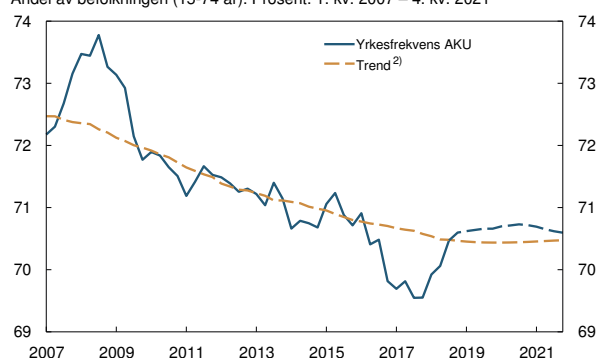
Produksjonsgapet, eller kapasitetsutnyttningen, uttrykker hvor mye av de samlede ressursene i økonomien som er i bruk. Produksjonsgapet er definert som forskjellen mellom den faktiske produksjonen (BNP) og produksjonspotensialet i økonomien. Økonomiens produksjonspotensial er det høyest mulige produksjonsnivået som er forenlig med en stabil pris- og lønnsvekst. Over tid bestemmes veksten i produksjonspotensialet av trendveksten i arbeidsstyrken og produktiviteten.

Produksjonsgapet er en sentral størrelse i pengepolitikken. I rentesettingen legger vi vekt på å jevne ut svingninger i produksjon og sysselsetting. For å oppfylle dette sikter vi mot å holde produksjonsgapet nær null. Det omtaler vi gjerne som normal kapasitetsutnyttning. Et produksjonsgap nær null vil innebære at sysselsettingen er nær det høyeste nivået som er forenlig med prisstabilitet over tid.

Hvis vi forsøker å holde sysselsettingen høyere enn dette, kan lønns- og prisveksten bli for høy. Produksjonsgapet er derfor også en viktig indikator for fremtidig inflasjon, og er dermed knyttet til Norges Banks mål om å sikre lav og stabil inflasjon.

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

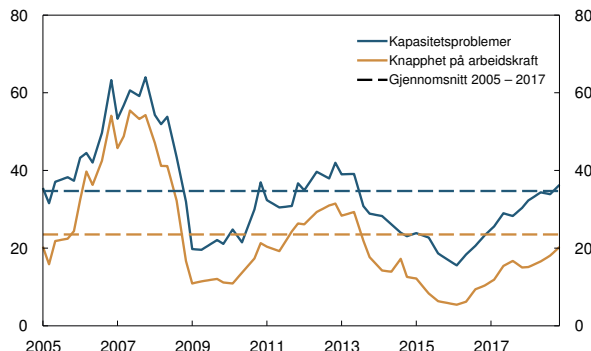
Figur 3.20 Arbeidsstyrken.
Andel av befolkningen (15-74 år). Prosent. 1. kv. 2007 – 4. kv. 2021¹⁾



1) Anslag for 4. kv. 2018 – 4. kv. 2021.

2) Utvikling i yrkesfrekvensen som følge av endringer i alderssammensetningen. Nivået på kurven er basert på yrkesfrekvensene i 2013, da kapasitetsutnyttningen etter vår vurdering var nær et normalt nivå. Kurven faller fordi stadig flere kommer opp i aldersgrupper der yrkesdeltakelsen normalt er lav.
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 3.21 Kapasitetsproblemer¹⁾ og knapphet på arbeidskraft²⁾ ifølge Regionalt nettverk. Prosent. Januar 2005 – november 2018



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

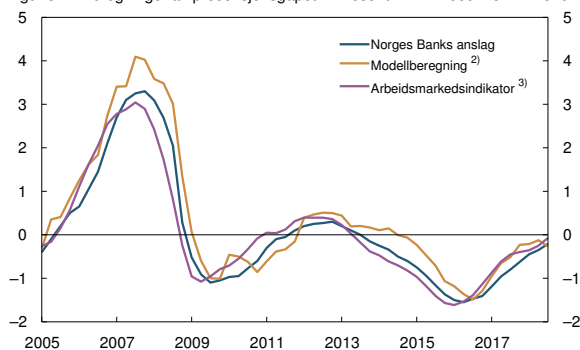
figur 3.22. Kapasitetsutnyttningen er nær et normalt nivå og sysselsettingen er nær det vi mener er det høyeste nivået som er forenlig med prisstabilitet over tid.

Lav befolkningsvekst

I årene fremover anslår vi at produksjonspotensialet i økonomien vokser med omkring 1,5 prosent årlig. Til grunn for anslaget ligger en vekst i trendproduktiviteten på 1 prosent og en trendvekst i arbeidsstyrken på 0,5 prosent i snitt for årene 2019–2021.

Anslaget for veksten i trendproduktiviteten er litt høyere enn gjennomsnittlig produktivitsvekst det siste tiåret. Mens produktivitsveksten i Norge de siste tiårene har vært høyere enn hos våre viktigste handelspartnere, ser vi nå for oss en vekst som er mer på linje med handelspartnerne, se figur 3.23.

Figur 3.22 Beregninger av produksjonsgapet¹⁾. Prosent. 1. kv. 2005 – 3. kv. 2018

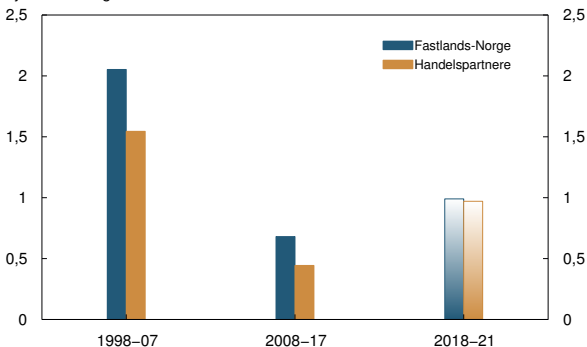


1) Produksjonsgapet måler den prosentvise forskjellen mellom BNP for Fastlands-Norge og anslått potensielt BNP for Fastlands-Norge.
2) For en gjennomgang av modellberegningen, se egen ramme på side 34 i Pengepolitisk rapport 4/17.
3) Indikator for produksjonsgapet basert på arbeidsmarkedet. Nærmere utdyping er gitt i Hagelund, K., F. Hansen og Ø. Robstad (2018) «Modellberegninger av produksjonsgapet». Staff Memo 4/2018. Norges Bank.
Kilde: Norges Bank

Trendveksten i arbeidsstyrken har falt de siste årene. Det skyldes i hovedsak at befolkningsveksten har avtatt på grunn av lavere arbeidsinnvandring. Aldring av befolkningen har også trukket trendveksten ned. I tråd med SSBs befolkningsfremskrivninger legger vi til grunn at befolkningsveksten blir lav også fremover. Anslagene innebærer at arbeidsinnvandringen tar seg litt opp, men betydelig mindre enn den gjorde i begynnelsen av dette tiåret, da store deler av Europa var i lavkonjunktur. Tilbakemeldinger fra Regionalt Nettverk (ramme side 40) gir støtte til antakelsen om at arbeidsinnvandringen vil ta seg litt opp.

Vi anslår at produksjonsgapet øker frem til begynnelsen av 2020. Deretter venter vi at gapet reduseres litt igjen. Anslagene for kapasitetsutnyttningen er noe lavere enn i forrige rapport gjennom prognoseperioden.

Figur 3.23 Produktivitsvekst i Norge og hos handelspartnere¹⁾. Gjennomsnittlig årsvekst. Prosent



1) Aggregat for produktivitsvekst for euroområdet, Storbritannia, Sverige og USA.
Kilder: OECD, Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Det er usikkerhet om potensialet i arbeidsstyrken. Over tid har yrkesdeltakelsen avtatt både blant unge og blant menn i kjernegruppen i arbeidsstyrken. Det er usikkert om denne trenden vil fortsette. Også arbeidsinnvandringen kan bli en annen enn vi anslår. Samtidig er det usikkerhet om produktivitsveksten. Ny teknologi og økende digitalisering kan føre til at produktivitsveksten blir høyere fremover, men det kan ta tid før det slår ut i tallene. Økte handelshindringer og proteksjonisme kan på den annen side redusere produktivitsveksten på noe sikt.

3.3 KOSTNADER OG PRISER

Økt prisvekst det siste året

Prisveksten har økt det siste året, se figur 3.24. Både underliggende prisvekst og elektrisitetspriser har bidratt til oppgangen. Underliggende inflasjon har økt blant annet som følge av tiltakende lønnsvekst.

Siden forrige rapport har tolv månedersveksten i både KPI og KPI justert for avgifter og uten energivarer (KPI-JAE) steget videre. Lavere elektrisitetsprisvekst har isolert sett bidratt til å dempe veksten i KPI. I november var tolv månedersveksten KPI-JAE 2,2 prosent, mens tolv månedersveksten i andre indikatorer for underliggende inflasjon var mellom 1,8 og 2,5 prosent. Disse indikatorene har samlet sett holdt seg relativt stabile den siste tiden, se ramme på side 32. Langsiktige inflasjonsforventninger ser ut til å holde seg nær, men litt over 2 prosent, se ramme på side 32.

Prisveksten har vært høyere enn ventet

Tolv månedersveksten i KPI-JAE i november var høyere enn ventet, både for norskproduserte varer og tjenester og for importerte varer, se figur 3.25. At den innenlandske prisveksten var høyere enn anslått skyldes i hovedsak at prisene på matvarer og flyreiser steg mer enn lagt til grunn.

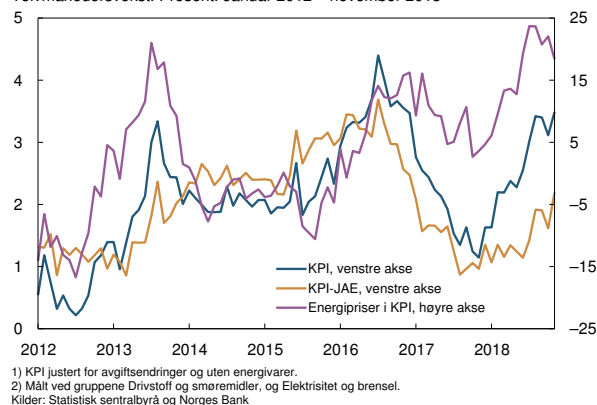
Vi venter at tolv månedersveksten i KPI-JAE vil holde seg høyere enn tidligere anslått den nærmeste tiden. Det skyldes i første rekke utsikter til at den importerte prisveksten vil bli værende høyere enn tidligere ventet. Oppjusteringen må ses i sammenheng med at kronen har holdt seg svakere enn lagt til grunn i forrige rapport. Også den innenlandske prisveksten er ventet å holde seg litt høyere enn tidligere anslått, til tross for at oppgangen i prisveksten på flyreiser er antatt å være forbigående. Anslagene for KPI-JAE er nær fremskrivningen fra SAM for inneværende og neste kvartal, se figur 3.26, og gir en årsvekst i KPI-JAE i 2018 på 1,5 prosent.

Terminprisene for elektrisitet og drivstoff indikerer en nedgang i energiprisveksten fremover. Tolv månedersveksten i KPI er dermed ventet å avta den nærmeste tiden. På årsbasis anslår vi at KPI øker med 2,7 prosent i 2018.

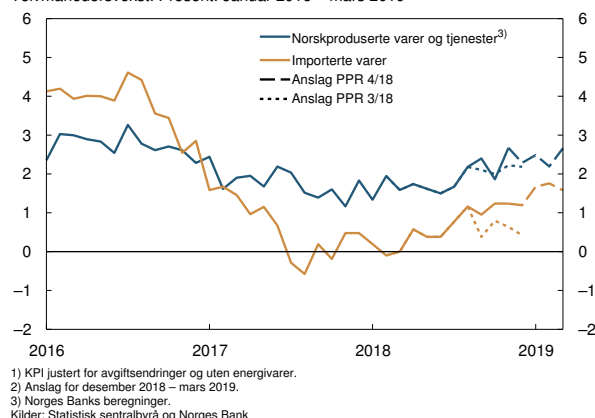
Lønnsveksten har vært litt lavere enn ventet

Lønnsveksten steg i fjor etter å ha falt i årene før. I år venter vi at lønnsveksten øker videre til 2,7 prosent.

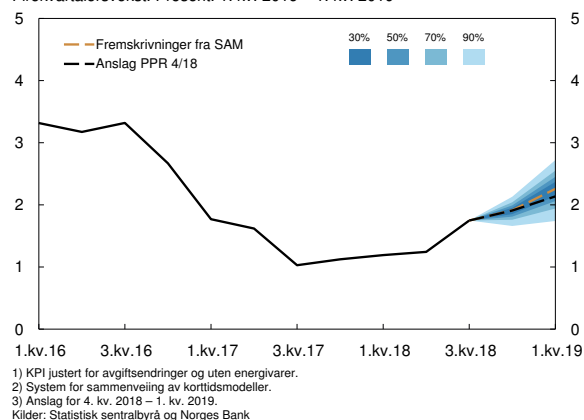
Figur 3.24 KPI, KPI-JAE¹⁾ og energipriser i KPI²⁾. Tolv månedersvekst. Prosent. Januar 2012 – november 2018



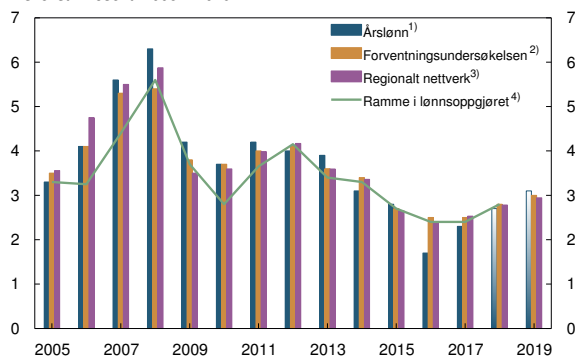
Figur 3.25 KPI-JAE¹⁾ fordelt etter leveringssektor. Tolv månedersvekst. Prosent. Januar 2016 – mars 2019²⁾



Figur 3.26 KPI-JAE¹⁾ med usikkerhetsvitte fra SAM²⁾. Firekvartalersvekst. Prosent. 1. kv. 2016 – 1. kv. 2019³⁾



Figur 3.27 Lønn, lønnsramme og lønnsforventninger. Årsvekst. Prosent. 2005 – 2019

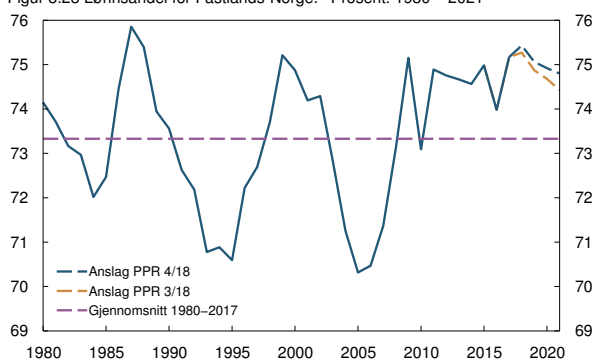


1) Faktisk årslønnsvekst fra Statistisk sentralbyrå. Norges Banks anslag for 2018 og 2019 (gradert).
 2) Partene i arbeidslivets forventninger til årslønnsvekst inneværende år målt ved Norges Banks forventningsundersøkelse i 4. kvartal hvert år og forventningene til årslønnsvekst i 2019 målt i 4. kvartal 2018.
 3) Forventninger til årslønnsvekst inneværende år fra Regionalt nettverk i 4. kvartal hvert år og forventninger til årslønnsvekst i 2019 i november 2018.
 4) For 2014: for industriarbeidere, som anslått av riksmegler eller NHO. Fra 2014: for industrien samlet, basert på vurderinger gjort av NHO i forståelse med LO.
 Kilder: Epinion, Kantar TNS, LO, NHO, Opinion, Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Anslaget er litt nedjustert fra forrige rapport og litt lavere enn rammen for årets lønnsoppgjør, se figur 3.27. Både avtalt månedslønn og lønn per normalårsverk viser en noe lavere lønnsvekst så langt i år enn tidligere ventet.

For årene fremover legger vi til grunn at et strammere arbeidsmarked og bedringen i bytteforholdet de siste par årene vil bidra til at lønnsveksten øker videre.² Anslaget vårt for lønnsveksten i 2019 er noe høyere enn det tilbakemeldingene fra Regionalt nettverk og Norges Banks forventningsundersøkelse skulle tilsi. I tidligere år har respondentene i disse undersøkelsene hatt en tendens til å undervurdere lønnsveksten når kapasitetsutnyttningen er over sitt normalnivå.

Figur 3.28 Lønnsandel for Fastlands-Norge.¹⁾ Prosent. 1980 – 2021²⁾

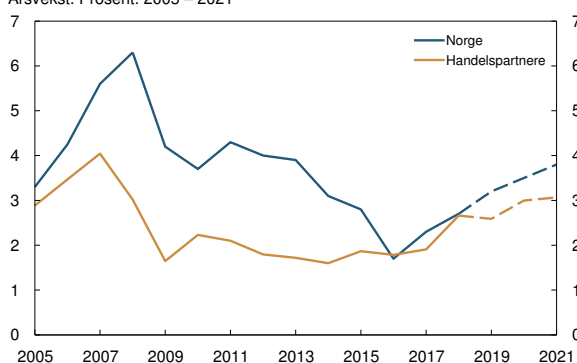


1) Lønnskostnader som andel av lønnskostnader og driftsresultat.
 2) Anslag for 2018 – 2021.
 Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Lønnsanslagene er moderate sammenlignet med tidligere oppgangskonjunkturer, og de er forenlige med en bedring i bedriftenes lønnsomhet i årene fremover, se figur 3.28. Utsikter til fortsatt moderat lønnsvekst må ses i lys av at produktivitetsveksten er ventet å holde seg lav.

Sammenlignet med forrige rapport er anslagene for lønnsveksten litt nedjustert for prognoseperioden samlet. Nedjusteringen må ses i sammenheng med utsikter til lavere oljepris og litt lavere kapasitetsutnyttning i årene fremover enn tidligere lagt til grunn. Nedgangen i oljeprisen tilsier en svakere utvikling i bytteforholdet.

Figur 3.29 Lønnsvekst i Norge og hos viktige handelspartnere¹⁾. Årsvekst. Prosent. 2005 – 2021²⁾



1) Aggregat for lønnsvekst for handelspartnere er basert på lønnskostnader per ansatt i euroområdet, Storbritannia, Sverige og USA.
 2) Anslag for 2018 – 2021 (stiplet).
 Kilder: Statistisk sentralbyrå, Thomson Reuters og Norges Bank

Vi tror at lønnsveksten i Norge blir noe høyere enn hos våre viktigste handelspartnere i årene fremover, se figur 3.29. De siste tiårene har produktivitetsveksten i Norge vært høyere enn hos handelspartnerne. Sammen med bytteforholdsgevinster har det trolig gitt rom for høyere lønnsvekst. For årene fremover ser vi for oss at produktivitetsveksten her hjemme vil være om lag som hos handelspartnerne (figur 3.23). Bedringen i bytteforholdet overfor utlandet de siste par årene trekker likevel i retning av noe høyere lønnsvekst i Norge.

Utsikter til prisvekst nær 2 prosent

Utover i prognoseperioden venter vi at høyere kapasitetsutnyttning og lønnsvekst bidrar til å løfte prisveksten, særlig på norskproduserte varer og tjenester, se figur 3.30. Økte internasjonale prisimpulser i fjor og i år (figur

2 For en estimert lønnsmodell, se Brubakk, L., K. Hagelund og E. Husabø (2018) «The Phillips curve and beyond – Why has wage growth been so low?». Staff Memo 10/2018. Norges Bank.

2.8) bidrar til å trekke opp prisene på importerte varer. Prisveksten på importerte varer er ventet å øke fra i år til neste år, for så å avta etter hvert som kronen gradvis styrker seg. Samlet sett anslår vi at årsveksten i KPI-JAE vil være nær 2 prosent de neste årene, se figur 3.31.

Sammenlignet med forrige rapport er anslagene for KPI-JAE justert noe opp de nærmeste årene, mens de er om lag uendrede ved utgangen av 2021 (figur 1.1d). Oppjusteringen skyldes at vi nå anslår en noe svakere kronekurs de neste årene enn i forrige rapport og at de internasjonale prisimpulsene for i år og neste år ser ut til å bli noe høyere enn tidligere lagt til grunn. Utsikter til lavere lønnsvekst enn tidligere ventet bidrar isolert sett til å dempe prisveksten.

Vi legger til grunn at energiprisene i KPI avtar fremover, i tråd med terminprisene for elektrisitet og bensin. Sammenlignet med forrige rapport er anslaget for energiprisene litt høyere det nærmeste året og litt lavere mot slutten av prognoseperioden, se figur 3.32.

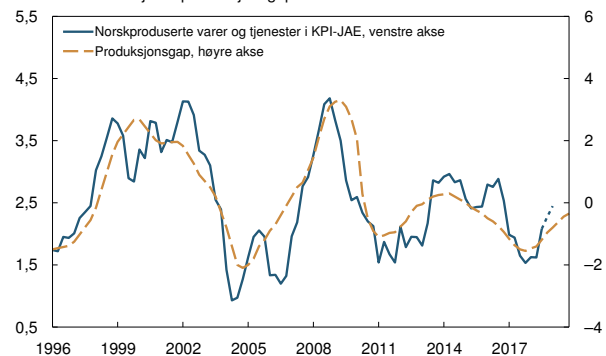
Samlet innebærer anslagene for KPI-JAE og energiprisene at firekvarteralsveksten i KPI avtar det neste året, før veksten tiltar igjen. Ved utgangen av 2021 er firekvarteralsveksten i KPI litt under 2 prosent. Anslagene for KPI er noe høyere for 2019 og 2020 enn i forrige rapport, men er ellers lite endret.

