



NORGES BANK

1|19

MARS

**PENGEPOLITISK
RAPPORT**
MED VURDERING AV FINANSIELL STABILITET

Nøkkeltall

INFLASJONSMÅL

2 %

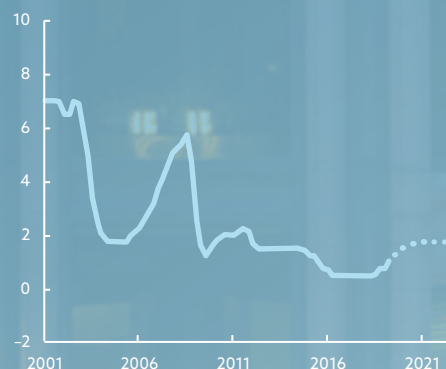
Vår oppgave er å sikre lav og stabil inflasjon. Inflasjonsmålet er 2 prosent. Samtidig skal vi bidra til høy og stabil produksjon og sysselsetting og til å motvirke oppbygging av finansielle ubalanser

STYRINGSRENTE

1 %

Norges Banks styringsrente øker til 1 prosent fra 22. mars 2019. Ifølge prognosen vil renten øke videre fremover

STYRINGSRENTEPROGNOSEN



MOTSYKLISK KAPITALBUFFER

2 %

Kravet til den motsykliske kapitalbufferen er fastsatt til 2 prosent. Fra 31. desember 2019 øker kravet til 2,5 prosent

Pengepolitisk rapport med vurdering av finansiell stabilitet 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.

Innhold

HOVEDSTYRETS VURDERING	5
DEL 1: PENGEPOLITIKKEN	7
1 HOVEDBILDET	7
1.1 Utvikling og utsikter internasjonalt	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
3 NORSK ØKONOMI	18
3.1 Produksjon og etterspørsel	18
3.2 Arbeidsmarked og produksjonsgap	22
3.3 Kostnader og priser	26
<i>Finansielle forhold</i>	31
4 PENGEPOLITISK ANALYSE	36
4.1 Mål og tilbakeblikk	36
4.2 Ny informasjon og nye vurderinger	37
<i>Det langsiktige nivået på realvalutakursen</i>	42
DEL 2: FINANSIELL STABILITET	44
5 VURDERING AV FINANSIELL STABILITET - BESLUTNINGSGRUNNLAG FOR MOTSYKLISK KAPITALBUFFER	44
5.1 Finansiell stabilitet internasjonalt	44
5.2 Kredittmarkedet	45
5.3 Boligmarkedet	47
5.4 Næringseiendomsmarkedet	49
5.5 Bankene	50
<i>En forbedret sammensatt systemisk stressindikator (CISS) for Norge</i>	53
<i>Husholdningenes kjøpekraft i boligmarkedet</i>	54
VEDLEGG	57
Oversikt over rentemøter i Norges Bank	58
Tabeller og detaljerte anslag	59

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. Hovedstyrets vurdering av de økonomiske utsiktene og pengepolitikken er gjengitt i Pengepolitisk rapport, i avsnittet «Hovedstyrets vurdering».

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.

Finansdepartementet fastsetter bufferkravet fire ganger i året. Norges Bank lager et beslutningsgrunnlag og gir departementet råd om nivået. Rådet 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. 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, men kan i særlige tilfeller settes høyere.

BESLUTNINGSPROSESSEN FOR PENGEPOLITISK RAPPORT 1/19

På møtet 13. mars 2019 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 20. mars 2019 vedtak om styringsrenten. Hovedstyret vedtok også Norges Banks råd til Finansdepartementet om nivået på den motsykliske kapitalbufferen.

Hovedstyrets vurdering

Norges Banks hovedstyre har besluttet å heve styringsrenten med 0,25 prosentenheter til 1,0 prosent. Slik hovedstyret nå vurderer utsiktene og risikobildet, vil styringsrenten mest sannsynlig bli satt videre opp i løpet av det neste halve året.

Hos Norges handelspartnere har den økonomiske veksten avtatt etter flere år med bred oppgang. Veksten var svakere enn ventet i fjerde kvartal, og anslagene for veksten fremover er lavere enn i desemberrapporten. Det er fortsatt utsikter til økt lønns- og prisvekst, men anslagene er justert ned. Etter en periode med store svingninger i finansmarkedene er aksjekursene internasjonalt nå høyere enn i desember. Ifølge prisingen i markedet har styringsrenteforventningene falt. Oljeprisen har steget siden desember, men prisene på leveranser frem i tid er lite endret.

Det har vært god vekst i norsk økonomi siden høsten 2016. Sysselsettingen har økt, og arbeidsledigheten har falt. Oppgangen internasjonalt, høyere oljepris og lave renter har bidratt til å løfte veksten. Det er utsikter til at oppgangen i norsk økonomi fortsetter, blant annet som følge av en markert oppgang i investeringene på norsk sokkel i år. Lenger frem vil trolig lavere vekst ute og en nedgang i petroleumsinvesteringene bidra til å dempe veksten.

Veksten i fastlandsøkonomien var høyere enn ventet i fjerde kvartal i fjor. Bedriftene i Norges Banks regionale nettverk venter at veksten i produksjonen holder seg oppe fremover. Investeringene på norsk sokkel ser ut til å bli høyere i år og neste år enn anslått i desember, men noe lavere lenger frem. Siden forrige rapport har sysselsettingen økt mer enn anslått, og arbeidsledigheten har falt videre.

Veksten i konsumprisene har steget det siste året. Høyere elektrisitetspriser 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 vært høyere enn anslått i forrige rapport. I februar var tolv månedersveksten i konsumprisindeksen (KPI) 3,0 prosent. Justert for avgiftsendringer og uten energivarer var prisveksten (KPI-JAE) 2,6 prosent. Kronekursen er svakere enn ventet. Samtidig ser det ut til at lønnsomheten i deler av næringslivet, og særlig i oljeleverandørnæringen, er svakere enn tidligere lagt til grunn. Det kan dempe oppgangen i lønnsveksten fremover.

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. Boligprisene har steget den siste tiden, etter å ha endret seg lite gjennom høsten i fjor.

I drøftingen av risikobildet var hovedstyret særlig opptatt av utviklingen internasjonalt. Det siste året har økt proteksjonisme og politisk usikkerhet dempet veksten ute. I euroområdet avtok veksten markert mot slutten av fjoråret. Storbritannias forhold til EU er fortsatt uavklart. Dersom handelskonfliktene trappes opp, kan veksten hos handelspartnere bli lavere enn anslått. Samtidig kan vedvarende usikkerhet internasjonalt føre til at kronekursen holder seg svak. Hovedstyret var også opptatt av at oppgangen i

norsk økonomi kan bli mer markert enn lagt til grunn. Da kan lønns- og prisveksten bli høyere enn anslått.

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 legger hovedstyret vekt på at pengepolitikken er ekspansiv. Det er god vekst i norsk økonomi, og kapasitetsutnyttningen synes nå å være litt over et normalt nivå. Den underliggende prisveksten er litt høyere enn inflasjonsmålet. Usikkerheten om utviklingen internasjonalt og om virkningene av pengepolitikken taler for å gå varsomt frem i rentesettingen. Samlet sett tilsier utsiktene og risikobildet at renten økes gradvis fremover.

Oppgangen i norsk økonomi ser ut til å være sterkere enn tidligere antatt. På den annen side er det utsikter til svakere vekst og lavere renter ute. Prognosen for styringsrenten indikerer en litt raskere renteoppgang i år og en noe lavere rente lenger frem enn anslått i forrige rapport. Med en slik utvikling i renten anslås inflasjonen å være 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 heve styringsrenten med 0,25 prosentenheter til 1,0 prosent. Slik hovedstyret nå vurderer utsiktene og risikobildet, vil styringsrenten mest sannsynlig bli satt videre opp i løpet av det neste halve året. Beslutningen var enstemmig.