Anslagene for KPI og årslønnsveksten innebærer uendret gjennomsnittlig reallønn fra i fjor til i år, før den stiger utover i prognoseperioden (figur 1.13). Sammenlignet med forrige rapport er anslagene for real-lønnsveksten litt lavere for prognoseperioden samlet. Det må ses i sammenheng med fallet i oljeprisen og at oppgangen i kapasitetsutnyttningen ser ut til å bli noe mindre enn tidligere anslått.

Anslagene er usikre

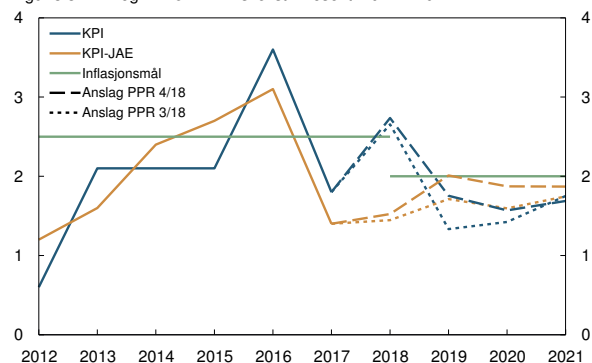
Det er usikkerhet rundt anslagene for pris og lønnsveksten. Vi legger til grunn at bedringen i bytteforholdet de siste par årene og et strammere arbeidsmarked bidrar til å løfte lønnsveksten, men det er usikkert i hvor stor grad. Lønnsomheten i deler av oljerelatert industri er fortsatt lav. På den annen side kan økt aktivitet og tilstrømming i arbeidsmarkedet, eller en fortsatt svak kronekurs, løfte lønns- og prisveksten mer enn vi nå anslår.

Figur 3.30 Norskproduserte varer og tjenester i KPI-JAE¹. Firekvarteralsvekst. Prosent. Tidsforskjøvet produksjonsgap². Prosent. 1. kv. 1996 – 4. kv. 2019



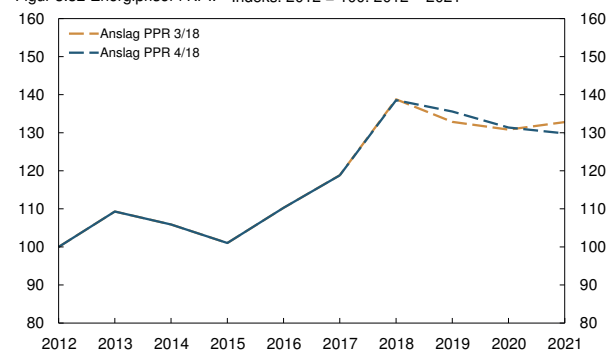
1) KPI justert for avgiftsendringer og uten energivarer. Norges Banks beregninger. 1. kv. 1996 – 3. kv. 2018. Anslag for 4. kv. 2018.
2) Produksjonsgapet måler den prosentvise forskjellen mellom BNP for Fastlands-Norge og anslått potensielt BNP for Fastlands-Norge. Gapet er her forskjøvet frem seks kvartaler og viser tall for 3. kv. 1994 – 3. kv. 2018.
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 3.31 KPI og KPI-JAE¹. Årsvekst. Prosent. 2012 – 2021



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

Figur 3.32 Energi priser i KPI.¹ Indeks. 2012 = 100. 2012 – 2021²



1) Vektet gjennomsnitt av prisene for drivstoff og smøremidler og for elektrisitet og brensel i KPI. Anslaget er basert på terminpriser for elektrisitet, bensin og olje.
2) Anslag for 2018 – 2021 (stiplet).
Kilder: Nord Pool, Norges vassdrags- og energidirektorat, Thomson Reuters og Norges Bank

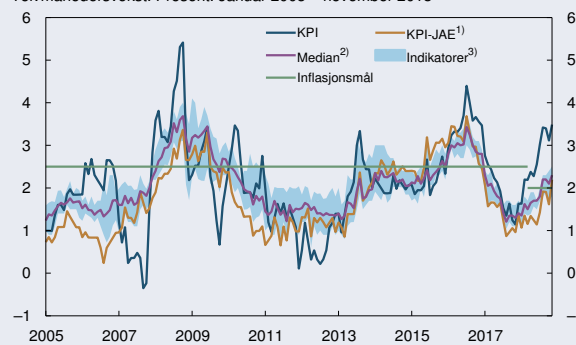
INDIKATORER FOR UNDERLIGGENDE INFLASJON

Inflasjonsstyringen skal være fremoverskuende og fleksibel. Norges Bank setter renten med sikte på å stabilisere årsveksten i KPI på mellomlang sikt. På kort sikt kan forbigående forhold føre til betydelige svingninger i veksten i KPI. Indikatorer for underliggende inflasjon kan være til hjelp for å se gjennom slike svingninger.¹

Den viktigste indikatoren for underliggende inflasjon i Norges Banks analyser er KPI-JAE. De siste par årene har veksten i KPI-JAE vært lavere enn veksten i KPI. Det skyldes i første rekke høy energiprisvekst, men også avgiftsøkninger. Andre indikatorer for underliggende inflasjon viser nå om lag samme prisvekst som KPI-JAE, se figur 3.33. I november var medianen av tolv månedersveksten i disse indikatorene 2,3 prosent, opp fra 1,3 prosent i november i fjor. Den underliggende inflasjonen har samlet sett endret seg lite de fire siste månedene.

¹ For en nærmere gjennomgang av ulike indikatorer, se Husabø, E. (2017) «Indikatorer for underliggende inflasjon i Norge» Staff Memo 13/2017, Norges Bank.

Figur 3.33 KPI og indikatorer for underliggende inflasjon. Tolv månedersvekst. Prosent. Januar 2005 – november 2018



1) KPI justert for avgiftsendringer og uten energivarer.
2) Median av KPIM, KPIXE, 20% trimmet snitt, vektet median, KPI-XV og KPI-felles.
3) Båndet viser høyeste og laveste verdi for KPIM, KPIXE, 20% trimmet snitt, vektet median, KPI-XV og KPI-felles.
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

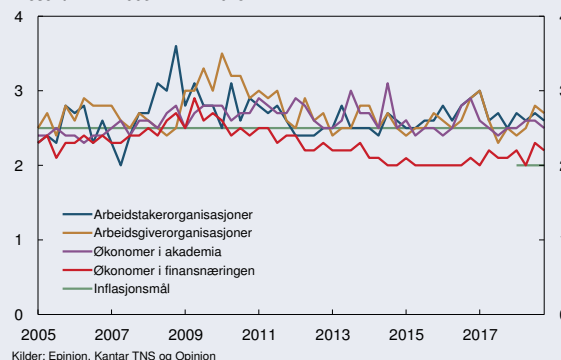
INFLASJONSFORVENTNINGER

Forventninger om fremtidig inflasjon har betydning for mange økonomiske beslutninger, blant annet prissetting og lønnsfastsettelse. Inflasjonsforventninger som er forankret kan gjøre det lettere for pengepolitikken å oppfylle målet om prisstabilitet og bidra til å jevne ut svingninger i produksjon og sysselsetting. Inflasjonsforventningene omtales ofte som forankret når forventningene til prisveksten på mellomlang og lang sikt reagerer lite på ny informasjon og ligger stabilt nær inflasjonsmålet. De siste årene har forventningene til prisveksten på lengre sikt, slik de måles i Norges Banks forventningsundersøkelse, samlet sett vært nær 2,5 prosent, se figur 3.34.¹ Inflasjonsmålet for pengepolitikken ble senket fra 2,5 prosent til 2 prosent i mars i år.

Forventningsundersøkelsen for fjerde kvartal² viste en liten nedgang langsiktige inflasjonsforventninger. I de pengepolitiske rapportene som vi har publisert etter endringen av inflasjonsmålet har vi lagt til grunn at det vil ta noe tid før inflasjonsforventningene tilpasser seg det nye målet. Vi har ikke endret denne antakelsen i lys av svarene fra forventningsundersøkelsen for fjerde kvartal.

¹ For en nærmere gjennomgang, se Erlandsen, S. K. og P. B. Ulvedal (2017) «Er inflasjonsforventningene i Norge forankret?». Staff Memo 12/2017, Norges Bank.
² Forventningsundersøkelsen ble gjennomført fra 2. til 14. november 2018.

Figur 3.34 Forventet tolv månedersvekst i konsumprisene om fem år. Prosent. 1. kv. 2005 – 4. kv. 2018



Kilder: Epinion, Kantar TNS og Opinion

FINANSIELLE FORHOLD

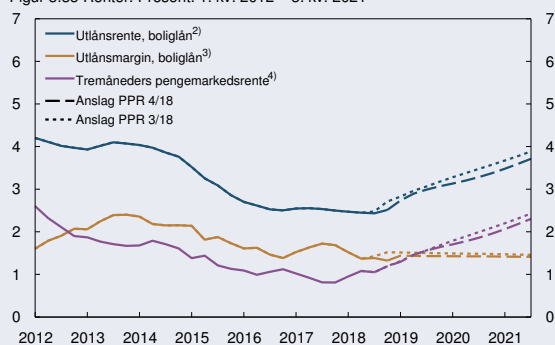
Litt høyere pengemarkedsrente

Utviklingen i *pengemarkedsrenten Nibor* med tremåneders løpetid er viktig for rentene som møter husholdninger og foretak. Det skyldes at en stor del av bankenes finansiering prises med utgangspunkt i Nibor. Samtidig er renten på lån til foretak ofte direkte knyttet til Nibor. Tremåneders Nibor bestemmes dels av markedets forventning om hva styringsrenten vil være i gjennomsnitt de neste tre månedene og dels av et risikopåslag, gjerne omtalt som pengemarkedspåslaget.

Hevingen av styringsrenten i september var i tråd med markedets forventninger og ga små utslag i Nibor. Siden septemberrapporten har tremåneders Nibor likevel steget med om lag 0,20 prosentenheter, se figur 3.35. Økningen skyldes høyere pengemarkedspåslag og at neste forventede renteheving har kommet nærmere i tid. Påslaget slik vi beregner det, er nå om lag 0,45 prosentenheter, se figur 3.36. Vi venter at pengemarkedspåslaget fremover vil ligge rundt 0,40 prosentenheter. Anslagene for påslaget er uendret fra forrige rapport og innebærer at pengemarkedsrenten stiger i takt med styringsrenten fremover.

Bankenes renter på foretakslån settes ofte som Nibor pluss en utlånsmargin. I gjennomsnitt var Nibor om lag uendret i tredje kvartal, og også den gjennomsnittlige utlånsrenten til foretak endret seg lite i tredje kvartal. I Norges Banks utlånsundersøkelse forventet bankene at rentene på utlån til foretakene ville øke noe i fjerde kvartal. Større foretak kan også hente finansiering i obligasjonsmarkedet. Noe høyere *risikopåslag på foretaksobligasjoner* har bidratt til høyere rente på foretaksobligasjoner siden septemberrapporten.

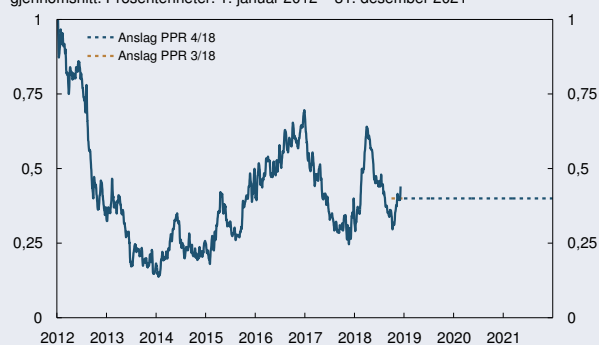
Figur 3.35 Renter. Prosent. 1. kv. 2012 – 3. kv. 2021¹⁾



- 1) For utlånsrente anslag for 4. kv. 2018 – 3.kv. 2021. For utlånsmargin og tremåneders pengemarkedsrente anslag for 3.kv. 2018 – 3.kv. 2021.
- 2) Gjennomsnittlig rente på utestående nedbetalingslån med pant i bolig til husholdninger, for utvalget av banker og kredittforetak som inngår i Statistisk sentralbyrås månedlige rentestatistikk.
- 3) Differansen mellom boliglånsrenten og tremåneders pengemarkedsrente.
- 4) Anslaget er beregnet som et gjennomsnitt av styringsrenten i inneværende og neste kvartal pluss anslag på pengemarkedspåslaget.

Kilde: Statistisk sentralbyrå, Thomson Reuters og Norges Bank

Figur 3.36 Påslag i norsk tremåneders pengemarkedsrente.¹⁾ Fem dagers glidende gjennomsnitt. Prosentenheter. 1. januar 2012 – 31. desember 2021²⁾



- 1) Norges Banks anslag på differansen mellom tremåneders pengemarkedsrente og forventet styringsrente.
- 2) Anslag for 1. kv. 2019 – 4. kv. 2021.

Kilder: Thomson Reuters og Norges Bank

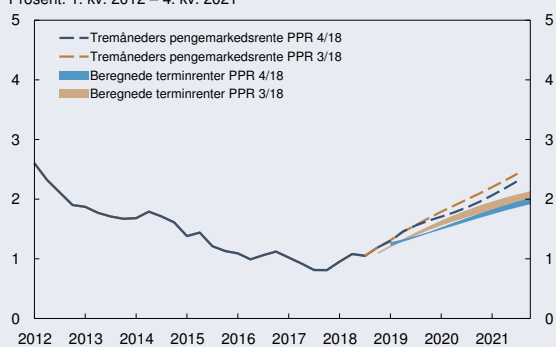
Gradvis høyere boliglånsrenter

Renten på boliglån til husholdninger var i gjennomsnitt i overkant av 2,4 prosent ved utgangen av tredje kvartal 2018, om lag uendret fra kvartalet før. Bankene annonserte rentøkninger etter hevingen av styringsrenten i september, noe som vil løfte boliglånsrenten i fjerde kvartal. Det ser ut til at bankene hevet rentene litt mindre enn vi la til grunn i forrige rapport. Utlånsmarginen på boliglån ligger nå om lag på gjennomsnittet for de siste 20 årene og er litt lavere enn forutsatt i forrige rapport. Fremover legger vi til grunn at utlånsrentene til husholdninger og foretak vil øke om lag like mye som pengemarkedsrenten. Prognosen innebærer at den gjennomsnittlige boliglånsrenten øker til 3,7 prosent i 2021. Anslagene for utlånsrentene er noe lavere enn i forrige rapport.

Markedets prising av fremtidige pengemarkedsrenter har falt siden septemberrapporten, men indikerer fortsatt en gradvis renteoppgang, se figur 3.37. Markedsrentene er lavere enn våre anslag for pengemarkedsrenten. Avviket er størst på lang sikt, mens markedsrentene det nærmeste året er mer i tråd med våre anslag.

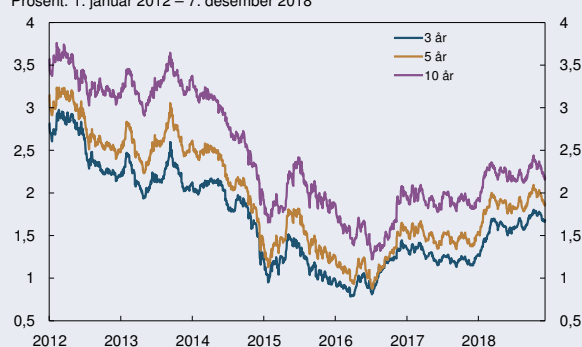
Fastrentene i markedet for rentebytteavtaler (swaprenter) med fem og tiårs løpetid er lavere enn ved forrige rapport, se figur 3.38. Swaprentene har betydning for fastrentetilbudene fra bankene.

Figur 3.37 Tremåneders pengemarkedsrente¹⁾ og beregnede terminrenter²⁾. Prosent. 1. kv. 2012 – 4. kv. 2021³⁾



1) Anslag for pengemarkedsrenten er beregnet som et gjennomsnitt av styringsrenten i inneværende og neste kvartal pluss anslag på pengemarkedspåslaget.
2) Terminrentene er basert på rentene i pengemarkedet og renteswapper. Det oransje og blå intervallet viser høyeste og laveste rente i perioden 3. september – 14. september i 2018 for PPR 3/18 og i perioden 26. november – 7. desember i 2018 for PPR 4/18.
3) Anslag for 4. kv. 2018 – 3. kv. 2021.
Kilder: Thomson Reuters og Norges Bank

Figur 3.38 Tre-, fem- og tiårs swaprenter. Prosent. 1. januar 2012 – 7. desember 2018



Kilde: Bloomberg

Svakere kronkurs enn vi anslo sist

Kronkursen har svekket seg siden septemberrapporten, målt ved den importveide kursindeksen I-44¹. Lavere oljepris har trolig bidratt til svekkelsen. Kronen er svakere enn den historiske sammenhengen med rentedifferanse og oljepris kunne tilsa, se figur 3.39. Det kan ha sammenheng med usikkerhet internasjonalt, som erfaringsmessig kan øke risikopremiene til små valutaer. Kronen er svakere enn anslått i forrige rapport.

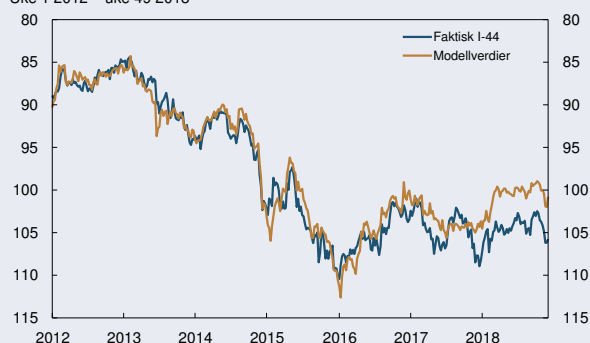
Vi legger til grunn at kronen styrker seg noe i årene fremover, se figur 3.40. Det må ses i sammenheng med utsikter til en gradvis økende rentedifferanse mot handelspartnerne. Vi legger til grunn at risikopremien vil avta fremover, men at usikkerhet internasjonalt fortsatt vil bidra til å holde kronen svakere enn den ellers ville vært. Sammenlignet med forrige rapport anslår vi nå en svakere krone gjennom hele prognoseperioden.

En svakere krone enn tidligere lagt til grunn gir en sterkere kostnadmessig konkurranseevne for norske virksomheter og trekker i retning av høyere eksport og lavere import. Samtidig bidrar en svakere krone til høyere inflasjon, fordi import av varer og tjenester blir dyrere.

Det er usikkerhet om utviklingen i kronkursen. Redusert usikkerhet internasjonalt kan bidra til at kronen styrker seg raskere enn vi nå anslår. På den annen side kan vi ikke utelukke at kurssvækkelsen er mer varig, og at kronen vil holde seg svakere fremover enn vi legger til grunn.

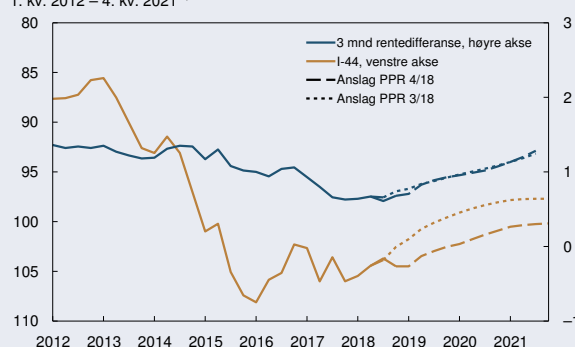
1 I-44 inngår valutaene til 44 av Norges handelspartnerne. Indeksen beregnes som et veiet geometrisk gjennomsnitt, der vektene til den enkelte valutaen gjenspeiler landets respektive andel av importen til Norge.

Figur 3.39 Empirisk modell for importveid kronkursindeks (I-44).^{1) 2)}
Uke 1 2012 – uke 49 2018



1) Oljepris og differanse i ettårs og tiårs swaprenter mot handelspartnerne inngår som forklaringsvariabler. Modellen er estimert på data fra uke 1 2009 til uke 52 2016. I figuren vises modelltilpassede verdier for denne perioden, og modellpredikerte verdier fra uke 1 2017 til uke 49 2018.
2) Stigende verdi i figuren indikerer sterkere kurs.
Kilder: Bloomberg, Thomson Reuters og Norges Bank

Figur 3.40 Differansen mellom tremåneders pengemarkedsrente i Norge¹⁾ og hos handelspartnerne²⁾. Prosentenheter. Importveid valutakursindeks (I-44)³⁾. 1. kv. 2012 – 4. kv. 2021⁴⁾



1) Anslag for pengemarkedsrenten er beregnet som et gjennomsnitt av styringsrenten i inneværende og neste kvartal plus anslag på pengemarkedspåslaget.
2) Terminrenter for handelspartnerne beregnet per 14. september for PPR 3/18 og per 7. desember 2018 for PPR 4/18. Beregningen er beskrevet i Norges Bank (2015) «Beregning av aggregatet for handelspartnerenes renter». Norges Bank Memo 2/2015.
3) Stigende kurve indikerer sterkere kronkurs.
4) Anslag for 4. kv. 2018 – 4. kv. 2021.
Kilder: Thomson Reuters og Norges Bank

FORUTSETNINGER OM FINANSPOLITIKKEN

Våre forutsetninger om finanspolitikken bygger på det vedtatte statsbudsjettet for 2019 og oppdaterte budsjettall for 2018. I de oppdaterte tallene, som ble presentert i nysalderingen av budsjettet for 2018, anslås bruken av oljeinntekter, målt ved det strukturelle, oljekorrigerede underskuddet, å bli på 214 milliarder kroner i år. Underskuddet har blitt nedjustert med til sammen 17 milliarder kroner siden budsjettet ble lagt frem i fjor høst. Dette skyldes blant annet at statens utbytteinntekter fra fastlandsbedriftene har vært høyere enn ventet. Samtidig har utgiftene innen folketrygden økt mindre enn lagt til grunn. Dette mer enn veier opp for at det offentlige konsum og investeringer ser ut til å vokse mer enn antatt.