Øystein Olsen
20. mars 2019

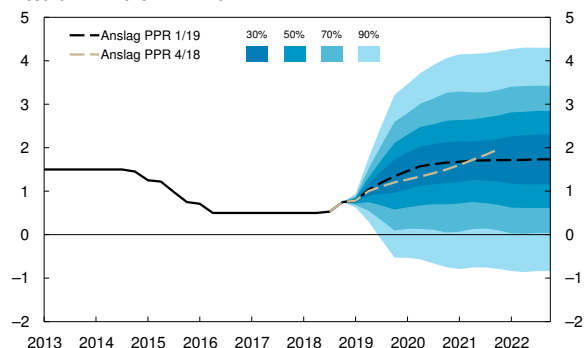
1 Hovedbildet

Oppgangen i norsk økonomi fortsetter. Sysselsettingen stiger, og kapasitetsutnyttningen synes å være litt over et normalt nivå. Veksten i konsumprisene har steget det siste året, og den underliggende inflasjonen er litt over inflasjonsmålet på 2 prosent.

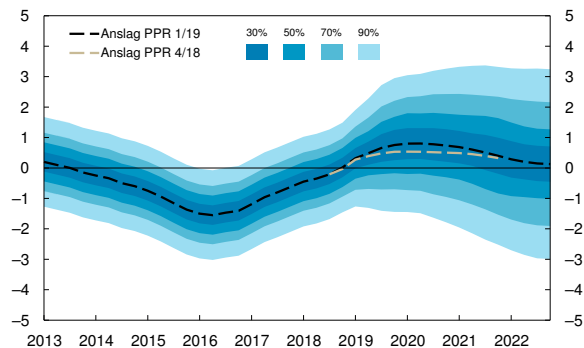
Styrringsrenten er hevet fra 0,75 til 1 prosent. Prognosen indikerer at renten heves igjen i løpet av det neste halve året, og at den deretter økes videre til 1,75 prosent innen utgangen av 2022. Prognosen for styrringsrenten er litt høyere enn i forrige rapport de nærmeste par årene og litt lavere lenger frem. Sterkere innenlandsk etterspørsel og svakere krone har bidratt til oppjusteringen av rentebanen i starten av prognoseperioden. Hos handelspartnerne er det utsikter til lavere vekst og en mer gradvis renteoppgang. Det har bidratt til nedjusteringen av rentebanen lenger frem.

Med en renteutvikling i tråd med prognosen anslås inflasjonen å være nær målet, samtidig som arbeidsledigheten fortsatt er lav.

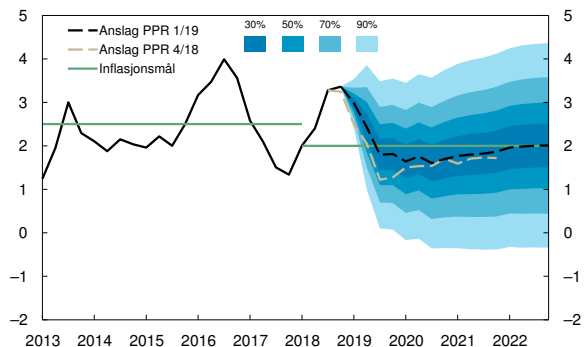
Figur 1.1a Styrringsrenten med usikkerhetsvifte¹⁾.
Prosent. 1. kv. 2013 – 4. kv. 2022²⁾



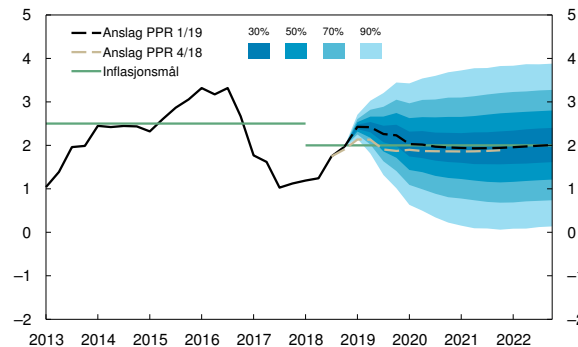
Figur 1.1b Anslag på produksjonsgapet¹⁾ med usikkerhetsvifte²⁾.
Prosent. 1. kv. 2013 – 4. kv. 2022