Det strukturelle underskuddet anslås nå å utgjøre 7,2 prosent av trend-BNP for Fastlands-Norge i år, en nedgang på 0,3 prosentenheter fra i fjor, og lavere enn lagt til grunn i forrige rapport, se figur 3.41. Til sammenligning økte underskuddet i gjennomsnitt med 0,5 prosentenheter årlig fra 2012 til 2017.

I Nasjonalbudsjettet 2019 ble bruken av oljepenger anslått å utgjøre 7,5 prosent av trend-BNP neste år. Nedjusteringen av årets underskudd bidrar til at vi legger til grunn at underskuddet neste år blir 0,1 prosent-enhet lavere enn dette. De lavere overføringene kan vedvare mens det er mer usikkert om utbytteinntektene blir like høye neste år.

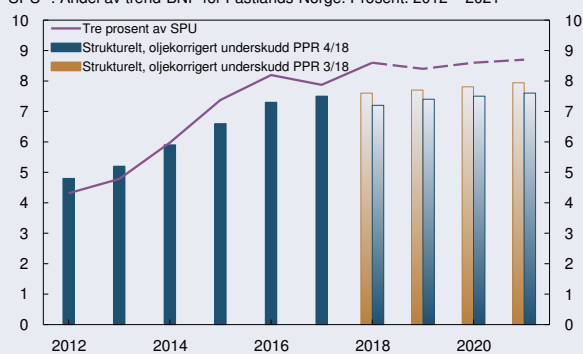
I både 2020 og 2021 legger vi som en beregningsteknisk forutsetning til grunn at bruken av oljepenger øker med 0,1 prosent-enhet som andel av BNP. Det innebærer at budsjettimpulsen i disse årene vil være den samme som i forrige rapport selv om det er utsikter til at nivået på oljepengebruken vil være noe lavere.

Den strukturelle bruken av oljepenger anslås å utgjøre 2,5 prosent av verdien av Statens pensjonsfond utland i år. Oljepengebruken vil trolig øke noe som andel av fondsverdien de kommende årene, men det er fortsatt utsikter til at bruken vil ligge under 3-prosentbanen gjennom hele prognoseperioden.

Siden 2013 har etterspørselen fra offentlig forvaltning vokst med mellom 2 og 3 prosent i året, se figur 3.42. I tråd med Finansdepartementets anslag har vi tidligere lagt til grunn at etterspørselsveksten ville avta klart i år, men nasjonalregnskapstallene for tredje kvartal i år tyder på at veksten holder seg oppe. Vi har derfor oppjustert vekstanslaget for i år. Vekstanslaget for neste år bygger fortsatt på Nasjonalbudsjettet 2019. Dette innebærer at veksten i den offentlige etterspørselen vil bli om lag halvert fra i år og til neste år.

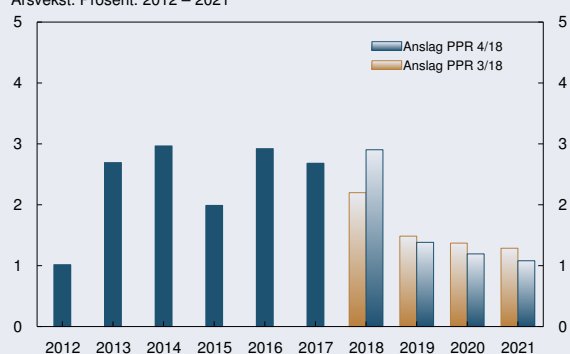
Forutsetningene om oljepengebruken innebærer at veksten i den offentlige etterspørselen vil avta ytterligere i de kommende årene. Anslagene er noe lavere enn i forrige rapport. Det har sammenheng med at også anslagene på statens inntekter fra fastlandsøkonomien er tatt ned. Inntektene fra salg av klimavoter ventes blant annet å falle fra et særskilt høyt nivå i 2019.

Figur 3.41 Det strukturelle, oljekorrigerede underskuddet og tre prosent av SPU¹⁾. Andel av trend-BNP for Fastlands-Norge. Prosent. 2012 – 2021²⁾



1) Statens pensjonsfond utland.
2) Anslag for 2018 – 2021 (stiplet og gradert).
Kilder: Finansdepartementet og Norges Bank

Figur 3.42 Etterspørsel fra offentlig forvaltning. Årsvekst. Prosent. 2012 – 2021¹⁾



1) Anslag for 2018 – 2021.
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

ANSLAG PÅ PETROLEUMSINVESTERINGER

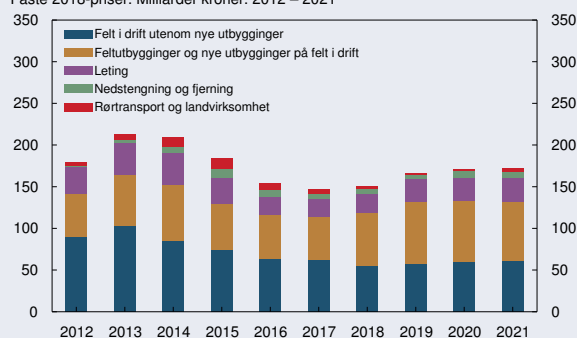
Investeringene innen olje og gass ser ut til å øke fremover etter å ha falt over flere år, se figur 3.43. Oppgangen gjenspeiler at oljeselskapene har kuttet kostnadene kraftig de siste årene, og at prisene på olje og gass har økt markert siden starten av 2016. Kostnadskuttene har ført til at balanseprisene i nye utbygginger nå er på 10–35 dollar per fat olje, som er langt lavere enn oljeselskapenes forventninger til langsiktig oljepris. Oljeselskapene har derfor satt i gang en rekke utbygginger på nye og eksisterende felt siden i fjor vår. De vil trolig sette i gang ytterligere 20–25 utbygginger i prognoseperioden dersom olje- og gassprisene utvikler seg som anslått.

Vi venter at de nye og pågående utbyggingene vil gi klart høyere aktivitet på norsk sokkel fremover. Investeringene vil ifølge våre anslag øke med rundt 2 prosent i år, med over 10 prosent til neste år og med over 3 prosent fra 2019 til 2021. Utbygginger står for tre fjerdedeler av den anslåtte veksten i petroleumsinvesteringene.

Anslagene bygger på at olje- og gassprisene vil utvikle seg i tråd med terminprisene og at oljeselskapene forventer om lag samme utvikling. Terminprisene indikerer at oljeprisen vil holde seg rundt eller litt over 60 dollar fremover. Prisene for de neste tre årene har falt mye siden september (figur 1.3), men de lengste terminprisene er om lag uendret. Dette tilsier at den forventede lønnsomheten av nye investeringer er lite endret siden sist, men at kontantstrømmen i oljeselskapene vil bli klart svakere de nærmeste årene enn lagt til grunn i forrige rapport. En stor nedgang i kontantstrømmen vil erfaringsmessig føre til lavere leteaktivitet og lavere brønn- og driftsinvesteringer på felt i drift. Vi har derfor nedjustert anslagene for investeringer innen leting og felt i drift for perioden 2019 til 2021. Nedjusteringen er størst for 2021 og minst for 2019 siden endringer i oljeprisen vil påvirke aktiviteten med et tidsetterslep. Investeringene i nye utbygginger kan også falle som følge av svakere kontantstrøm, men da først og fremst når kontantstrømmen blir svært svak og den forventede lønnsomheten av nye utbygginger bare er moderat god. De fleste oljeselskapene vil trolig ha god kontantstrøm med en oljepris på 60 dollar, og oljeprisen er da fortsatt klart høyere enn balanseprisene i nye utbygginger. Vi venter derfor at utbyggingsinvesteringene vil bli lite påvirket av nedgangen i oljeprisen siden sist. Nyheter om kommende utbygginger kan isolert sett tilsi at investeringene vil bli litt høyere mot slutten av prognoseperioden enn tidligere ventet. Samlet anslår vi at petroleumsinvesteringene vil bli rundt 2 prosent lavere i 2020 og 2021 enn anslått i forrige rapport.

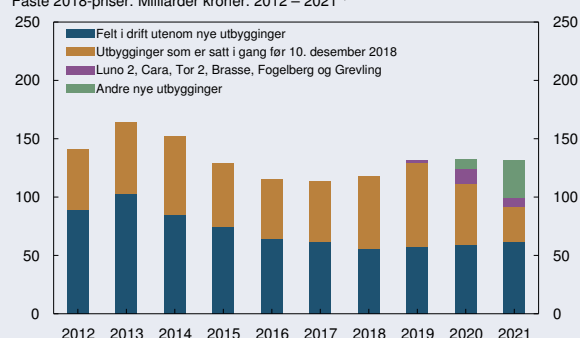
Investeringene i de pågående utbyggingene vil i sum øke klart fra 2017 til 2019, for deretter å falle markert frem til 2021, se figur 3.44. Denne nedgangen vil et stykke på vei bli motvirket av nye utbygginger som vil bli satt i gang fremover. De fleste av de kommende utbyggingene er imidlertid små sammenlignet med utbyggingene som er satt i gang de siste årene. Anslagene innebærer derfor at utbyggingsinvesteringene vil gå ned i 2020 og 2021. Vi anslår at letingen og boreaktiviteten på felt i drift vil øke gradvis frem til 2021, drevet av nedgangen i borekostnadene siden 2013 og utsiktene for olje- og gassprisene.

Figur 3.43 Petroleumsinvesteringer.
Faste 2018-priser. Milliarder kroner. 2012 – 2021¹⁾



1) Anslag for 2018 – 2021. Tallene for 2012 – 2017 er hentet fra investeringstelingen til Statistisk sentralbyrå og deflater med prisindeksen for petroleumsinvesteringer i nasjonalregnskapet. Indeksen anslås å falle med 1 prosent i 2018 og å øke med 2,5 prosent fra 2018 til 2019.
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 3.44 Investeringer innen feltutbygging og felt i drift.
Faste 2018-priser. Milliarder kroner. 2012 – 2021¹⁾



1) Anslag for 2018 – 2021. Tallene for 2010 – 2017 er hentet fra investeringstelingen til Statistisk sentralbyrå og er deflater med prisindeksen for petroleumsinvesteringer i nasjonalregnskapet. Anslagene er basert på stortingsmeldinger, konsekvensutredninger, prognoser fra Oljedirektoratet, investeringstelingen fra Statistisk sentralbyrå og løpende informasjon om utbyggingsprosjekter.
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

ØKENDE NETTHANDEL

Utviklingen i husholdningens konsum har stor betydning for den økonomiske aktiviteten i Norge. Ifølge nasjonalregnskapet var de samlede kjøpene av varer og tjenester i fjor på nesten 1 400 milliarder kroner, ganske nøyaktig halvparten av verdiskapingen i fastlandsøkonomien. En økende andel av disse kjøpene skjer via internett, og en betydelig del handles inn direkte fra utlandet. Det gir noen utfordringer i beregningen av det samlede forbruket. Kjøp fra norske foretak fanges gjennomgående godt opp i eksisterende statistikk mens Statistisk sentralbyrå (SSB) bruker ulike kilder for å anslå husholdningenes direkte import.

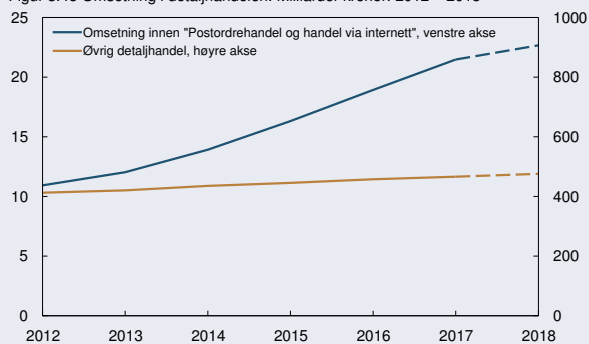
Nettkjøp av varer fra norskregistrerte foretak inngår i SSBs omsetningsindeks for detaljhandelen, som er en viktig kilde i beregningen varekonsumet i nasjonalregnskapet. Omsetningen til foretakene som i hovedsak selger varene sine via internett, var på 21 milliarder kroner i 2017, om lag en dobling fra 2012, se figur 3.45. I samme tidsrom økte omsetningen i de øvrige foretakene innen detaljhandelen med 15 prosent.

Omfanget av den samlede netthandelen er imidlertid klart høyere enn disse tallene indikerer. For det første har også mange av de øvrige foretakene innen detaljhandelen nettbutikker. For det andre øker netthandelen med tjenester. Dette inkluderer både tjenester som faktisk leveres over internett, som for eksempel strømme-TV, men også tjenester der kun salget er nettbasert, som for eksempel overnattingsopphold eller billetter til kollektivreiser. For det tredje har husholdningenes direkteimport – det vil si kjøp av varer og tjenester fra utenlandske foretak – steget kraftig i det siste, og mye av denne omsetningen foregår på internett.

Husholdningenes tjenestekjøp fra norske foretak via internett, fanges – som for de tilsvarende varekjøpene – blant annet opp i næringsvise omsetningstall. I dette tallmaterialet skilles det i liten grad mellom kjøp over internett og andre kjøp. Beregningen av det øvrige konsumet av varer og tjenester utenom kjøp på reise i utlandet – husholdningenes direkteimport – bygger på andre datakilder.¹ Importen av varer med en verdi på over 350 kroner er basert på tall fra Tolletaten. Ettersom disse varene er momsbelagt, skal følgelig datagrunnlaget være godt også her. Husholdningenes import av varer med en verdi under avgiftsgrensen, og hele importen av tjenester, anslås på grunnlag av tall for grensekryssende betalinger med betalingskort.

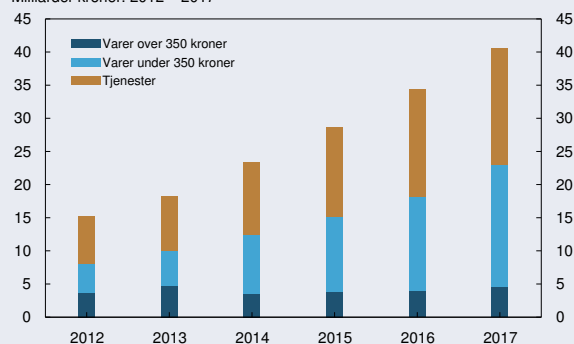
1) SSBs beregninger av husholdningenes direkte import fra utlandet er beskrevet i Halvorsen, T. (2018): Husholdningens netthandel, Notater 2018/39, Statistisk sentralbyrå.

Figur 3.45 Omsetning i detaljhandelen. Milliarder kroner. 2012 – 2018¹⁾



1) Anslag for 2018 (stiplet) basert på tilgjengelig data til og med 3. kv. 2018. 4. kv. 2018 er fremskrevet med vekstreter fra 2017.
Kilde: Statistisk sentralbyrå

Figur 3.46 Husholdningenes direkte import av varer og tjenester. Milliarder kroner. 2012 – 2017



Kilde: Statistisk sentralbyrå

Kortdataene ble først tatt i bruk i forbindelse med hovedrevisjonen av nasjonalregnskapet i 2014 og oppdateres på kvartalsbasis. En ulempe med disse tallene er at man ikke vet presist hva det betales for.

Husholdningenes direkte import av varer ble anslått å være på 23 milliarder kroner i 2017. Denne importen har nesten blitt tredoblet i perioden siden 2012, og veksten har så å si utelukkende kommet gjennom varer som faller under avgiftsgrensen, se figur 3.46.² Ifølge SSBs beregninger var den direkte importen av tjenester på 18 milliarder kroner i 2017, mer enn en dobling fra 2012. Den direkte importen av varer og tjenester samlet var følgelig på 41 milliarder kroner i fjor. Det utgjør 3 prosent av husholdningenes samlede konsum, om lag en dobling siden 2012.

Beregningene av husholdningenes direkte import er usikre, men sammenlignet med usikkerheten knyttet til andre etterspørselskomponenter i nasjonalregnskapet, fremstår feilkildene i beregningene av husholdningenes konsum som forholdsvis små. Revisjonene av konsumet har også vært relativt beskjedne over tid.

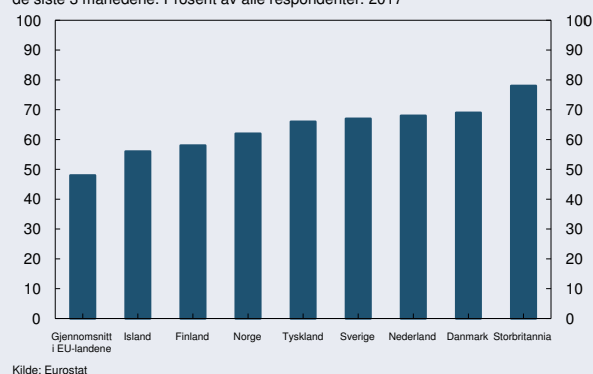
Mer netthandel i andre land

Selv om netthandelen har økt markert her hjemme de senere årene, tyder internasjonale sammenligninger på at netthandel er enda mer utbredt i andre land. I 2017 svarte 62 prosent av de norske deltakerne i en internasjonal spørreundersøkelse at de hadde kjøpt varer og tjenester via internett de siste tre månedene. I Storbritannia var den tilsvarende andelen 78 prosent. Også i Tyskland, Sverige, Nederland og Danmark var andelen høyere enn i Norge, se figur 3.47.

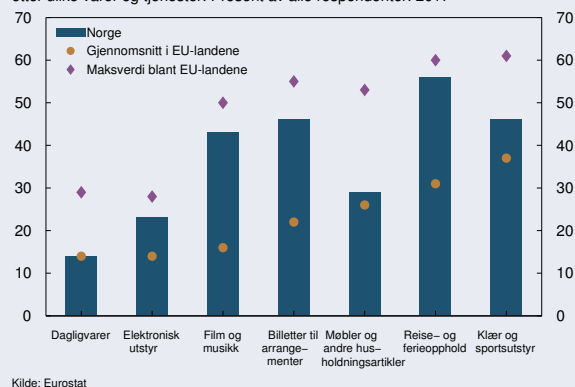
Mer detaljerte svar fra den samme undersøkelsen indikerer at forholdsvis mange norske husholdninger kjøper feriereiser, film og musikk og billetter til konserter, sportsarrangementer og lignende via internett, se figur 3.48. Andelen som netthandler dagligvarer og møbler og andre husholdningsartikler er imidlertid nær gjennomsnittet for EU-landene.

² Avgiftsgrensen ble hevet fra 200 til 350 kroner fra 1. januar 2015. Forliket om statsbudsjettet for 2019 er basert på at avgiftsfritaket fjernes fra 1. januar 2020.

Figur 3.47 Internettbrukere som har kjøpt varer eller tjenester over internett i løpet av de siste 3 månedene. Prosent av alle respondenter. 2017

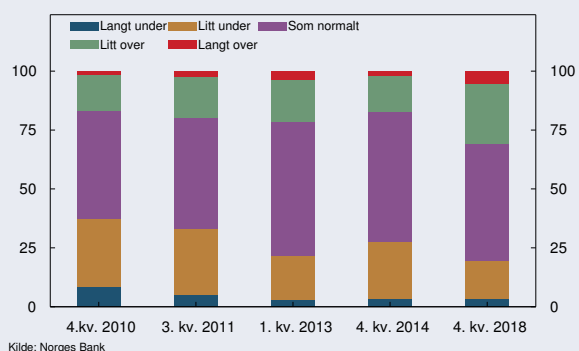


Figur 3.48 Internettbrukere som har kjøpt varer eller tjenester via internett. Fordelt etter ulike varer og tjenester. Prosent av alle respondenter. 2017



KAPASITETSUTNYTTING OG KNAPPET PÅ ARBEIDSKRAFT

Figur 3.49 Hvordan er kapasitetsutnyttningen sammenlignet med hva den er i noe du ville vurdere som en normalsituasjon? Svarfordeling på ulike tidspunkter. Prosent av alle kontaktene

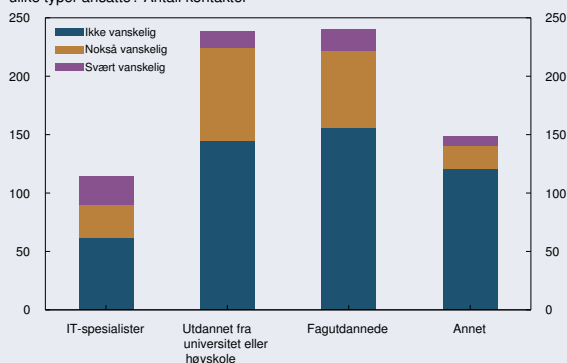


Kilde: Norges Bank

Virksomhetene i Regionalt nettverk melder om økende kapasitetsutnyttning, og mange opplever rekrutteringsproblemer. Det ser ut til å være økende knapphet på både fagutdannede og personer med høyere utdanning.

I vårt regionale nettverk har kontaktene de siste par årene rapportert om økende kapasitetsutnyttning og knapphet på arbeidskraft (figur 3.21). I intervjurunden i november stilte vi flere spørsmål om hvordan kontaktene vurderer kapasitetsutnyttningen og tilgangen på arbeidskraft. Om lag 300 virksomheter deltok i intervjurunden.