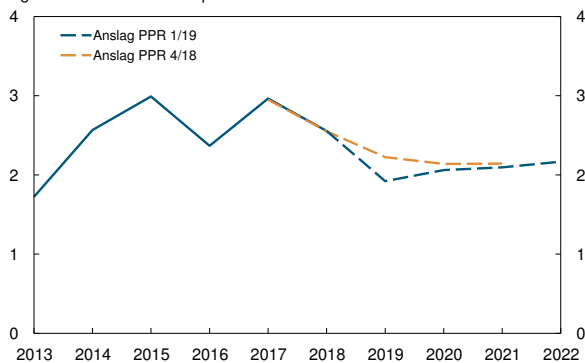
Figur 1.1c Konsumprisindeksen (KPI) med usikkerhetsvifte¹⁾.
Firekvartalersvekst. Prosent. 1. kv. 2013 – 4. kv. 2022²⁾



Figur 1.1d KPI-JAE¹⁾ med usikkerhetsvifte²⁾.
Firekvartalersvekst. Prosent. 1. kv. 2013 – 4. kv. 2022³⁾



Figur 1.2 BNP hos handelspartnerne.¹⁾ Årsvekst. Prosent. 2013 – 2022²⁾



1) Eksportvekter, 25 viktige handelspartnere.
2) Anslag for 2019 – 2022.
Kilder: Thomson Reuters og Norges Bank

1.1 UTVIKLING OG UTSIKTER INTERNASJONALT

Svakere vekst ute

Etter en bred oppgang de siste årene har BNP-veksten hos flere av Norges handelspartnere avtatt, se figur 1.2. Veksten har vært litt lavere enn vi anslo i Pengepolitisk Rapport (PPR) 4/18, som ble publisert 13. desember. Strammere finansielle forhold og økt usikkerhet knyttet til handelskonflikter og Storbritannias utmelding fra EU har dempet veksten det siste året. Vi venter at BNP-veksten hos handelspartnerne tar seg litt opp fremover. Anslagene for BNP-veksten og importveksten hos handelspartnerne er likevel lavere enn i desemberrapporten.

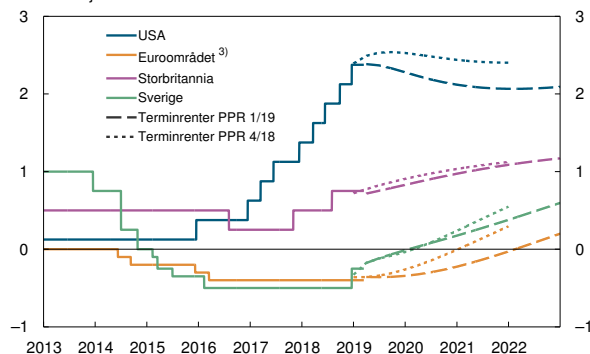
Lavere prisvekst

Den underliggende prisveksten hos Norges handelspartnere har vært stabil i underkant av 1,5 prosent siden starten av 2017. I det siste har prisveksten vært lavere enn ventet, mens lønnsveksten har tiltatt om lag som anslått. Vi legger til grunn at både lønnsveksten og den underliggende prisveksten vil øke de nærmeste par årene som følge av økt kapasitetsutnyttning, men anslagene er lavere enn i forrige rapport.

I flere land har sentralbankene begynt å heve styringsrentene, se figur 1.3. Samtidig er rentenivået internasjonalt fortsatt lavt, og terminrentene hos våre viktigste handelspartnere indikerer en svært gradvis renteoppgang fremover. Rente forventningene har falt siden desember.

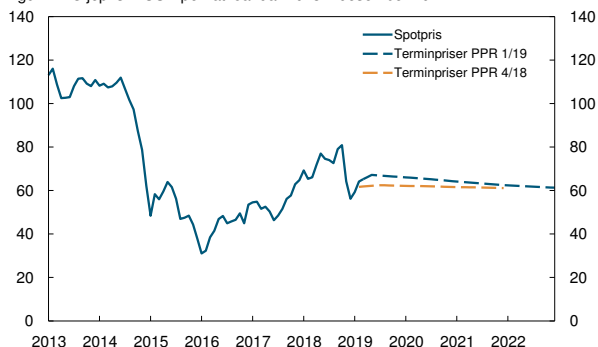
Spotprisen på olje er nå rundt 65 dollar per fat, som er noe høyere enn i desember, se figur 1.4. Prisene på leveranser frem i tid er lite endret. Terminprisene indikerer at oljeprisen vil falle litt frem til 2022.

Figur 1.3 Styringsrenter og beregnede terminrenter¹⁾ i utvalgte land. Prosent. 1. januar 2013 – 31. desember 2022²⁾



1) Terminrenter per 7. desember 2018 for PPR 4/18 og per 15. mars 2019 for PPR 1/19. Terminrentene er basert på Overnight Index Swap (OIS) renter.
2) Dagstall til og med 15. mars 2019. Kvartalstall fra 2. kv. 2019.
3) ESBIs innskuddsrente. Eonia fra 2. kv. 2019.
Kilder: Bloomberg, Thomson Reuters og Norges Bank

Figur 1.4 Oljepris.¹⁾ USD per fat. Januar 2013 – desember 2022²⁾



1) Brent Blend.
2) Terminpriser per 7. desember 2018 for PPR 4/18 og per 15. mars 2019 for PPR 1/19.
Kilder: Thomson Reuters og Norges Bank

1.2 DEN ØKONOMISKE SITUASJONEN I NORGE

God vekst i norsk økonomi

Oppgang internasjonalt, høyere oljepris og lave renter har bidratt til god vekst i norsk økonomi de siste par årene. Etter flere år med betydelig fall vokste investeringene på norsk sokkel og eksporten fra oljeleverandørene i fjor.

Veksten i BNP for Fastlands-Norge tok seg opp i fjerde kvartal og var høyere enn vi anslo i desemberrapporten. Vi anslår god vekst i fastlandsøkonomien de to neste kvartalene, se figur 1.5. Anslagene er i tråd med forventningene til bedriftene i vårt regionale

nettverk og fremskrivingene fra vårt system for sammenveining av korttidsmodeller (SAM). Sammenlignet med forrige rapport er anslagene for første halvår litt oppjustert.

Det er god vekst i sysselsettingen, se figur 1.6, og arbeidsledigheten har falt videre. Utviklingen i arbeidsmarkedet de siste månedene har vært bedre enn anslått. Det kan tyde på at kapasitetsutnyttningen er litt høyere enn vi la til grunn i forrige rapport.

Husholdningenes gjeldsvekst avtok gjennom 2018. Boligprisene har steget litt mer enn ventet de siste månedene, etter å ha endret seg lite gjennom høsten i fjor.

Prisveksten har vært høyere enn ventet

Veksten i konsumprisene har tiltatt det siste året. Prisveksten har vært høyere enn anslått i forrige rapport. I februar var tolv månedersveksten i konsumprisindeksen (KPI) 3,0 prosent, se figur 1.7. Veksten i KPI justert for avgifter og uten energivarer (KPI-JAE) var 2,6 prosent.

Årslønnsveksten i 2018 ble 2,8 prosent, på linje med rammen i lønnsoppgjøret og litt høyere enn vi anslo i forrige rapport. Vi venter at lønnsveksten øker videre i år.

Kronen har styrket seg så langt i år etter å ha svekket seg mot slutten av fjoråret, men har vært svakere enn vi anslo i desember.

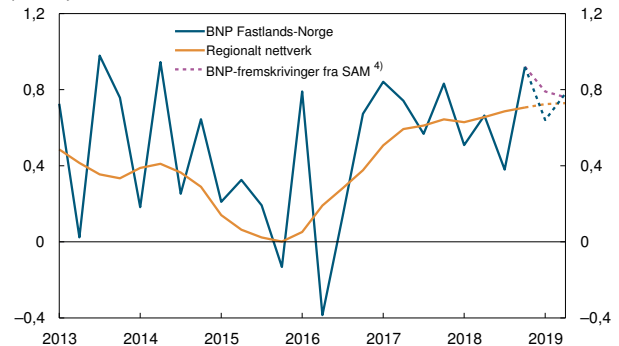
1.3 PENGEPOLITIKK OG PROGNOSE

Utsikter til økte renter

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.