Figur 3.50 I hvilken grad opplever du at det er vanskelig å rekruttere eller beholde ulike typer ansatte? Antall kontakter¹⁾



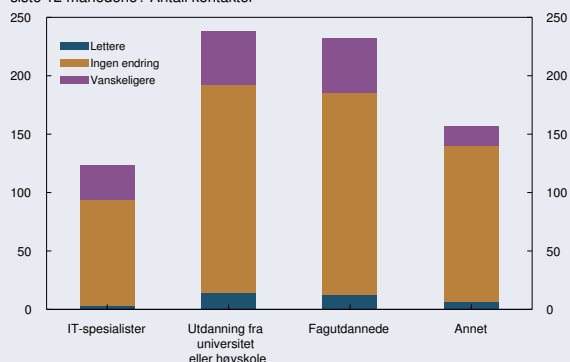
1) Om lag 300 virksomheter ble spurt. Figuren viser svar fra de kontaktene som oppfattet at spørsmålet var aktuelt for dem.
Kilde: Norges Bank

Høyere kapasitetsutnyttning enn normalt

Om lag en tredel av kontaktene melder at kapasitetsutnyttningen i egen virksomhet er høyere enn i en normalsituasjon, se figur 3.49. I de tidligere rundene vi har stilt det samme spørsmålet, har denne andelen vært lavere. Det gjelder også i 2013, da produksjonsgapet i norsk økonomi etter vår vurdering var lukket.

Andelen kontakter som vurderer kapasitetsutnyttningen som over et normalt nivå, er høyest i oljeleverandørnæringen. I denne sektoren mener noe over halvparten at kapasitetsutnyttningen er høyere enn normalt. Det er innenfor kommune- og sykehussektoren og i varehandelen at kapasitetsutnyttningen vurderes som lavest.

Figur 3.51 Hvordan har tilgangen på ulike typer ansatte endret seg de siste 12 månedene? Antall kontakter¹⁾



1) Om lag 300 virksomheter ble spurt. Figuren viser svar fra de kontaktene som oppfattet at spørsmålet var aktuelt for dem.
Kilde: Norges Bank

Knapphet på IT-kompetanse

Rundt 20 prosent av bedriftene opplever at knapphet på arbeidskraft begrenser produksjonen, ifølge et av de faste spørsmålene vi stiller (figur 3.21). Tilleggsspørsmålene vi har stilt i denne runden, viser at flere av kontaktene opplever rekrutteringsproblemer, uten at mangel på arbeidskraft nødvendigvis begrenser produksjonen. Sett under ett er det noe over halvparten av kontaktene som oppgir at det er vanskelig å rekruttere minst én type ansatte. Det er størst knapphet på IT-kompetanse, og særlig blant teknologibedriftene. Blant

virksomhetene som oppgir at det er aktuelt å ansette denne typen arbeidskraft, svarer nær halvparten at rekrutteringssituasjonen er vanskelig, se figur 3.50. Blant virksomhetene som oppgir at det er aktuelt å rekruttere arbeidstakere med annen høyere utdanning, melder nær 40 prosent om knapphet. En noe lavere andel oppgir at det er vanskelig å rekruttere og beholde fagutdannede. Få bedrifter melder om problemer med å få ansatt ufaglærte/annet. Rekrutteringssituasjonen ser ut til å ha blitt vanskeligere de siste tolv månedene for alle typer av arbeidskraft, se figur 3.51.

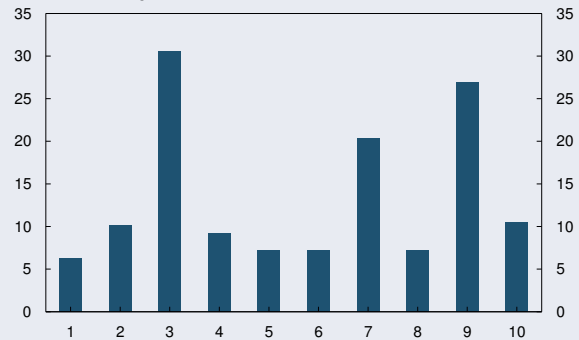
Rekrutteringsproblemer møtes på flere måter

Bedrifter som opplever knapphet på arbeidskraft ser ut til å møte situasjonen med flere typer tiltak, se figur 3.52. Om lag 30 prosent av kontaktene velger å tilby høyere lønn til noen grupper av ansatte. Nesten like mange svarer at de kjøper inn tjenester eller setter ut deler av driften. Det er også en god del som øker bruk av overtid. Om lag 6 prosent oppgir at de tilbyr høyere lønn til alle ansatte som en respons på knapphet på arbeidskraft.

Vanskeligere å rekruttere fra utlandet

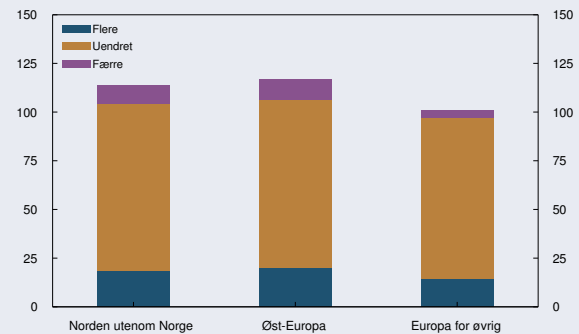
I våre anslag legger vi til grunn at innvandringen fra EU/EØS-land vil ta seg noe opp i årene fremover. Tilbakemeldingene vi nå har fått fra Regionalt nettverk støtter opp om denne antakelsen. Om lag 10 prosent av kontaktene planlegger å rekruttere fra andre land i Europa det nærmeste halvåret. Om trent like mange vil rekruttere fra Øst-Europa som fra Norden, se figur 3.53. En av fem virksomheter oppgir at det er blitt vanskeligere å rekruttere fra utlandet i løpet av de siste to årene. Det ser ut til at det har strammet seg mest til for rekruttering fra Øst-Europa, se figur 3.54.

Figur 3.52 Hva gjør virksomheten for å møte knapphet på arbeidskraft? Flere svar var mulig.¹⁾ Prosent av alle kontaktene



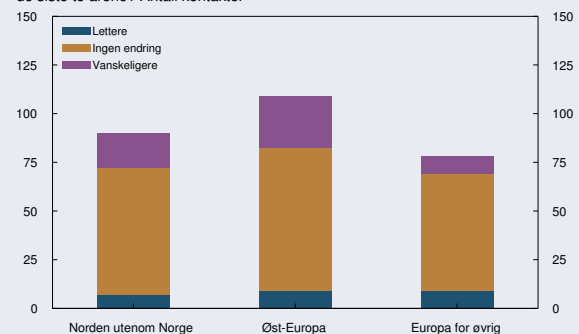
1) De ulike svaralternativene: (1) Tilbyr høyere lønn for alle, (2) Tilbyr bedre betingelser annet enn lønn for alle, (3) Tilbyr høyere lønn for enkelte grupper, (4) Tilbyr bedre betingelser annet enn lønn for enkelte grupper, (5) Produserer mindre enn etterforselen tilsier, (6) Utsetter prosjekter/nysetninger, (7) Øker bruk av overtid, (8) Senker kompetansekravene, (9) Outsourcer/kjøper inn tjenester, (10) Annet.
Kilde: Norges Bank

Figur 3.53 Venter virksomheten å ha flere eller færre ansatte fra andre europeiske land om 6 måneder? Antall kontakter¹⁾



1) Om lag 300 virksomheter ble spurt. Figuren viser svar fra de kontaktene som oppfattet at spørsmålet var aktuelt for dem.
Kilde: Norges Bank

Figur 3.54 Hvordan har tilgangen på ansatte fra andre europeiske land endret seg de siste to årene? Antall kontakter¹⁾



1) Om lag 300 virksomheter ble spurt. Figuren viser svar fra de kontaktene som oppfattet at spørsmålet var aktuelt for dem.
Kilde: Norges Bank

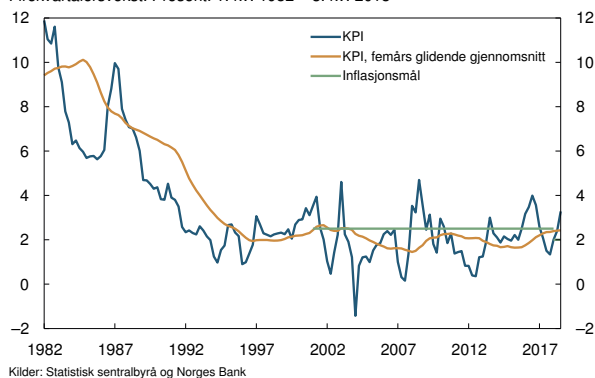
4 Pengepolitisk analyse

Styrringsrenten ble holdt uendret på dette rentemøtet, etter å ha blitt hevet fra 0,5 til 0,75 prosent i september. Prognosen for styrringsrenten indikerer at renten settes opp til 1 prosent i mars neste år og deretter heves gradvis, til 2 prosent ved utgangen av 2021.

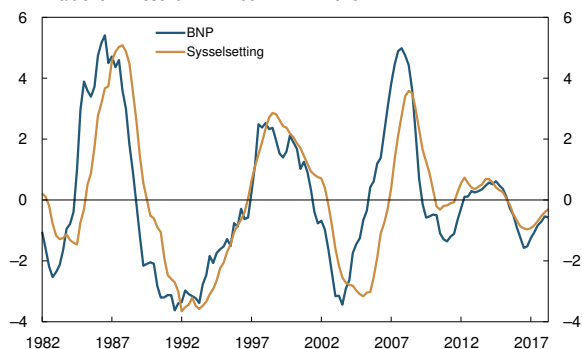
Renteprognozen er lite endret det neste året, og tilsier deretter en litt langsommere renteoppgang enn i forrige rapport. Nedjusteringen skyldes lavere oljepris og litt svakere vekstutsikter ute. Svekkelsen av kronkursen demper konsekvensene for norsk økonomi. Sammen med høyere prisvekst enn tidligere anslått bidrar det til at endringen i rentebanen er liten.

Prognosene er usikre. Dersom utsiktene eller vår vurdering av sammenhengene i økonomien endres, vil også renteprognozen justeres.

Figur 4.1 Konsumprisindeksen (KPI).
Firekvarteralsvekst. Prosent. 1. kv. 1982 – 3. kv. 2018



Figur 4.2 BNP for Fastlands-Norge og sysselsetting.
Avvik fra trend.¹⁾ Prosent. 1. kv. 1982 – 2. kv. 2018



4.1 MÅL OG TILBAKEBLIKK

Lav og stabil inflasjon

Det overordnede målet for pengepolitikken er lav og stabil inflasjon. Fra 2001 var det operative målet en årsvekst i konsumprisene som over tid var nær 2,5 prosent. I mars i år ble måltallet endret til 2 prosent. Årsveksten i konsumprisene har i gjennomsnitt vært om lag 2 prosent siden 2001, se figur 4.1.

Inflasjonsstyringen skal være fremoverskuende og fleksibel, slik at den kan bidra til høy og stabil produksjon og sysselsetting samt til å motvirke oppbygging av finansielle ubalanser. Det siste tiåret har svingningene i produksjon og sysselsetting vært relativt begrenset til tross for at økonomien har vært utsatt for store forstyrrelser, se figur 4.2. En fleksibel praktisering av inflasjonsstyringen har bidratt til å dempe utslagene i realøkonomien. Mål og avveinger i pengepolitikken er nærmere beskrevet på side 47.

Fortsatt ekspansiv pengepolitikk

Rentenivået har de siste årene vært historisk lavt, både internasjonalt og i Norge. Det skyldes dels at det har vært behov for en ekspansiv pengepolitikk og dels at nivået på den nøytrale renten har falt over tid.

Den nøytrale renten er den renten som verken virker ekspansivt eller kontraktivt på økonomien. Vi anslår at den nøytrale realrenten i Norge, målt som tre måneders pengemarkedsrente fratrukket prisveksten,

ligger i intervallet 0 til 1 prosent.¹ Den nøytrale renten er ikke observerbar, og usikkerheten i anslaget er stor. Realrenten har steget noe de siste par årene, se figur 4.3, men er fortsatt lavere enn vårt anslag på den nøytrale realrenten.

4.2 NY INFORMASJON OG NYE VURDERINGER

Litt lavere kapasitetsutnyttning lenger frem

For å vurdere hvordan utsiktene for inflasjonen og produksjonsgapet påvirkes av ny informasjon og nye vurderinger, gjør vi en modellteknisk øvelse der rentebanen fra forrige rapport ligger fast. Vi benytter Norges Banks makromodell NEMO² og legger til grunn oppdaterte anslag for innværende og neste kvartal. For størrelser som ikke bestemmes i modellen, legger vi til grunn oppdaterte anslag for hele prognoseperioden. I denne rapporten har vi tatt i bruk en versjon av NEMO med ny tallfesting, se utdypning på side 48. Ny tallfesting har i liten grad påvirket anslagene.

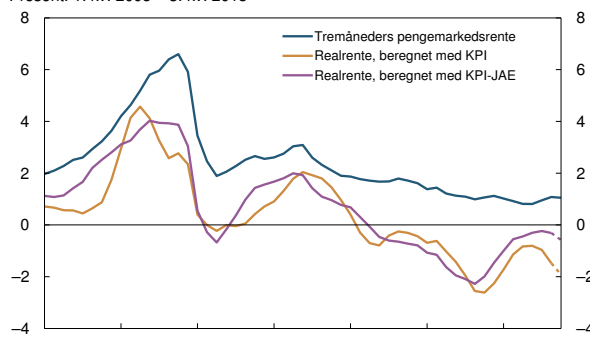
Sammenlignet med anslagene i septemberrapporten tilsier den modelltekniske analysen at inflasjonen målt ved KPI-JAE blir noe høyere de nærmeste årene, se figur 4.4a. Det har sammenheng med at prisveksten har vært høyere enn anslått og at kronen har vært svakere enn lagt til grunn. Vi venter også at kronen den nærmeste tiden vil holde seg svakere enn tidligere forutsatt. En mer gradvis oppgang i lønnsveksten som følge av fallet i oljeprisen trekker etter hvert i motsatt retning. Mot slutten av prognoseperioden er anslaget på inflasjonen om lag uendret siden forrige rapport.

Kapasitetsutnyttningen blir liggende lavere ut prognoseperioden, se figur 4.4b. Det skyldes i hovedsak at lavere oljepris demper veksten i oljerelatert eksport og petroleumsinvesteringer. En lavere realrente enn i forrige rapport bidrar isolert sett til å løfte innenlandsk etterspørsel.

Ved utgangen av prognoseperioden er inflasjonen nær, men litt under inflasjonsmålet, mens kapasitetsutnyttningen er litt høyere enn et normalt nivå. Samlet sett er anslagene lite endret siden forrige rapport, men utsikter til noe lavere kapasitetsutnyt-

Figur 4.3 Tremåneders pengemarkedsrente og realrenter¹⁾.

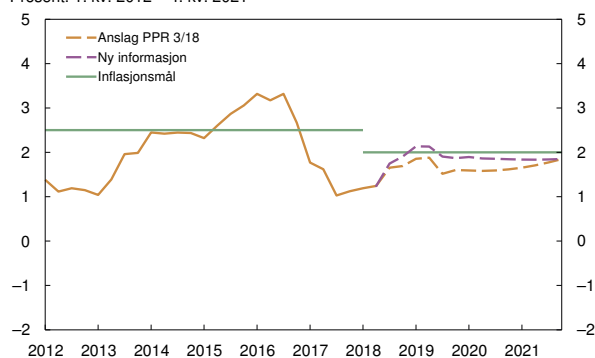
Prosent. 1. kv. 2005 – 3. kv. 2018²⁾



1) Tremåneders pengemarkedsrente fratrukket et trekvartalers sentrert glidende gjennomsnitt av inflasjon, målt ved firekvartalersvekst i KPI og KPI justert for avgiftsendringer og uten energivarer (KPI-JAE).

2) Anslag for 3. kv. 2018 (stiplet).
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

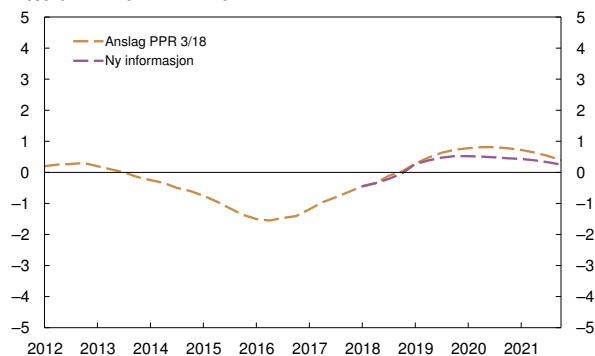
Figur 4.4a KPI-JAE.¹⁾ Anslag betinget på ny informasjon om den økonomiske utviklingen og prognosen for styringsrenten fra PPR 3/18. Firekvartalersvekst. Prosent. 1. kv. 2012 – 4. kv. 2021²⁾



1) KPI justert for avgiftsendringer og uten energivarer.

2) Anslag for 4. kv. 2018 – 4. kv. 2021.
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 4.4b Anslag på produksjonsgapet¹⁾. Betinget på ny informasjon om den økonomiske utviklingen og prognosen for styringsrenten fra PPR 3/18. Prosent. 1. kv. 2012 – 4. kv. 2021



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

1 Se utdypningen «Anslag på den nøytrale realrenten» i Pengepolitisk rapport 2/18 for en nærmere gjennomgang.

2 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.

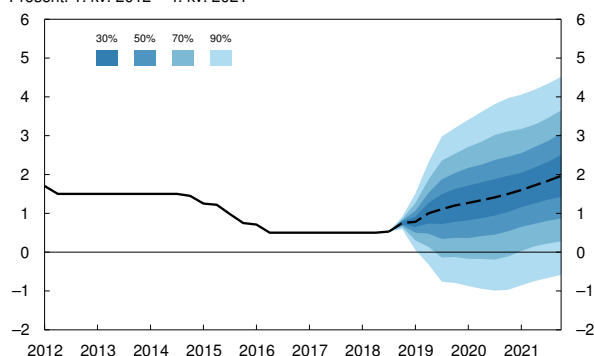
ting gjennom prognoseperioden bidrar til å dempe det innenlandske prispresset lenger frem. Det kan tilsa en litt langsommere renteoppgang enn i forrige rapport.

Gradvis renteoppgang

Oppgangen i norsk økonomi fortsetter. Det blir gradvis mindre ledige ressurser i økonomien, og kapasitetsutnyttningen synes nå nær et normalt nivå. Lønnsveksten har økt, og nedgangen i arbeidsledigheten tilsier at den vil øke videre. Den underliggende prisveksten har også tatt seg opp, og i det siste har tolv månedersveksten i KPI-JAE vært nær inflasjonsmålet.

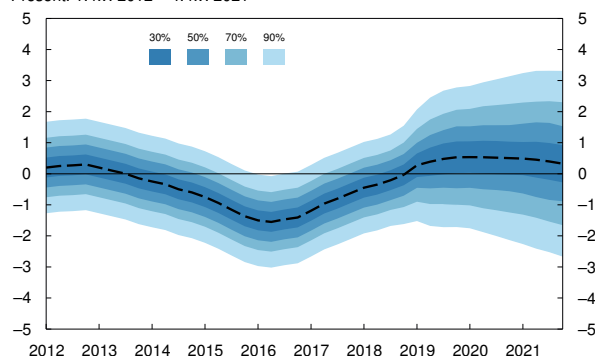
Risikobildet preges av økende proteksjonisme og politisk usikkerhet. Vedvarende handelskonflikter og uro rundt politiske prosesser i Europa kan dempe veksten hos handelspartnerne mer enn anslått, men det kan også gjøre at kronkursen holder seg svakere enn vi nå venter. Vi legger til grunn at bedringen i bytteforholdet de siste par årene og et strammere arbeidsmarked bidrar til å løfte lønnsveksten, men det er usikkert i hvor stor grad. Lønnsomheten i deler av oljerelatert industri er fortsatt lav. Den høye gjeldsbelastningen blant husholdningene gjør at en renteøkning nå trolig vil dempe husholdningenes etterspørsel mer enn det som følger av historiske erfaringer. Den lange perioden med lave renter og tiltakende

Figur 4.5a Styringsrenten med usikkerhetsvifte¹⁾. Prosent. 1. kv. 2012 – 4. kv. 2021²⁾



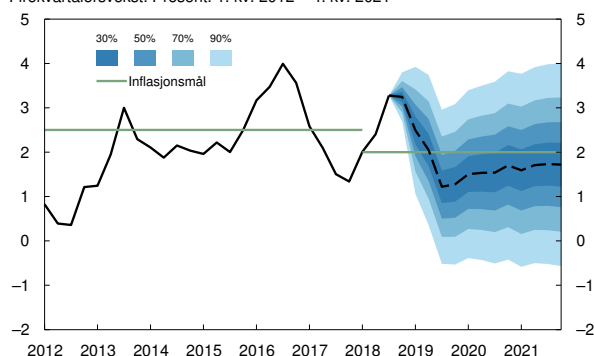
1) Usikkerhetsviften er basert på historiske erfaringer og stokastiske simuleringer fra vår makroøkonomiske hovedmodell, NEMO. Den tar ikke hensyn til at det eksisterer en nedre grense for renten.
2) Anslag for 4. kv. 2018 – 4. kv. 2021 (stiplet).
Kilde: Norges Bank

Figur 4.5b Anslag på produksjonsgapet¹⁾ med usikkerhetsvifte²⁾. Prosent. 1. kv. 2012 – 4. kv. 2021



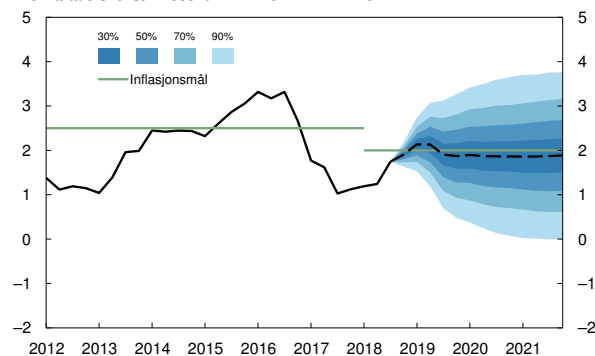
1) Produksjonsgapet måler den prosentvise forskjellen mellom BNP for Fastlands-Norge og anslått potensielt BNP for Fastlands-Norge.
2) Usikkerhetsviften er basert på historiske erfaringer og stokastiske simuleringer fra vår makroøkonomiske hovedmodell, NEMO.
Kilde: Norges Bank

Figur 4.5c KPI med usikkerhetsvifte¹⁾. Firekvartalersvekst. Prosent. 1. kv. 2012 – 4. kv. 2021²⁾



1) Usikkerhetsviften er basert på historiske erfaringer og stokastiske simuleringer fra vår makroøkonomiske hovedmodell, NEMO.
2) Anslag for 4. kv. 2018 – 4. kv. 2021 (stiplet).
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 4.5d KPI-JAE¹⁾ med usikkerhetsvifte²⁾. Firekvartalersvekst. Prosent. 1. kv. 2012 – 4. kv. 2021³⁾



1) KPI justert for avgiftsendringer og uten energivarer.
2) Usikkerhetsviften er basert på historiske erfaringer og stokastiske simuleringer fra vår makroøkonomiske hovedmodell, NEMO.
3) Anslag for 4. kv. 2018 – 4. kv. 2021 (stiplet).
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

gjeldsbelastning har imidlertid økt usikkerheten om virkningene av høyere renter.

Utsiktene for norsk økonomi tilsier at renten bør heves i årene fremover. Dersom styringsrenten holdes lenge på dagens nivå, kan presset i økonomien øke slik at priser og lønninger skyter fart. Vedvarende høy gjeldsvekst har økt husholdningenes sårbarhet. Husholdningenes gjeldsvekst har avtatt noe i år og boligprisveksten har vært lav. Holdes renten lav lenge øker faren for at gjelds- og boligprisveksten igjen stiger raskt. Høy vekst i priser og lønninger og en videre oppbygging av finansielle ubalanser øker risikoen for et kraftig tilbakeslag i økonomien frem i tid.

På den annen side er det flere grunner til at renteøkningen bør være gradvis og forsiktig. Settes renten raskt opp fremover, vil det kunne bremse den økonomiske oppgangen slik at arbeidsledigheten øker og prisveksten blir for lav. En rask renteoppgang kan også føre til brå omslag i eiendomsmarkedet. Usikkerheten om virkningen av høyere rente taler for å gå varsomt frem i rentesettingen. At den nøytrale realrenten har falt over tid, innebærer at styringsrenten trolig ikke blir like høy som i tidligere oppgangsperioder.

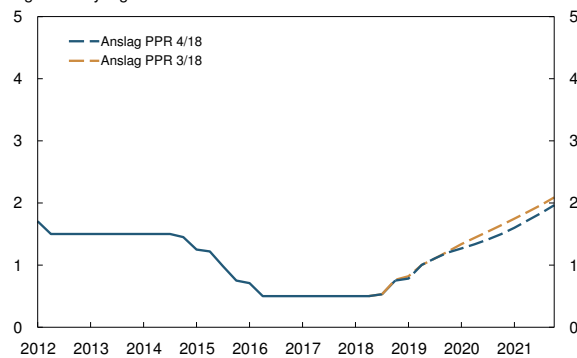
Styringsrenten ble holdt uendret på dette rentemøtet, etter å ha blitt hevet fra 0,5 til 0,75 prosent i september. Prognosen for styringsrenten indikerer at renten settes opp til 1 prosent i mars neste år og deretter heves gradvis, til 2 prosent ved utgangen av 2021, se figur 4.5a. Sammenlignet med septemberrapporten er rentebanen lite endret det neste året, og tilsier deretter en litt langsommere renteoppgang, se figur 4.6.

I analysen legger vi til grunn at pengemarkedsrenten stiger i takt med styringsrenten (figur 1.8). Vi venter at bankenes utlånsmarginer holder seg nær dagens nivå gjennom prognoseperioden. Boliglånsrentene anslås å øke til 3,7 prosent mot slutten av 2021.

Anslagene i denne rapporten innebærer at realrenten stiger gradvis, se figur 4.7. Anslagene for realrenten er lavere enn i forrige rapport gjennom hele prognoseperioden.

Prognosene i denne rapporten er basert på vår vurdering av den økonomiske situasjonen og av hvordan

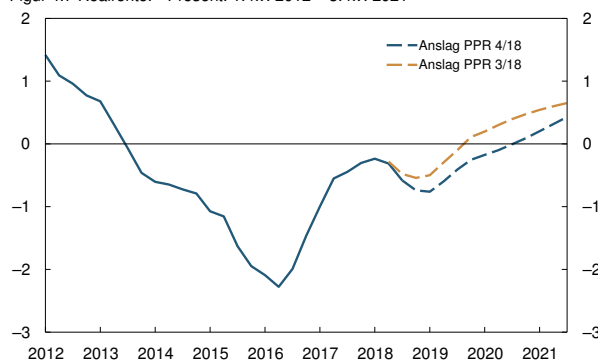
Figur 4.6 Styringsrenten. Prosent. 1. kv. 2012 – 4. kv. 2021¹⁾



1) Anslag for 4. kv. 2018 – 4. kv. 2021.

Kilde: Norges Bank

Figur 4.7 Realrente.¹⁾ Prosent. 1. kv. 2012 – 3. kv. 2021²⁾



1) Tre måneders pengemarkedsrente fratrukket et trekvartalers sentrert glidende gjennomsnitt av inflasjon, målt ved firekvartalsvekst i KPI justert for avgiftsendringer og uten energivarer (KPI-JAE).

2) Anslag for 3. kv. 2018 – 3. kv. 2021.

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

økonomien og pengepolitikken virker. Det er stor usikkerhet i anslagene. Den økonomiske utviklingen kan bli en annen enn vi nå ser for oss. Når de økonomiske utsiktene endres, eller dersom vår vurdering av sammenhengen mellom rentenivået, inflasjonen og realøkonomien endrer seg, vil også renteprognosen justeres.

Litt lavere rentebane

De viktigste faktorene som har bidratt til endring i rentebanen siden forrige rapport, er illustrert i renteregnskapet i figur 4.8. Søylene viser bidragene fra de ulike faktorene, mens den svarte linjen viser den samlede endringen i renteprognosen. Vi bruker makromodellen 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.

Oljeprisen har falt siden september. Det bidrar til lavere lønnsomhet for bedriftene i oljenæringen, og er ventet å dempe lønnsveksten, oljeinvesteringene og den oljerelaterte eksporten. På den annen side trekker lavere oljepris isolert sett i retning av sterkere vekst hos handelspartnerne og en svakere krone. Begge deler vil støtte opp under fastlandseksporten. Samlet sett trekker nedgangen i oljeprisen rentebanen ned, se beige søyler.

Gitt utviklingen i oljeprisen trekker ny informasjon om etterspørselen i norsk økonomi samlet sett rentebanen noe opp, se mørkeblå søyler. Anslagene for oljeinvesteringene er justert ned fra forrige rapport, men mindre enn sammenhengen mellom oljepris og oljeinvesteringer i NEMO kunne tilsi. Det må ses i lys av at oljeselskapene har satt i gang og planlagt en rekke nye utbygginger som vil være lønnsomme selv med en lavere oljepris. Sammen med utsikter til noe høyere oljerelatert eksport den nærmeste tiden enn tidligere lagt til grunn trekker det rentebanen opp. Lavere konsum og boligpriser enn ventet bidrar i motsatt retning.

Kronekursen har vært svakere enn anslått i forrige rapport. Utviklingen kan ikke fullt ut forklares med fallet i oljeprisen og utviklingen i rentedifferansen ovenfor utlandet. En svakere krone bidrar til økt innlandsk aktivitet gjennom bedret kostnadmessig konkurransevne og til høyere importert prisvekst. Det trekker isolert sett rentebanen opp, se oransje søyler.

Prisveksten har vært høyere enn lagt til grunn og anslaget på internasjonale prisimpulser i fjor og i år er justert opp siden forrige rapport. Det bidrar til å trekke rentebanen opp, se lilla søyler.

Internasjonale vekstutsikter synes noe svakere enn lagt til grunn i septemberrapporten, og vi har nedjustert anslagene for importveksten hos handelspartnerne. Det reduserer etterspørselen mot norske eksportbedrifter. Sammen med lavere terminrenter ute enn lagt til grunn i forrige rapport trekker det i retning av en lavere rentebane, se grønne søyler.

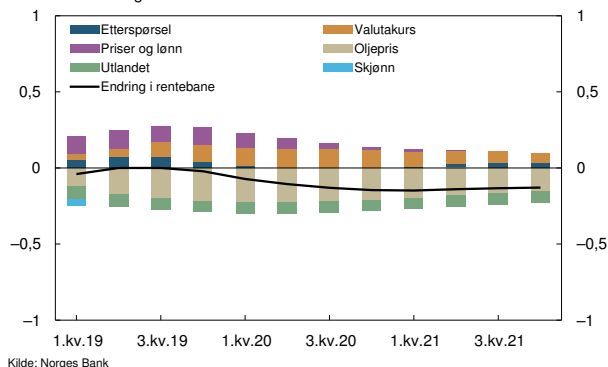
Rentebanen i forrige rapport indikerte at styringsrenten kunne bli satt opp i desember i år. Den lyseblå søylen i første kvartal 2019 reflekterer hovedstyrets beslutning om å holde styringsrenten uendret på dette møtet.

Samlet sett er rentebanen lite endret, men litt lavere enn i forrige rapport, se svart linje.

Positivt produksjonsgap og inflasjon nær målet

Med en utvikling i styringsrenten i tråd med renteprognosen i denne rapporten anslår vi at kapasitets-

Figur 4.8 Faktorer bak endringer i anslag for styringsrenten fra PPR 3/18. Akkumulerte bidrag. Prosentenheter. 1. kv. 2019 – 4. kv. 2021



utnyttningen stiger videre og blir liggende noe over et normalt nivå de neste årene. Anslagene innebærer at kapasitetsutnyttningen når en topp i begynnelsen av 2020, før den avtar gradvis, se figur 4.5b. Sammenlignet med forrige rapport er anslagene for kapasitetsutnyttningen noe nedjustert. Inflasjonen, målt både

ved KPI og KPI-JAE, anslås å være litt under 2 prosent ved utgangen av 2021, se figur 4.5c-d. Sammenlignet med forrige rapport er anslagene for både KPI og KPI-JAE noe høyere i 2019 og 2020, men lite endret ved utgangen av prognoseperioden.

MÅL OG AVVEIINGER I PENGEPOLITIKKEN

Det operative målet for pengepolitikken er en årsvekst i konsumprisene som over tid er nær 2 prosent. Inflasjonsstyringen skal være fremoverskuende og fleksibel, slik at den kan bidra til høy og stabil produksjon og sysselsetting samt til å motvirke oppbygging av finansielle ubalanser. De ulike hensynene i pengepolitikken veies mot hverandre.

Styringsrenten settes med sikte på å stabilisere inflasjonen på målet på mellomlang sikt. Den aktuelle horisonten avhenger av forstyrrelsene økonomien er utsatt for og hvordan de påvirker utsiktene for inflasjonen og produksjon og sysselsetting.

Pengepolitikken kan bidra til at produksjon og sysselsetting stabiliseres rundt det høyest mulige nivået som er forenlig med prisstabilitet over tid. Dette nivået bestemmes av strukturelle forhold som skatte- og trygdesystemet, systemet for lønnsdannelse og sammensetningen av arbeidsstyrken.

Når forstyrrelser inntreffer, kan det oppstå en konflikt på kort sikt mellom å nå inflasjonsmålet og hensynet til høy og stabil produksjon og sysselsetting. Pengepolitikken skal gi en rimelig avveining mellom disse hensynene.

En fleksibel inflasjonsstyring, der det legges tilstrekkelig vekt på realøkonomien, kan motvirke at lavkonjunkturer blir dype og langvarige. Det kan redusere faren for at arbeidsledigheten fester seg på et høyt nivå etter et økonomisk tilbakeslag.

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

I gjennomføringen av pengepolitikken tas det hensyn til usikkerhet om økonomiens virkemåte. Usikkerhet om virkningene av pengepolitikken taler normalt for å gå varsomt frem i rentesettingen. Det kan redusere risikoen for at pengepolitikken får utilsiktede følger. Renten vil normalt endres gradvis slik at vi kan vurdere virkningene av renteendringer og annen ny informasjon om den økonomiske utviklingen.

I situasjoner der faren for særlig ugunstige utfall er betydelig, eller dersom det ikke lenger er tillit til at inflasjonen vil holde seg lav og stabil, kan det i noen tilfeller være riktig å reagere kraftigere i rentesettingen enn vanlig.

NY TALLFESTING AV NEMO

Norges Banks hovedmodell for analyse av norsk økonomi og pengepolitikk (NEMO) har vært i kontinuerlig utvikling siden den ble tatt i bruk i 2006.¹ Modellen er en dynamisk, stokastisk, generell likevektsmodell (DSGE) og har fellestrekk med makroøkonomiske modeller i andre sentralbanker. I denne rapporten har vi tatt i bruk en ny tallfestet versjon av NEMO. Bakgrunnen er blant annet at vi nå har tilstrekkelig med data til å tallfeste modellen på perioden med inflasjonsstyring fra 2001. Strukturen i modellen er den samme.

I modeller som NEMO vil utviklingen i variablene som bestemmes i modellen (endogene variable), avhenge av variabler som bestemmes utenfor modellen (eksogene variable). De endogene variablene vil i modellen svinge rundt antatt langsiktige likevektsnivåer som bestemmes av strukturelle forhold i økonomien.

Vi sikter mot flere mål i tallfestingen. *For det første* har vi et mål om at verdien på langsiktige sammenhenger er i tråd med data for en relevant tidsperiode. For eksempel har nivået på husholdningenes gjeld og boligformue i forhold til BNP for Fastlands-Norge, økt kraftig over tid. Eksport og import av tradisjonelle varer og tjenester er også høyere nå i forhold til BNP for Fastlands-Norge enn på 1990-tallet. For mange andre langsiktige sammenhenger er endringene små. Vurderingen av nivået på den nøytrale realrenten er ikke endret i denne rapporten.² *For det andre* har vi et mål om at variasjonen i modellens endogene variable er så lik variasjonen i faktiske data som mulig. *For det tredje* har vi et mål om at virkningen av endringer i sentrale variabler som styringsrenten og oljeprisen er i tråd med estimerte sammenhenger fra empiriske modeller. Effekten av endringer i styringsrenten er kryssjekket mot en gruppe SVAR-modeller (strukturelle, vektor-autoregressive modeller) som er utviklet i Norges Bank. Virkningen av endret oljepris er hovedsakelig basert på Bergholt m.fl. (2017) og Bjørnland og Thorsrud (2016).³ NEMO skal, etter at disse hensynene er ivarettatt, gi prognoser som ikke er vesentlig dårligere enn empiriske modeller.⁴

Samlet sett er virkningen av en renteendring i NEMO ikke vesentlig endret med den nye tallfestingen. Verdien på parametere som påvirker kostnaden ved å endre priser, har økt noe. En konsekvens er at «Phillips-kurvene» er noe flatere, altså at en gitt økning i kapasitetsutnyttningen gir noe mindre effekt på lønninger og priser. Det bringer tallfestede sammenhenger i NEMO nærmere andre empiriske modeller vi bruker i prognosearbeidet. Isolert sett trekker økt nivå på husholdningenes gjeld og boligformue i retning av noe større effekt av en renteendring i modellen. Økte eksport- og importandeler bidrar til at virkningen av forstyrrelser fra utlandet blir noe viktigere.

NEMO benyttes sammen med et bredt sett av data, korttidsmodeller og skjønsmessige vurderinger til å lage prognoser for sentrale størrelser for norsk økonomi. Tallfesting og kontinuerlig videreutvikling av NEMO er viktig for at modellen skal forbli et godt hjelpemiddel i den pengepolitiske analysen. Arbeidet med tallfestingen vil bli dokumentert i et kommende staff memo fra Norges Bank.

1 For en nærmere beskrivelse av modellen, se Gerdrup, K., Kravik, E.M., Paulsen, K.S. og Ø. Robstad (2017) «Documentation of NEMO – Norges Bank's core model for monetary policy analysis and forecasting». Staff memo 8/2017. Norges Bank.

2 Se utdypingen «Anslag på den nøytrale realrenten» i *Pengepolitisk rapport 2/18* for en nærmere gjennomgang.

3 Bergholt, D., V.H. Larsen og M. Seneca (2017) «Business Cycles in an Oil Economy». *Journal of International Money and Finance*, juli. Bjørnland, H.C. og L.A. Thorsrud (2016) «Boom or Gloom? Examining the Dutch Disease in Two-speed Economies», *The Economic Journal*, 126.

4 NEMO har i likhet med andre DSGE-modeller et teoretisk fundament. Det gjør den bedre egnet til pengepolitiske analyser, men dette hensynet kan gå på bekostning av modellens evne til å gi presise prognoser av makroøkonomiske variabler. For en nærmere drøfting, se Jesper Lindé (2018) «DSGE models: still useful in policy analysis?», *Oxford Review of Economic Policy*, Vol 34, Issue 1-2, 5

5 Vurdering av finansiell stabilitet

- beslutningsgrunnlag for motsyklisk kapitalbuffer

Husholdningenes gjeldsbelastning er høy, og gjelden vokser fremdeles raskere enn inntektene. Eiendomsprisene har vokst kraftig over mange år og er på historisk høye nivåer. Det har ført til at finansielle ubalanser har bygd seg opp. De siste månedene har veksten i boligprisene vært lav, men aktiviteten i boligmarkedet har holdt seg høy. I markedet for næringseiendom er det fortsatt sterk vekst i beregnede salgspriser på de mest attraktive kontorlokalene i Oslo. Det bidrar til å øke finansielle ubalanser.

Det er god vekst i norsk økonomi. Foretakenes kredittvekst har avtatt de siste månedene, men foretakene har fortsatt god tilgang på kreditt. Bankene oppfyller sine kapitalmål og har god lønnsomhet. Neste år implementeres EU-regelverk som fører til at det kreves mindre kapital for å oppnå samme nivå på risikovektet kapitaldekning. Fremover ventes det at lav boligprisvekst og gradvis økte renter vil dempe videre gjeldsvekst.

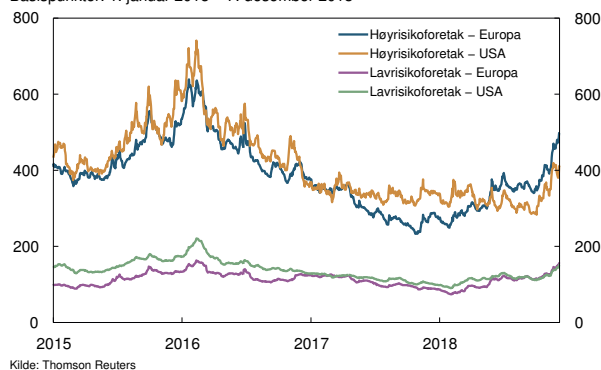
5.1 FINANSIELL STABILITET INTERNASJONALT

Siden forrige rapport er det tegn til lavere risikoappetitt hos investorene. Aksjekursene globalt har falt, se figur 2.4. Risikopremiene i obligasjonsmarkedene har økt fra svært lave nivåer. For høyrisikoforetak i USA og Europa har risikopåslaget over tilhørende statsrenter økt med i overkant av 1 prosentenhett, se figur 5.1.

Internasjonalt er vekstutsiktene noe svakere enn ved forrige rapport. Det må blant annet ses i lys av vedvarende usikkerhet om utfallet av handelskonfliktene, brexitavtalen og budsjettssituasjonen i Italia (se kapittel 2).

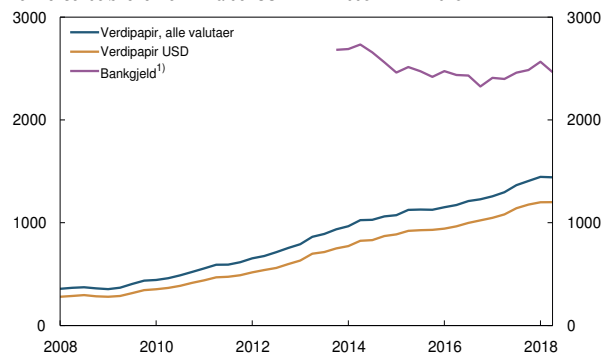
I fremvoksende økonomier har store gjeldsopptak i utenlandsk valuta, særlig amerikanske dollar, gjort landene utsatte ved en økning i det amerikanske rentenivået og en styrking av dollarkursen. Ikke-finansielle foretak har særlig økt sin internasjonale obligasjonsgjeld i amerikanske dollar de siste årene, se figur 5.2. Foretakenes gjeld til internasjonale banker har derimot falt noe, blant annet fordi bankene har bremsset utlånsveksten som ledd i tilpasningen til høyere kapitalkrav. Den siste tiden er sårbarheten noe redusert fordi valutakursene i mange fremvoksende økonomier har styrket seg etter kraftige fall tidligere i år.