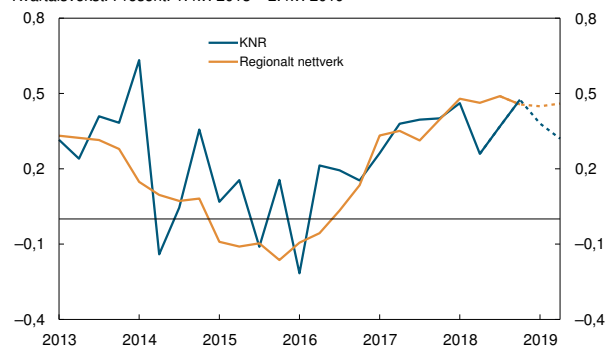
Pengepolitikken er ekspansiv. Utsiktene for norsk økonomi tilsier at renten bør heves fremover. En for lav rente over tid kan føre til at presset i økonomien øker slik at priser og lønninger skyter fart. Settes renten for raskt opp, kan det bremse den økonomiske oppgangen slik at arbeidsledigheten øker og prisveksten blir for lav. Usikkerheten om utviklingen

Figur 1.5 BNP for Fastlands-Norge¹⁾ og Regionalt nettverks indikator for produksjonsvekst²⁾. Kvartalsvekst. Prosent. 1. kv. 2013 – 2. kv. 2019³⁾



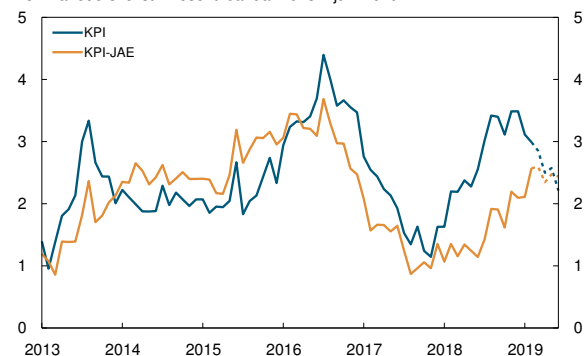
1) Sesongjustert.
2) Rapportert produksjonsvekst siste tre måneder konvertert til kvartalstall. Kvartalstallene er beregnet som en sammenvæking av tremånederstall basert på når intervjuene er foretatt. For 1. kv. 2019 er forventet vekst i produksjon en sammenvæking av rapportert vekst siste tre måneder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

Figur 1.6 Sysselsettingsvekst ifølge KNR¹⁾ og Regionalt nettverk²⁾. Kvartalsvekst. Prosent. 1. kv. 2013 – 2. kv. 2019³⁾



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

Figur 1.7 KPI og KPI-JAE¹⁾. Tolv månedersvekst. Prosent. Januar 2013 – juni 2019²⁾



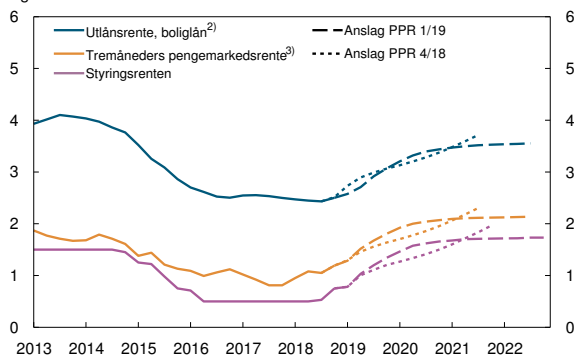
1) KPI justert for avgiftsendringer og uten energivarer.
2) Anslag for mars 2019 – juni 2019 (stiplet).
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

PENGEPOLITIKKEN SIDEN DESEMBER

På rentemøtet 12. desember ble styringsrenten holdt uendret på 0,75 prosent. Analysene i desember-rapporten tilsa at renten ville økes igjen i mars, og deretter heves gradvis til 2 prosent ved utgangen av 2021. Med en slik utvikling i styringsrenten ble inflasjonen anslått til å holde seg nær målet, samtidig som arbeidsledigheten ville forbli lav.