Figur 5.1 Risikopåslag ikke-finansielle foretak. Basispunkter. 1. januar 2015 – 7. desember 2018



Kilde: Thomson Reuters

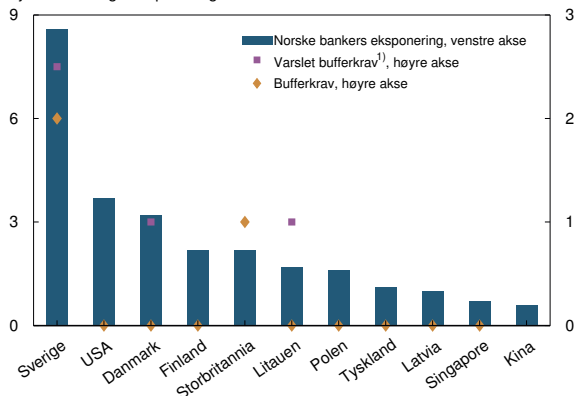
Figur 5.2 Internasjonal bank- og verdipapirgjeld til ikke-finansielle foretak i fremvoksende økonomier. Milliarder USD. 1. kv. 2008 – 2. kv. 2018



¹⁾ Inneholder også tall for husholdningenes gjeld til internasjonale banker.

Kilde: BIS

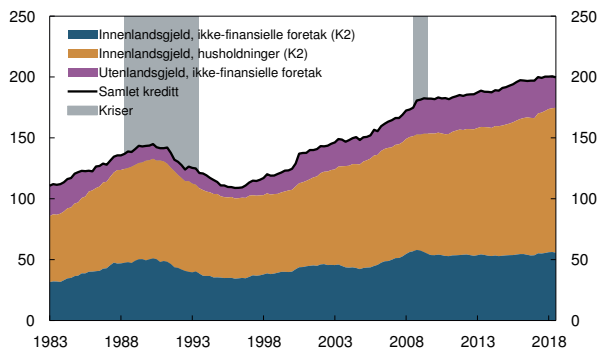
Figur 5.3 Krav til motsyklisk kapitalbuffer i utvalgte land og norske bankers eksponering i disse landene. Andel av beregningsgrunnlag. Prosent. Gjennomsnittlige eksponeringer fra 3. kv. 2016 til 3. kvartal 2018



1) I Sverige øker kravet fra 19. september 2019, i Danmark 31. mars 2019, og i Litauen til 0,5 prosent 31. desember 2018 og deretter til 1 prosent 30. juni 2019.
Kilder: Bank for International Settlements (BIS), det europeiske systemrisikorådet (ESRB), Finanstilsynet og Norges Bank

Robustheten til europeiske banker er samlet sett styrket de siste årene gjennom økt kapitaldekning. Det ble ytterligere bekreftet i den siste stresstesten til den europeiske banktilsynsmyndigheten (EBA). Det økonomiske sjokket i testen fører til en reduksjon i ren kjernekapitaldekning for aggregatet av de 48 deltagende bankene med nesten 4 prosentenheter til vel 10 prosent i 2020. Kapitaldekningen blir dermed liggende klart over det regulatoriske minstekravet på 8 prosent. Disse gjennomsnittstallene skjuler imidlertid store forskjeller mellom banker, både innen og på tvers av land. For eksempel varierer ren kjernekapitaldekning i 2020 mellom 7,1 prosent og 34 prosent.

Figur 5.4 Kreditt for Fastlands-Norge som andel av BNP for Fastlands-Norge. Prosent. 1. kv. 1983 – 3. kv. 2018



Kilder: IMF, Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

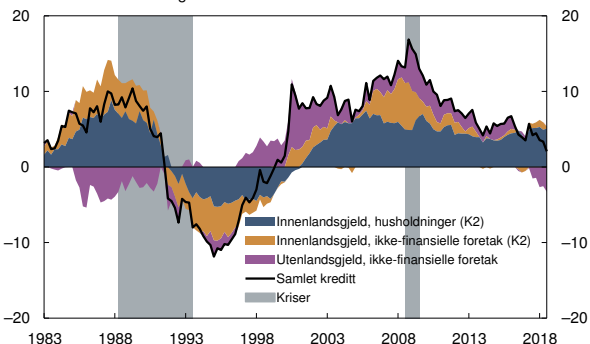
I det siste har flere land varslet en økning i sine motsykliske kapitalbuffer, se figur 5.3. Økningene begrunnes blant annet med at risikopremier har vært lave i lang tid (figur 5.1) og at mange av landene har høye gjeldsnivåer. For norske bankers eksponeringer i EU-land skal bufferkravet i det enkelte land anerkjennes.¹

Utviklingen i globale finansielle forhold signaliserer middels risiko i temperaturkartet, se ramme på side 60.

5.2 KREDITT

I Norge har kreditten lenge steget raskere enn verdiskapingen i fastlandsøkonomien, se kredittindikatoren i figur 5.4. Det siste året har indikatoren vært nokså stabil. Kredittgapet, som viser avviket mellom kredittindikatoren og en beregnet trend, har avtatt i tre kvartaler på rad, se figur 5.5. Nedgangen i kredittgapet er i hovedsak drevet av en reduksjon i foretakenes utenlandsgjeld, se ramme på side 56.

Figur 5.5 Dekomponert kredittgap.¹⁾ Kreditt for Fastlands-Norge som andel av BNP for Fastlands-Norge. Prosentenheter. 1. kv. 1983 – 3. kv. 2018



1) Beregnet som avvik fra trend. Trenden er anslått ved ensidig, utvidet HP-filter med lambda = 400 000. HP-filteret er beregnet på data utvidet med en enkel prognose.
Kilder: IMF, Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Husholdningenes gjeldsvekst har avtatt noe de siste årene, men har vært stabil det siste halvåret, se figur 5.6. Gjeldsveksten er fortsatt høyere enn veksten i disponibel inntekt.

Gjeldsbelastningen i husholdningene har økt over en lengre periode, se figur 5.7. Økningen i gjeldsbelastningen har bidratt til oppbygging av finansielle ubalanser. Utviklingen i husholdningenes gjeldsbelastning

1 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.

signaliserer høy risiko i temperaturkartet, se ramme side 60.

Husholdningenes rentebelastning er på lave nivåer (figur 5.7). Det skyldes det lave rentenivået. Det høye gjeldsnivået øker normale avdrag. Gjeldsbetjeningsgraden, det vil si andelen av inntekten som betjener renter og normale avdrag, er på samme nivå som under finanskrisen i 2008 og bankkrisen på begynnelsen av 1990-tallet, til tross for de lave rentene. Vi forventer at både rentebelastningen og gjeldsbetjeningsgraden vil øke noe fremover i takt med økte utlånsrenter. I Norges Banks utlånsundersøkelse for tredje kvartal rapporterte bankene om økt etterspørsel etter lån med fastrente.

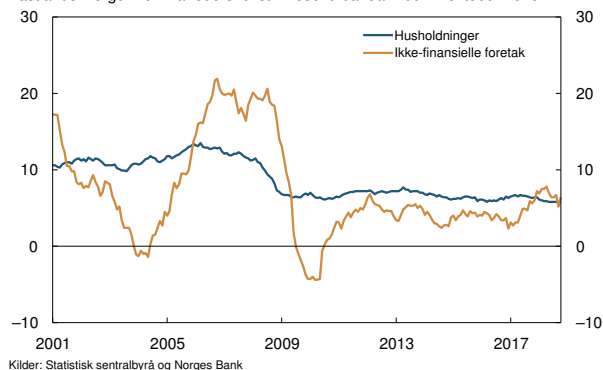
Finanstilsynets boliglånsundersøkelse viser at andelen nye boliglån som avvek fra kravene i boliglånsforskriften i tredje kvartal 2018 var om lag uendret fra året før.² Det er kravene til gjeldsgrad (krav til maksimal gjeld i forhold til inntekt) og belåningsgrad (krav til egenkapital) som i størst grad blir brutt, se figur 5.8. Andelen lån som bryter med kravene til gjeldsgrad, er høyere for lån med pant i bolig i Oslo enn i resten av landet.

Boligbyggingen er på et høyt nivå og ventes å holde seg høy fremover. Utlånsrentene er fortsatt på lave nivåer. Fremover venter vi derfor at husholdningenes kredittvekst vil holde seg oppe.

Den innenlandske kredittveksten til foretakene økte gjennom 2017 og i begynnelsen av 2018. De siste månedene har veksten gått noe ned (figur 5.6). I tredje kvartal falt også foretakenes innenlandske kreditt som andel av BNP. Det har vært lavere vekstbidrag fra både bankene og obligasjonsmarkedet, se figur 5.9. Foretakene ser likevel ut til å ha god tilgang på kreditt, og kredittveksten er fortsatt bredt basert på næringer. Risikopåslagene på foretakenes obligasjonsfinansiering har økt noe siden forrige rapport, som følge av økte risikopåslag og aksjekursfall internasjonalt.

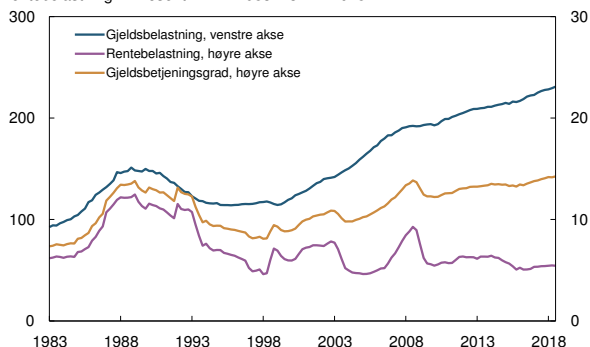
Bankene i Norges Banks utlånsundersøkelse forventet en økning i utlånsrentene i fjerde kvartal som følge av Norges Banks heving av styringsrenten i september. Effekten på foretakene av økte utlånsrenter vil blant

Figur 5.6 Innenlandsk kreditt til husholdninger og ikke-finansielle foretak i Fastlands-Norge. Tolv månedersvekst. Prosent. Januar 2001 – oktober 2018



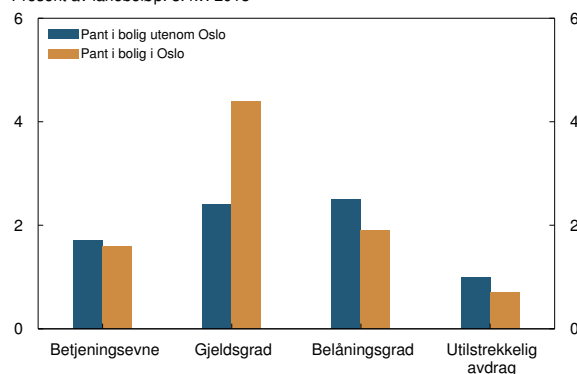
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 5.7 Husholdningenes gjeldsbelastning¹⁾, gjeldsbetjeningsgrad²⁾ og rentebelastning³⁾. Prosent. 1. kv. 1983 – 3. kv. 2018



1) Gjeldsbelastning er lånegjeld i prosent av disponibel inntekt. Disponibel inntekt er korrigert for anslått reinvestert aksjeutbytte i 1. kv. 2000 – 4. kv. 2005 og nedsettelse av egenkapital i 1. kv. 2006 – 3. kv. 2012. For 1. kv. 2015 – 3. kv. 2018 benyttes veksten i disponibel inntekt uten aksjeutbytte.
2) Gjeldsbetjeningsgrad er renteutgifter og anslått avdrag på lånegjelden med 18 års nedbetalingstid som andel av summen av disponibel inntekt og renteutgifter.
3) Rentebelastning er renteutgifter som andel av summen av disponibel inntekt og renteutgifter.
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 5.8 Andel nye utlån med avvik fra de enkelte kravene i boliglånsforskriften. Prosent av lånebeløp. 3. kv. 2018



Kilde: Finanstilsynets boliglånsundersøkelse

² Se Finansielt utsyn desember 2018 og Forskrift om krav til nye utlån med pant i bolig (boliglånsforskriften).

annet avhenge av foretakenes gjeldsgrad. Analyser Norges Bank har gjort, viser at en renteøkning på 1 prosentenheter vil utgjøre en høyere andel av omsetningen for foretak innen eiendom enn for foretak i andre næringer, se figur 5.10 og *Finansiell stabilitet 2018*. Effekten av en renteøkning vil være høyest for foretak innen næringseiendom, som har spesielt høy gjeld sammenlignet med omsetning.

Alle foretaksindikatorer signaliserer lav risiko i temperaturkartet, se ramme på side 60.

5.3 EIENDOMSPRISER

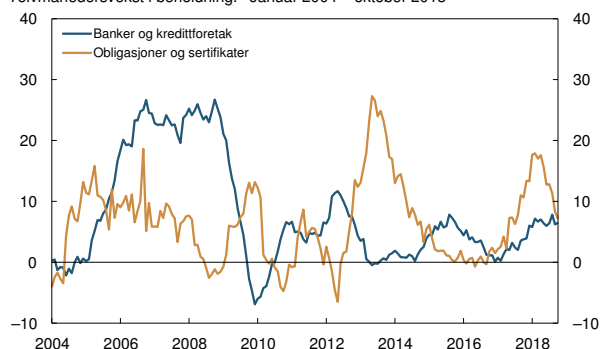
Boligprisene har steget kraftig over lengre tid, og har bidratt til oppbyggingen av finansielle ubalanser, se

figur 5.11. De siste kvartalene har boligprisene vokst i takt med disponibel inntekt. Innen næringseiendom har beregnede salgspriser på de mest attraktive kontorlokalene i Oslo fortsatt å stige markert, se figur 5.12.

Utviklingen i boligmarkedet signaliserer lav risiko i temperaturkartet, se ramme på side 60. Det høye nivået på boligprisene innebærer likevel en sårbarhet, se *Finansiell Stabilitet 2018*. Utviklingen i nærings-eiendomsmarkedet signaliserer høy risiko i temperaturkartet.

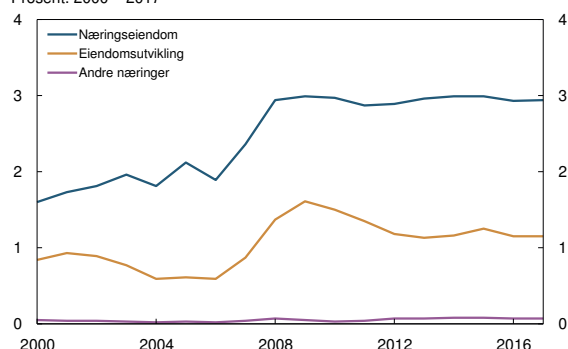
De siste månedene har de sesongjusterte boligprisene falt noe, se figur 5.13. Tolvmånedersveksten

Figur 5.9 Kreditt fra utvalgte finansieringskilder til ikke-finansielle foretak. Tolvmånedersvekst i beholdning.¹⁾ Januar 2004 – oktober 2018



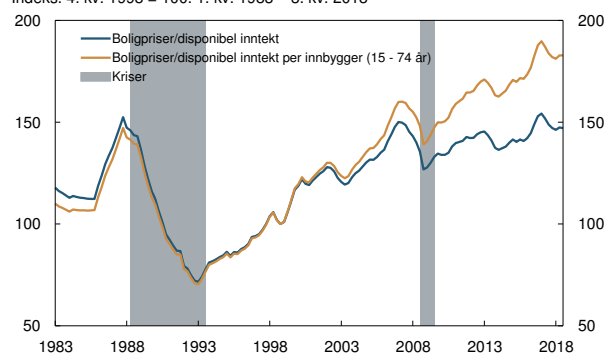
1) Beholdninger er ikke justert for valutakursvingninger og omvurderinger. SSB har lagt om kredittstatistikken fra og med januar 2018. Serien for obligasjoner og sertifikater er bruddjustert. Serien for banker og kredittforetak er ikke justert for denne omleggingen. I tillegg er gjelden til bompengeselskapene tatt ut fra januar 2018. Dette bruddet er også bruddjustert i figuren.
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 5.10 Netto effekt av 1 prosentenheter høyere rente som andel av omsetning. Prosent. 2000 – 2017



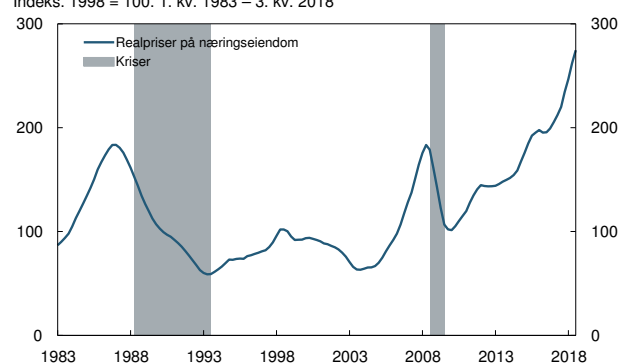
Kilde: Norges Bank

Figur 5.11 Boligpriser i forhold til disponibel inntekt¹⁾. Indeks. 4. kv. 1998 = 100. 1. kv. 1983 – 3. kv. 2018



1) Disponibel inntekt er korrigert for anslått reinvestert aksjeutbytte i 1. kv. 2000 – 4. kv. 2005 og nedsettelse av egenkapital i 1. kv. 2006 – 3. kv. 2012. For 1. kv. 2015 – 3. kv. 2018 benyttes veksten i disponibel inntekt uten aksjeutbytte.
Kilder: Eiendom Norge, Eiendomsverdi, Finn.no, Norges Eiendomsmeglerforbund (NEF), Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 5.12 Realpriser på næringseiendom.¹⁾ Indeks. 1998 = 100. 1. kv. 1983 – 3. kv. 2018



1) Beregnede reelle salgspriser per kvadratmeter på de mest attraktive kontorlokalene i Oslo. Deflateret med BNP-deflatoren for Fastlands-Norge. Gjennomsnittlig salgpris siste fire kvartaler.
Kilder: CBRE, Dagens Næringsliv, OPAK, Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

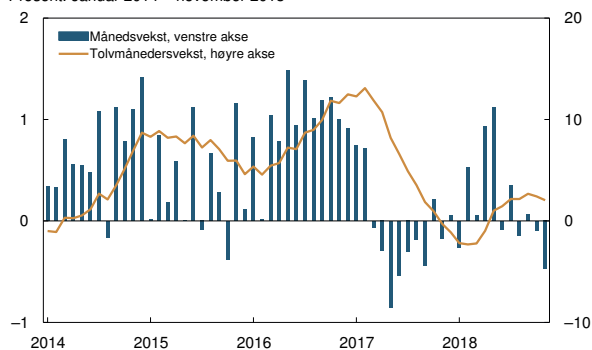
har vært lav. Prisveksten er igjen sterkest i Oslo, med en tolv månedersvekst på 4,7 prosent i november. De regionale forskjellene er likevel mindre enn det vi har sett de siste årene. De neste årene venter vi at boligprisene vil stige med mellom 2 og 3 prosent per år, se figur 3.6 i kapittel 3.

Til tross for den lave prisveksten har det vært høy omsetning i bruktboligmarkedet, se figur 5.14. Det har likevel vært en økning i antall usolgte boliger, ettersom det er blitt lagt ut flere boliger for salg enn det som er omsatt. Antall usolgte bruktboliger er høyt, og høyere enn rett etter finanskrisen, se figur 5.15. I markedet for nye boliger har det vært lagt ut få nye boliger for salg, samtidig som salget har vært

relativt høyt. Det gjør at det totale antallet usolgte boliger trolig har gått noe ned.

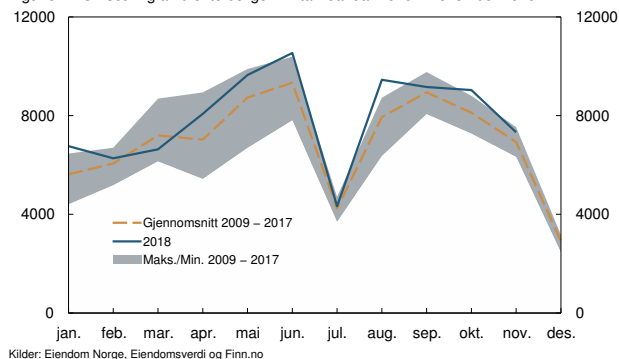
Vi anslår at antall ferdigstilte boliger vil nå en topp i 2018, og holde seg nokså høyt også i 2019, se figur 5.16. Mange av kjøperne av nye boliger vil antagelig selge sin eksisterende bolig. Det kan føre til at antallet bruktboliger lagt ut for salg holder seg høyt også fremover. Våre analyser viser at boligbyggingen lenge har vært lavere enn økningen i antall husholdninger i de mest sentrale strøkene, se ramme på side 58 og Staff Memo 12/2018. Dette etterslepet i boligbyggingen vil trolig bidra til å holde prisene oppe og reduserer sannsynligheten for at den høye ferdigstillelsen nå vil forårsake et betydelig fall i boligprisene. Likevel

Figur 5.13 Boligpriser. Tolv månedersvekst og sesongjustert månedsvekst. Prosent. Januar 2014 – november 2018



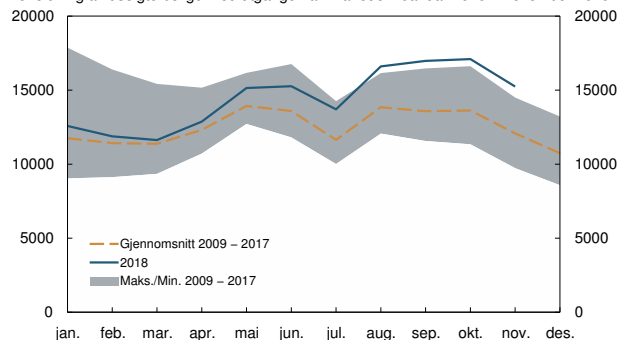
Kilder: Eiendom Norge, Eiendomsverdi og Finn.no

Figur 5.14 Omsetning av brukte boliger. Antall. Januar 2018 – november 2018



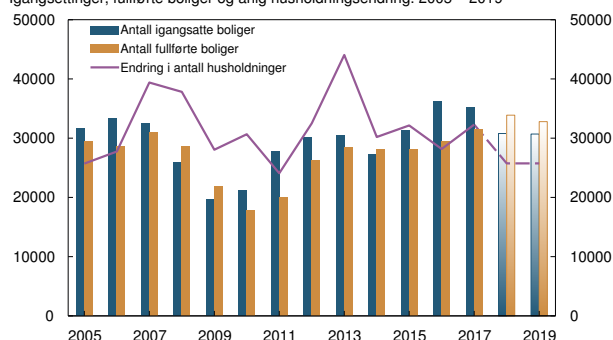
Kilder: Eiendom Norge, Eiendomsverdi og Finn.no

Figur 5.15 Antall usolgte bruktboliger. Beholdning av usolgte boliger ved utgangen av måneden. Januar 2018 – november 2018



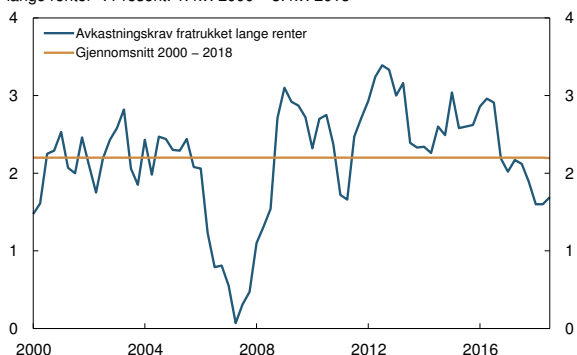
Kilder: Eiendom Norge, Eiendomsverdi og Finn.no

Figur 5.16 Igangsetting og husholdningsvekst. Igangsettinger, fullførte boliger og årlig husholdningsendring. 2005 – 2019¹⁾



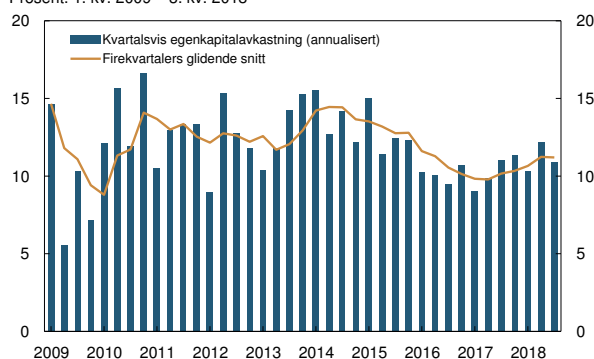
1) Anslag for 2018 og 2019 (stiplet og gradert). Anslag for husholdningsvekst er basert på befolkningsfremskrivninger fra SSB og endring i antall personer per husholdning de tre siste årene.
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 5.17 Avkastningskrav for de mest attraktive kontorlokale i Oslo fratrukket lange renter¹⁾. Prosent. 1. kv. 2000 – 3. kv. 2018



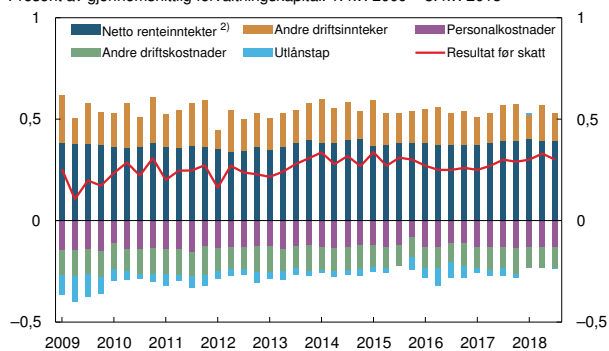
1) Som mål på lange renter benyttes tiårs statsrenter.
Kilder: CBRE, Thomson Reuters og Norges Bank

Figur 5.18 Egenkapitalavkastning i store norske banker¹⁾. Prosent. 1. kv. 2009 – 3. kv. 2018



1) DNB Bank, Nordea Bank Norge (til og med fjerde kvartal 2016), Sparebanken Vest, SpareBank 1 Nord-Norge, SpareBank 1 SMN, SpareBank 1 SR-Bank, Sparebanken Sør (fra første kvartal 2014) og SpareBank 1 Østlandet (fra tredje kvartal 2016).
Kilder: Bankenes kvartalsrapporter og Norges Bank

Figur 5.19 Dekomponert resultatutvikling i store norske banker¹⁾. Prosent av gjennomsnittlig forvaltningskapital. 1. kv. 2009 – 3. kv. 2018



1) DNB Bank, Nordea Bank Norge (til og med fjerde kvartal 2016), Sparebanken Vest, SpareBank 1 Nord-Norge, SpareBank 1 SMN, SpareBank 1 SR-Bank, Sparebanken Sør (fra første kvartal 2014) og SpareBank 1 Østlandet (fra tredje kvartal 2016).
2) Provisjonsinntekter fra deleide kredittforetak i SpareBank 1-alliansen er omklassifisert fra andre driftsinntekter til netto renteinntekter.
Kilder: Bankenes kvartalsrapporter og Norges Bank

venter vi at prisveksten vil dempes noe av et stort tilbud av boliger den nærmeste tiden.

Fremover venter vi at antall igangsatte boliger stabiliserer seg på rundt 30 000 boliger. Den prisdempende effekten av den høye ferdigstillingen vil derfor trolig ikke vedvare over tid.

Beregnete salgspriser for de mest attraktive kontorlokale i Oslo har økt kraftig de siste kvartalene (figur 5.12). De beregnede salgsprisene bestemmes av utviklingen i leieinntekter og investorenes avkastningskrav. Gjennom 2018 har avkastningskravet holdt seg stabilt, mens leieprisene har økt. Markedsaktørene har trukket frem lav nybygging, konvertering til annen virksomhet og økt etterspørsel som årsaker til veksten i leieprisene. Ifølge Entras Konsensusrapport fra oktober 2018 ventes kontorledigheten fortsatt å falle i Oslo og Bærum i 2018 og 2019. I Bergen, Trondheim og Stavanger har leieprisene vært nokså stabile det siste halvåret.

Forskjellen mellom avkastningskravet for kontorer i Oslo og renter med lang løpetid er nå under det historiske snittet, se figur 5.17. Forskjellen er også lavere i Oslo enn i store europeiske byer, se *Finansiell stabilitet 2018*. Det kan tyde på at risikopremien er relativt lav i Oslo og at aktørene forventer høy vekst i leieprisene også fremover. For en nærmere beskrivelse av ulike risikofaktorer innen næringseiendom, se Staff Memo 11/2018.

Veksten i leieprisene styrker gjeldsbetjeningsevnen til foretak innen næringseiendom. På den annen side kan den høye prisveksten på næringseiendom i Oslo de siste årene bidra til økt kredittvekst i eiendomsforetakene. Et lavt avkastningskrav gjør også at næringseiendomsprisene vil være særlig sårbare for en renteøkning eller økt risikopremie. Bankene har store eksponeringer mot næringseiendom, og et markert fall i prisene kan føre til tap. Den sterke veksten i de beregnede salgsprisene (figur 5.12) bidrar derfor til å øke finansielle ubalanser.

5.4 BANKENE

Egenkapitalavkastningen til de største norske bankene falt i tredje kvartal, etter å ha økte noe i andre kvartal. Lønnsomheten var også litt lavere enn på samme tid i fjor, se figur 5.18. Resultatutviklingen skyldes primært

nedgang i andre inntekter, se figur 5.19, som var særlig høye i andre kvartal på grunn av inntekter fra fusjonen mellom Vipps, BankAxept og BankID. De lave tapene gjenspeiler økt økonomisk aktivitet og at økt oljepris siden 2016 har gitt mindre tap enn fryktet i oljerelaterte næringer. Det kan likevel komme nye omstrukturingsrunder innen oljerelaterte næringer.³

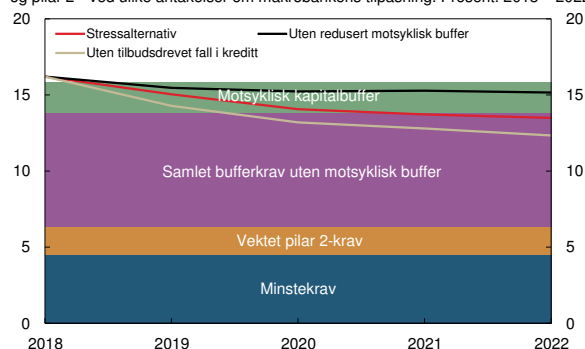
Stresstesten i *Finansiell Stabilitet 2018* viser at bankene må bruke hele den motsykliske kapitalbufferen og en del av de andre bufferne dersom de skal opprettholde kreditttilbudet ved et kraftig tilbakeslag i norsk økonomi, se figur 5.20. Det kan tilsi at en større del av det samlede bufferkravet bør variere over tid.

Kapitaldekningen i bankene var generelt i tråd med bankenes egne kapitalmål ved utgangen av tredje kvartal. Neste år implementeres EU-regelverk i norsk rett, som fører til at det kreves mindre kapital for å oppnå samme nivå på risikovektet kapitaldekning. Blant annet vil bankene som benytter interne modeller for beregning av risikovekter, få lettelsener ved at de ikke lenger må benytte Basel 1-gulvet når de beregner kapitaldekningen, se figur 5.21.

Tolv månedersveksten i bankenes utlån til næringsmarkedet viste en stigende trend i 2017. Veksten holdt seg oppe de første månedene av 2018, men falt noe i andre kvartal. Siden andre kvartal har veksten i bankenes utlån til foretak økt igjen. De norske bankenes andel av utlånsveksten har økt de siste månedene, se figur 5.22.

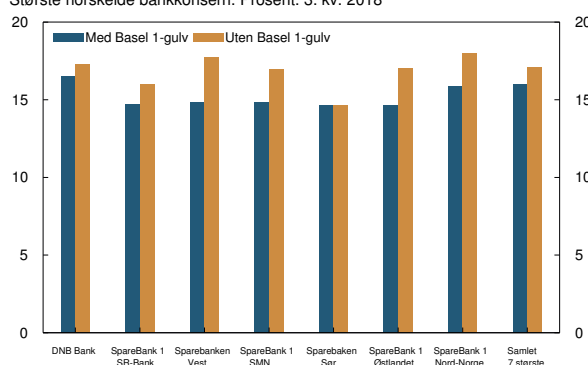
Norske banker har god tilgang på markedsfinansiering i både norske kroner og valuta. Risikopåslagene bankene betaler over tremåneders Nibor for senior obligasjonsfinansiering og OMF har økt siden forrige rapport. Utviklingen i risikopåslagene understøttes av bankenes svar i likviditetsundersøkelsen for oktober. Bankene meldte i snitt om noe dårligere finansieringsbetingelser på finansiering med lang løpetid, i både kroner og valuta. Bankenes markedsfinansieringsandel holder seg stabil.⁴

Figur 5.20 Ren kjernekapitaldekning og krav til ren kjernekapitaldekning under pilar 1 og pilar 2¹⁾ ved ulike antakelser om makrobanksens tilpasning. Prosent. 2018 – 2022



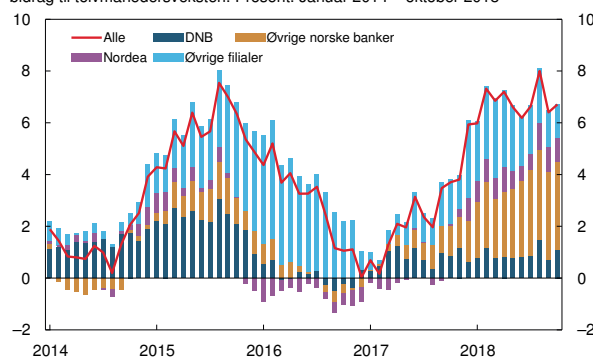
1) Pilar 2-krav til stresstestbankene er vektet med bankenes beregningsgrunnlag.
Kilder: Finanstilsynet, SNL/S&P MI og Norges Bank

Figur 5.21 Ren kjernekapitaldekning¹⁾ med og uten overgangsregel. Største norskeide bankkonsern. Prosent. 3. kv. 2018



1) Inkludert 50 prosent av resultatet hittil i år.
Kilder: Bankenes kvartalsrapporter og Norges Bank

Figur 5.22 Kreditt til norske foretak fra ulike bankgrupper. Ulike bankgruppers bidrag til tolv månedersveksten. Prosent. Januar 2014 – oktober 2018



Kilde: Norges Bank

3 Se også innlegget «Er det fortsatt høy risiko for tap på utlån til leverandørnæringer?» på Bankplassen Blogg.

4 For mer informasjon om indikatorer for finansielle ubalanser, se Norges Banks hjemmeside.

KREDITTINDIKATOREN OG UTENLANDSGJELDEN

Norges Banks råd om motsyklisk kapitalbuffer er basert på en vurdering av utviklingen i finansielle ubalanser. Vurderingen tar utgangspunkt i et bredt sett av indikatorer, analyser og bankens faglige skjønn. Kredittindikatoren, det vil si forholdet mellom samlet kreditt og BNP, er en viktig indikator. Samlet kreditt er summen av innenlandsk kreditt til husholdninger og ikke-finansielle foretak i Fastlands-Norge, samt utenlandsgjelden for Fastlands-Norge.

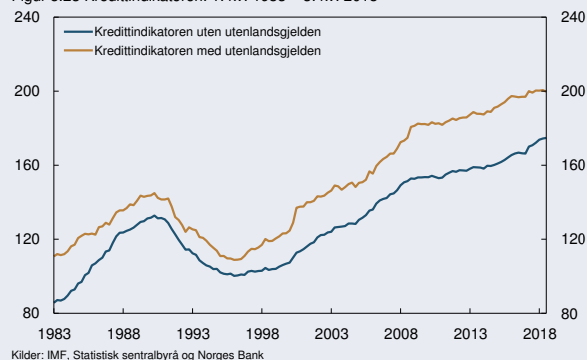
Den samlede gjelden i husholdninger og foretak har steget raskere enn verdiskapningen i fastlandsøkonomien siden midten av 1990-tallet (figur 5.4). Avvikene mellom kreditt som andel av BNP og en beregnet trend, det såkalte kredittgapet, har avtatt siden finanskrisen (figur 5.5). Den seneste tiden har utenlandsgjelden falt og bidratt til å trekke kredittgapet ned. I denne rammen ser vi nærmere på utviklingen i kredittindikatoren med og uten utenlandsgjelden.

Om lag halvparten av utenlandsgjelden er konserninterne lån der långiverne er utenlandske foretak og låntakerne norske foretak i samme konsern.¹ Deler av denne gjelden reflekterer trolig ikke de norske foretakenes reelle behov for kreditt, men skattemotiverte tilpasninger. Skattekostnadene i flernasjonale konsern kan reduseres ved å plassere gjeld i land der det er mulig å oppnå relativt store fradrag på gjeldsrenter. Fordelingen av den konserninterne gjelden gjøres ofte sent i regnskapsåret. Det kan gi volatilitet og revisjoner i kredittstatistikken, som igjen kan gi et nivå på og bevegelser i kredittindikatoren som ikke reflekterer nivå og endringer i reell gjeld og finansielle ubalanser.

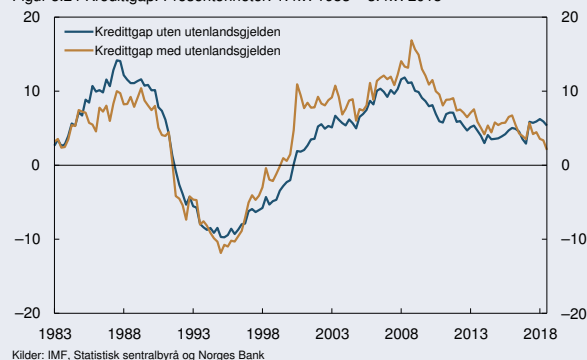
Det er små forskjeller i forløpet for kredittindikatoren med og uten utenlandsgjelden, se figur 5.23. Det samme gjelder forløpet for gapene med og uten utenlandsgjelden, se figur 5.24. Fordi utenlandsgjelden er mer volatil enn resten av gjelden, får kredittgapet et noe jevnere forløp uten utenlandsgjeld. Det gjelder også bufferguiden, som er en veiledende referanseverdi for bufferkravet som skal beregnes i henhold til EU-regelverk og Baselkomiteens anbefalinger, se figur 5.25. Bufferguiden uten utenlandsgjeld gir de mest stabile signalene om oppbygging av finansielle ubalanser i tiden rundt bankkrisen. Forut for finanskrisen signaliserer bufferguiden uten utenlandsgjelden den tregeste, men også den mest konsistente oppbyggingen av ubalanser. I dagens situasjon signaliserer bufferguiden uten utenlandsgjelden et høyere nivå på den motsykliske kapitalbufferen.

¹ Dette er i motsetning til innenlandsgjelden, hvor det justeres for konserninterne lån slik at disse ikke regnes med i kredittindikatoren.

Figur 5.23 Kredittindikatoren. 1. kv. 1983 – 3. kv. 2018



Figur 5.24 Kredittgap. Prosentenheter. 1. kv. 1983 – 3. kv. 2018



Utfordringene knyttet til håndtering av den konserninterne utenlandsgjelden i indikatorer for samlet kredittutvikling har vært et tema også i de andre nordiske landene og i Baltikum. Island og Sverige har valgt å legge til grunn en kredittindikator som utelukker konserninterne lån. Danmark og de baltiske landene legger til grunn en indikator som kun er basert på banklån, i tillegg til en indikator basert på et bredt kredittmål. Finland er i ferd med å undersøke alternativer til en bredt basert indikator som følge at hyppige revisjoner i kredittstatistikken.

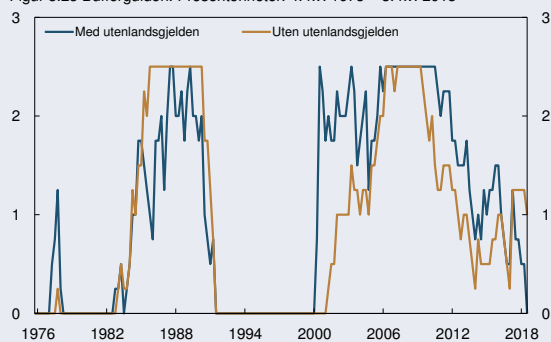
Statistikkgrunnlaget har bedret seg de seneste årene og gjort det mulig å skille den konserninterne gjelden ut av utenlandsgjelden. I vurderingen av finansielle ubalanser er det imidlertid nødvendig med lange tidsreiser for samlet kreditt. Det finnes også andre argumenter for å inkludere konsernintern utenlandsgjeld i målet for samlet kreditt. Ikke all konsernintern gjeld i flernasjonale foretak er skattemotivert. Et stort konsern kan få bedre lånebetingelser i banker og markeder ved å ta opp gjeld sentralt og videreformidle lånene til datterselskaper. Videre er det grunn til å tro at den skattemotiverte delen av konsernintern utenlandsgjeld i norske foretak har avtatt og kan avta ytterligere fremover. I 2014 ble det innført regler som begrenser rett til skattefradrag på gjeldsrenter når långiver og låntaker er del av samme konsern. Rentebegrensingsreglene skal motvirke at flernasjonale konsern reduserer skatten i Norge ved å plassere uforholdsmessig mye gjeld i norske selskap. Reglene ble strammet inn i 2017.² I statsbudsjettet for 2019 foreslår regjeringen en ytterligere innstramming.³

Utenlandsgjelden bør inngå i kredittmålet som ligger til grunn for vurderingen av finansielle ubalanser og råd om motsyklisk kapitalbuffer. Norge er en liten åpen økonomi, og det er mulig for norske foretak å raskt skifte mellom innenlandske og utenlandske kredittkilder. Det europeiske risikorådet (ESRB) og Baselkomiteen for banktilsyn anbefaler å følge et bredt kredittmål i vurderingen av motsyklisk kapitalbuffer. For å vurdere utviklingen i finansielle ubalanser er det nødvendig også å analysere utviklingen i deler av kreditten, for eksempel å skille mellom utviklingen i kreditt til husholdninger og foretak. Tilsvarende vil Norges Bank også analysere utviklingen i utenlandsgjelden og i konsernintern utenlandsgjeld.

2 I dag blir fradraget avskåret dersom låntakers netto rentekostnader overstiger 5 millioner kroner og 25 prosent av foretakets driftsresultat før av- og nedskrivninger (EBITDA).

3 Innstrammingen innebærer at rentebegrensingsregelen også skal omfatte ekstern gjeld (for eksempel banklån) dersom egenkapitalandelen i den norske delen av konsernet er lavere enn egenkapitalandelen i konsernet globalt.

Figur 5.25 Bufferguiden. Prosentenheter. 4. kv. 1975 – 3. kv. 2018



Kilder: IMF, Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

BOLIGBYGGING OG HUSHOLDNINGSVEKST

De siste årene har boligbyggingen økt og vært på de høyeste nivåene siden starten av 1980-tallet målt ved antall igangsatte boliger, se figur 5.26. Samtidig har veksten i antall husholdninger avtatt. I denne rammen ser vi nærmere på forholdet mellom veksten i antall boliger og husholdninger på nasjonalt og regionalt nivå.¹

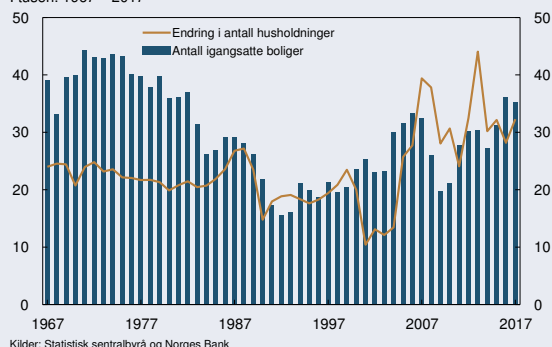
På 1970- og 80-tallet var byggingen betydelig høyere enn veksten i husholdninger (figur 5.26). Dette må sees i sammenheng med at det i etterkrigstiden var boligknapphet og at boligpolitikken hadde som mål å bygge flest mulig boliger for en rimelig penge. Fra midten av 80-tallet og frem til årtusenskiftet var det godt samsvar mellom utviklingen i disse to størrelsene. Siden da har det vært større forskjeller. Fra utgangen av 2005 til utgangen av 2017 har antall husholdninger økt med om lag 36 000 mer enn antall igangsatte boliger.

Utviklingen i samlet antall boliger, som også inkluderer boliger som utgår av boligmassen, samt eiendommer som bygges om til bolig, viser at det ved utgangen av 2005 var om lag 10 prosent flere boliger enn husholdninger.² Ved utgangen av 2017 var forskjellen redusert til om lag 6 prosent. I disse årene har antall husholdninger økt med om lag 54 000 mer enn antall boliger. Det er noe høyere enn funnene i forrige avsnitt, som trolig skyldes boliger som utgår av boligmassen.

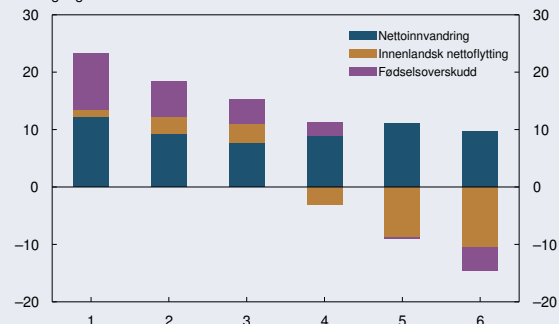
Over tid har det vært store regionale variasjoner i både boligbygging og husholdningsvekst. Veksten i antall husholdninger har vært høyest i sentrale kommuner. Det skyldes høyere fødselsoverskudd i disse kommunene, og et sentraliserende flyttemønster, se figur 5.27. Økningen i antall boliger har også vært størst

1 For nærmere gjennomgang, se Mæhlum, S., P. M. Pettersen og H. Xu (2018) «Boligbygging og husholdningsvekst». Staff Memo 12/2018. Norges Bank.
2 Statistisk sentralbyrå har publisert tall for den norske boligmassen fra 2005.

Figur 5.26 Antall igangsatte boliger og endring i antall husholdninger. I tusen. 1967 – 2017



Figur 5.27 Bidrag til samlet befolkningsvekst for perioden 2005 til 2017 etter kommuners sentralitetsklasse¹⁾. I prosent av sentralitetsklassenes befolkning ved utgangen av 2005



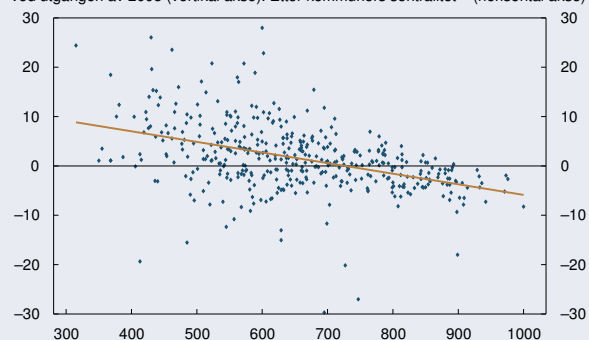
i de mest sentrale kommunene. Likevel har mange sentrale områder opplevd et samlet byggeunderskudd for perioden 2005 til 2017 ved at økningen i antall husholdninger har vært høyere enn økningen i antall boliger. Det er en klar tendens til at byggeoverskuddet faller med sentraliteten, se figur 5.28.

Om lag 80 prosent av landets ubebodde boliger er lokalisert i de tre minst sentrale klassene, se figur 5.29. Denne skjevfordelingen kan ha sammenheng med at noen husholdninger bruker boliger i mindre sentrale strøk som fritidsbolig, men den viktigste årsaken er trolig et sentraliserende flyttemønster. Siden 2005 har antall ubebodde boliger falt markert for de to mest sentrale klassene, mens det har økt i de to minst sentrale klassene. I de to mest sentrale klassene tyder tallene nå på at det er få ubebodde boliger.³

Befolkningsfremskrivninger fra Statistisk sentralbyrå indikerer at befolkningsveksten fortsatt vil være høyest i sentrale områder og at befolkningen ventes å avta i de minst sentrale områdene. Det kan bidra til flere ubebodde boliger i de minst sentrale områdene og behov for flere boliger i de sentrale områdene. Hvis trenden med fallende husholdningsstørrelse fortsetter, kan boligbehovet øke mer enn befolkningsveksten isolert sett tilsier.

3 De to mest sentrale klassene omfatter blant annet Bergen, Stavanger, Trondheim og de mest sentrale kommunene på Østlandet. At figur 5.29 viser negativ differanse for to av årene i sentralitetsklasse 1, kan blant annet skyldes at ikke alle boliger inngår i statistikken og at flere husholdninger er registrert på samme bolig.

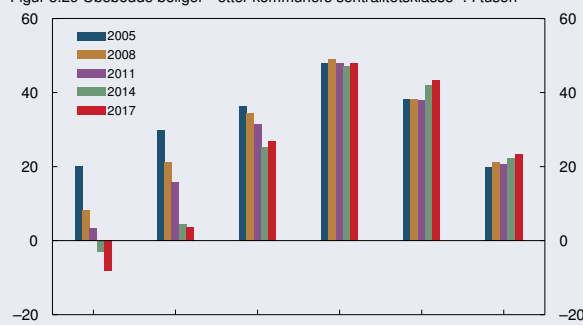
Figur 5.28 Byggeoverskudd¹⁾ for perioden 2005 til 2017 i prosent av antall husholdninger ved utgangen av 2005 (vertikal akse). Etter kommuners sentralitet²⁾ (horisontal akse)



1) Vekst i antall boliger minus vekst i antall husholdninger.
2) Statistisk sentralbyrås sentralitetsindeks, hvor kommuner rangeres etter befolkningens avstand til arbeidsplasser og ulike typer varer og tjenester, der høyere tall uttrykker mer sentralitet.

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 5.29 Ubebodde boliger¹⁾ etter kommuners sentralitetsklasse²⁾. I tusen



1) Differanse mellom antall boliger og antall husholdninger
2) Kommunene grupperes med utgangspunkt i Statistisk sentralbyrås sentralitetsindeks, hvor de mest sentrale kommunene er i klasse 1, mens de minst sentrale kommunene er i klasse 6.

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

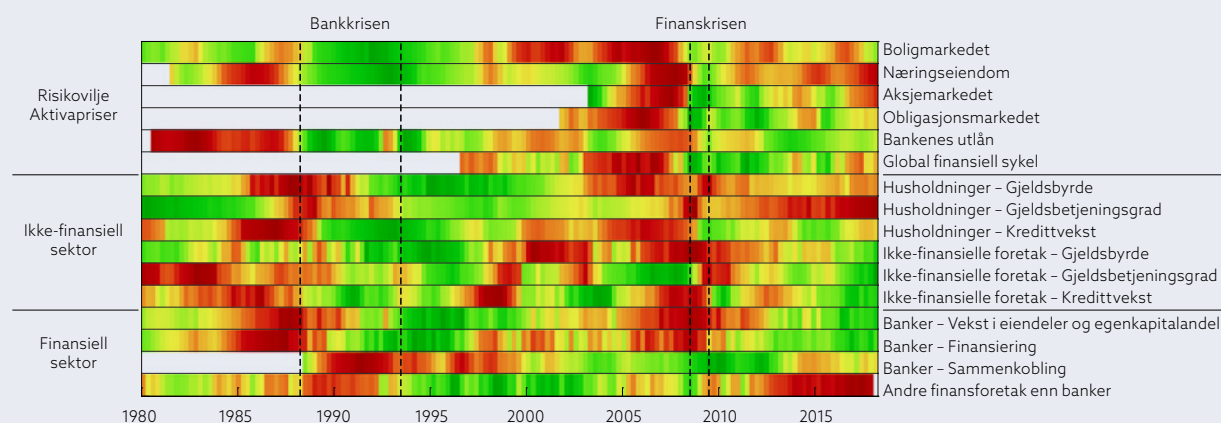
TEMPERATURKART FOR OVERVÅKING AV SYSTEMRISIKO

Norges Banks temperaturkart er et 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.¹

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.

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. Se også ramme på side 54 i *Pengepolitisk rapport 4/17*.

Figur 5.30 Sammensatte indikatorer i temperaturkartet 1. kv. 1980 – 3. kv. 2018



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

KRITERIER FOR EN GOD MOTSYKLISK KAPITALBUFFER¹

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 og motvirke at deres kredittpraksis forsterker et tilbakeslag i økonomien. En motsyklisk kapitalbuffer vil dessuten kunne bidra til å dempe høy kredittvekst og redusere risikoen for at finansielle ubalanser utløser et tilbakeslag.

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 næringsseiendom og iv) andel markedsfinansiering i norske kredittinstitusjoner. 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 nåsituasjonen med historiske trender.²

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 ESRB³ 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 forhindre 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 store utlånstap i bankene og vesentlig innstramming i kreditttilbudet, vil da være mer relevant.

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

² Se Norges Banks hjemmesider «Indikatorer for finansielle ubalanser». Etter hvert som vi vinner ny innsikt og høster nye erfaringer, kan utvalget av indikatorer videreutvikles.

³ Se ESRB (2014) «Recommendation on guidance for setting countercyclical buffer rates».

Vedlegg

Oversikt over rentemøter i Norges Bank

Tabeller og detaljerte anslag

Oversikt over rentemøter i Norges Bank

Dato ¹	Styringsrente ²	Endring
20. mars 2019		
23. januar 2019		
12. desember 2018	0,75	0
24. oktober 2018	0,75	0
19. september 2018	0,75	0,25
15. august 2018	0,50	0
20. juni 2018	0,50	0
2. mai 2018	0,50	0
14. mars 2018	0,50	0
24. januar 2018	0,50	0
13. desember 2017	0,50	0
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	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

1 Fra og med rentemøtet 13. mars 2013 har rentebeslutningen blitt publisert dagen etter rentemøtet. På rentemøtet 14. mars 2017 ble rentebeslutningen publisert to dager 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.

Tabell 1 Anslag på BNP-vekst i utlandet

Endring fra anslag i Pengepolitisk rapport 3/18 i parentes	Andel av verdens BNP ¹			Prosentvis endring fra foregående år				
	PPP	Markeds- kursur	Handels- partnere ⁴	2017	2018	2019	2020	2021
USA	16	24	9	2,2 (0)	2,9 (0)	2,4 (-0,1)	1,8 (-0,1)	1,8 (0)
Euroområdet	12	16	32	2,5 (0)	1,9 (-0,1)	1,6 (-0,1)	1,5 (-0,1)	1,5 (0)
Storbritannia	2	4	10	1,7 (0)	1,3 (0)	1,4 (0)	1,5 (0)	1,5 (0)
Sverige	0,4	0,7	11	2,4 (0)	2,4 (-0,3)	1,8 (-0,2)	1,9 (-0,1)	1,9 (-0,2)
Øvrige industriland ²	7	10	19	2,6 (0,1)	1,9 (-0,1)	1,9 (0)	1,8 (0)	1,9 (0)
Kina	18	14	7	6,9 (0)	6,5 (0,2)	6 (0,2)	5,8 (0)	5,8 (0)
Øvrige fremvoksende økonomier ³	19	11	12	3,8 (0)	3,7 (0)	3,6 (-0,1)	3,9 (0)	4 (0)
Norges handelspartnere ⁴	73	79	100	3 (0,1)	2,6 (0)	2,2 (-0,1)	2,1 (-0,1)	2,1 (-0,1)
Verden (PPP) ⁵	100	100		3,7 (-0,1)	3,7 (-0,1)	3,5 (-0,2)	3,6 (0)	3,6 (-0,1)
Verden (markedskursur) ⁵	100	100		3,2 (0)	3,1 (-0,1)	3 (-0,1)	2,8 (-0,1)	2,9 (0)

1 Landenes andel av global produksjon målt i felles valuta. Gjennomsnitt 2014–2016.

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 (markedskursur), 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 3/18 i parentes	Handels- partnere ⁴	Handels- partnere i rente- aggregatet ⁵	Prosentvis endring fra foregående år				
			2017	2018	2019	2020	2021
USA	7	22	2,1 (0)	2,5 (0)	2,3 (-0,2)	2,4 (0)	2,3 (0)
Euroområdet	34	53	1,5 (0)	1,8 (0)	1,5 (-0,2)	1,6 (0)	1,7 (0)
Storbritannia	7	5	2,6 (0)	2,3 (0,1)	2 (-0,2)	2,1 (0)	2 (0)
Sverige ¹	14	12	2 (0)	2,2 (0)	1,9 (-0,2)	2 (0)	2 (0)
Øvrige industriland ²	15		1,1 (0)	1,3 (0)	1,5 (-0,2)	1,7 (0)	1,7 (0)
Kina	12		1,6 (0)	2,3 (-0,2)	2,4 (-0,1)	2,7 (0)	2,7 (0)
Øvrige fremvoksende økonomier ³	10		4 (0)	4,8 (0,4)	5,5 (0,9)	4,4 (0)	4,4 (0)
Norges handelspartnere ⁴	100		1,9 (0)	2,2 (0,1)	2,2 (0)	2,2 (0)	2,2 (0)
Handelspartnere i renteaggregatet ⁵			1,7 (0)	2 (0)	1,8 (-0,2)	1,9 (0)	1,9 (0)
Underliggende prisvekst ⁶			1,4 (0)	1,4 (-0,1)	1,8 (-0,1)	1,9 (0)	1,9 (0)
Lønnsvekst ⁷			1,9 (0)	2,7 (0)	2,6 (0)	3 (0)	3,1 (0)

1 Konsumpriser med fast rente (KPIF).

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 (markedskursur).

4 Importvekter, 25 viktige handelspartnere.

5 I Norges Banks aggregat for handelspartnernes renter inngår: Canada, Euroområdet, Japan, Polen, Storbritannia, Sverige og USA. Importvekter.

Se Norges Bank Memo 2/2015: «Beregning av aggregatet for handelspartnernes renter» for mer informasjon.

6 I aggregatet for underliggende prisvekst inngår: Euroområdet, Storbritannia, Sverige og USA. Importvekter.

7 Anslag på lønnskostnader per ansatt. I aggregatet inngår: Euroområdet, Storbritannia, Sverige og USA. Eksportvekter.

Kilder: IMF, Thomson Reuters og Norges Bank

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

	2.kv.	2018 3.kv.	4.kv.	2019 1.kv.
Faktisk	0,7	0,3		
Anslag i PPR 3/18		0,7	0,7	
Anslag i PPR 4/18			0,7	0,7

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

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

	sept	2018				2019		
		okt	nov	des	jan	feb	mars	
Faktisk	2,4	2,4	2,4					
Anslag i PPR 3/18	2,4	2,3	2,3	2,3				
Anslag i PPR 4/18				2,4	2,4	2,4	2,4	

Kilder: NAV og Norges Bank

Tabell 3c AKU-ledighet (rate).¹ Prosent av arbeidsstyrken. Sesongjustert

	juli	aug	2018				2019
			sept	okt	nov	des	jan
Faktisk	4,0	4,0	4,0				
Anslag i PPR 3/18	3,8	3,7	3,7	3,7			
Anslag i PPR 4/18				4,0	4,0	4,0	3,9

¹ Arbeidskraftundersøkelsen.

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Tabell 3d Konsumpriser. Tolv månedersvekst. Prosent

	sept	2018				2019		
		okt	nov	des	jan	feb	mars	
Konsumprisindeksen (KPI)								
Faktisk	3,4	3,1	3,5					
Anslag i PPR 3/18	3,3	3,2	2,9	2,8				
Anslag i PPR 4/18				3,1	2,8	2,3	2,4	
KPI-JAE¹								
Faktisk	1,9	1,6	2,2					
Anslag i PPR 3/18	1,6	1,6	1,8	1,7				
Anslag i PPR 4/18				1,9	2,2	2,0	2,2	
Importerte varer i KPI-JAE								
Faktisk	1,0	1,2	1,2					
Anslag i PPR 3/18	0,4	0,8	0,6	0,4				
Anslag i PPR 4/18				1,2	1,7	1,8	1,6	
Norskproduserte varer og tjenester i KPI-JAE²								
Faktisk	2,4	1,9	2,7					
Anslag i PPR 3/18	2,1	2,0	2,2	2,2				
Anslag i PPR 4/18				2,3	2,5	2,2	2,7	

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 3/18 i parentes	Milliarder kroner 2017	Prosentvis endring fra foregående år (der ikke annet fremgår) Anslag				
		2017	2018	2019	2020	2021
Priser og lønninger						
Konsumprisindeksen (KPI)		1,8 (0)	2,7 (0)	1,8 (0,5)	1,6 (0,2)	1,7 (-0,1)
KPI-JAE ¹		1,4 (0)	1,5 (0,1)	2,0 (0,3)	1,9 (0,3)	1,9 (0,2)
Årslønn		2,3 (0)	2,7 (-0,1)	3,2 (0)	3,5 (-0,3)	3,8 (-0,1)
Realøkonomi						
Bruttonasjonalprodukt (BNP)	3304	2,0 (0)	1,7 (-0,1)	2,0 (-0,2)	1,8 (-0,4)	1,9 (0,3)
BNP for Fastlands-Norge	2798	2,0 (0)	2,4 (-0,1)	2,3 (-0,2)	1,6 (-0,2)	1,4 (0,2)
Produksjonsgap for Fastlands-Norge (nivå) ²		-0,9 (0)	-0,3 (-0,1)	0,4 (-0,1)	0,5 (-0,3)	0,4 (-0,2)
Sysselsetting, personer, KNR		1,1 (0)	1,5 (-0,1)	1,1 (-0,1)	0,7 (-0,1)	0,3 (0)
Arbeidsstyrke, AKU ³		-0,2 (0)	1,5 (0,1)	1,2 (0)	0,6 (-0,2)	0,4 (-0,1)
AKU-ledighet (rate, nivå) ⁴		4,2 (0)	3,9 (0,1)	3,8 (0,4)	3,8 (0,6)	3,8 (0,6)
Registrert ledighet (rate, nivå)		2,7 (0)	2,4 (0)	2,4 (0,2)	2,3 (0,2)	2,3 (0,2)
Etterspørsel						
Etterspørsel fra Fastlands-Norge ⁵	2939	3,3 (0)	1,4 (0,2)	1,7 (-0,2)	1,8 (0,2)	1,6 (0,2)
– Husholdningenes konsum ⁶	1472	2,2 (0)	1,9 (-0,3)	1,9 (-0,2)	2,3 (0,3)	2,2 (0,3)
– Foretaksinvesteringer	296	9,3 (0)	1,0 (1,0)	3,7 (-0,5)	1,2 (0,2)	0,3 (0,6)
– Boliginvesteringer	199	7,0 (0)	-9,7 (0,2)	-1,4 (0,1)	1,6 (0,9)	1,7 (0,7)
– Offentlig etterspørsel ⁷	972	2,7 (0)	2,9 (0,7)	1,4 (-0,1)	1,2 (-0,2)	1,1 (-0,2)
Petroleumsinvesteringer ⁸	151	-3,8 (0)	2,1 (-0,4)	10,5 (-0,3)	3,0 (-1,1)	0,5 (-0,6)
Eksport fra Fastlands-Norge ⁹	613	-1,4 (0)	3,5 (0)	4,7 (-0,5)	3,1 (-1,2)	3,0 (0)
Import	1093	1,6 (0)	1,7 (-1,2)	3,1 (-0,8)	3,0 (0,1)	3,2 (0,4)
Boligpriser og gjeld						
Boligpriser		5,9 (0)	0,7 (-0,2)	1,6 (-0,8)	3,1 (0,6)	2,8 (0)
Kreditt til husholdningene (K2) ¹⁰		6,4 (0)	5,7 (-0,1)	5,8 (0,1)	5,5 (0)	5,2 (-0,1)
Rente og valutakurs (nivå)						
Styringsrente ¹¹		0,5 (0)	0,6 (0)	1,0 (0)	1,4 (-0,1)	1,8 (-0,1)
Importveid valutakurs (I-44) ¹²		104,5 (0)	104,5 (0,4)	103,4 (2,9)	101,6 (3,1)	100,3 (2,6)
Pengemarkedsrente hos handelspartnere ¹³		0,1 (0)	0,4 (0)	0,7 (0,1)	0,8 (-0,1)	1,0 (-0,2)
Oljepris						
Oljepris Brent Blend. USD per fat ¹⁴		54 (0)	71 (-3)	62 (-14)	62 (-10)	61 (-8)

1 KPI justert for avgiftsendringer og uten energivarer.

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

3 Arbeidskraftundersøkelsen.

4 At anslagene for AKU-ledigheten oppjusteres mer enn anslagene for registrert ledighet skyldes at vi har endret en forutsetning. Vi antar nå at differansen mellom de to ledighetsmålene vil være uendret fremover. Sist la vi til grunn at AKU-ledigheten ville avta mer enn registrert ledighet, slik at avviket ville avta mot sitt historiske gjennomsnitt. Den endrede forutsetningen har ingen betydning for vår vurdering av sysselsettingen eller av kapasitetsutnyttningen.

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 Kredittveksten er beregnet som firekvartalersveksten 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 for 2017, mens 2018 er beregnet som gjennomsnittet av spotprisene så langt i år. Terminpriser for 2019-2021. Terminpriser per 7. desember 2018.

Kilder: Eiendom Norge, Eiendomsverdi, Finn.no, NAV, Statistisk sentralbyrå, Thomson Reuters og Norges Bank

NORGES BANK
Bankplassen 2, Postboks 1179 Sentrum, 0107 Oslo
www.norges-bank.no

Pengepolitisk rapport 4|18 – desember