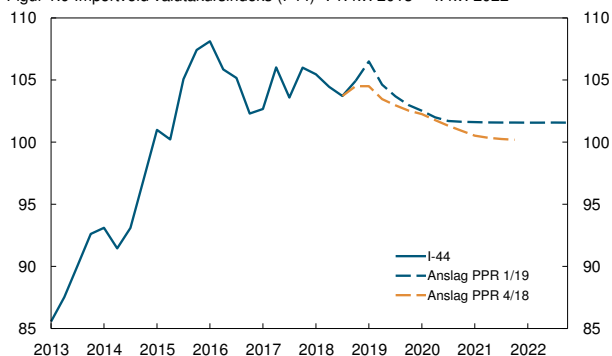
På rentemøtet 23. januar ble ny informasjon vurdert opp mot anslagene i desemberrapporten. Veksten internasjonalt hadde vært litt svakere enn anslått. Samtidig hadde prisveksten her hjemme vært litt høyere enn ventet mens den økonomiske veksten og arbeidsmarkedet hadde utviklet seg om lag som anslått. Etter hovedstyrets vurdering syntes utsiktene og risikobildet ikke vesentlig endret siden desemberrapporten. Hovedstyret vedtok å holde styringsrenten uendret på 0,75 prosent.

Figur 1.8 Renter. Prosent. 1. kv. 2013 – 4. kv. 2022¹⁾



1) For styringsrenten anslag for 1. kv. 2019 – 4. kv. 2022. For boliglånsrente og tremåneders pengemarkedsrente anslag for 1. kv. 2019 – 3. kv. 2022.
2) Gjennomsnittlig rente på utestående nedbetalingslån med pant i bolig til husholdninger, for utvalget av banker og kreditforetak som inngår i Statistisk sentralbyrås månedlige rentestatistikk.
3) Anslag er beregnet som et gjennomsnitt av styringsrenten i inneværende og neste kvartal pluss anslag på pengemarkedsplåslaget.
Kilder: Statistisk sentralbyrå, Thomson Reuters og Norges Bank

Figur 1.9 Importveid valutakursindeks (I-44)¹⁾. 1. kv. 2013 – 4. kv. 2022²⁾



1) Stigende kurve indikerer svakere kronekurs.
2) Anslag for 1. kv. 2019 – 4. kv. 2022 (stiplet).
Kilder: Thomson Reuters og Norges Bank

internasjonalt og om virkningene av pengepolitikken taler for å gå varsomt frem i rentesettingen.

Styringsrenten er hevet fra 0,75 til 1 prosent med virkning fra 22. mars 2019. Prognosen indikerer at renten heves igjen i løpet av det neste halve året, og at den deretter økes videre til 1,75 prosent innen utgangen av 2022. Med en slik renteutvikling anslår vi at inflasjonen vil være nær målet, samtidig som arbeidsledigheten fortsatt er lav.

Prognosen for styringsrenten er litt høyere enn i forrige rapport de nærmeste par årene og litt lavere lenger frem, se figur 1.1a. Sterkere innenlandsk etterspørsel og svakere krone har bidratt til oppjusteringen av rentebanen i starten av prognoseperioden. Hos handelspartnerne er det utsikter til lavere vekst og en mer gradvis renteoppgang. Det har bidratt til nedjusteringen av rentebanen lenger frem.

Renteprognoisen tilsier at boliglånsrenten øker fra 2,6 prosent i dag til rundt 3,5 prosent i løpet av prognoseperioden, se figur 1.8.

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

Høyere kapasitetsutnyttning 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 gjennom hele prognoseperioden, se figur 1.1b. Anslagene innebærer at kapasitetsutnyttningen når en topp første halvår 2020, før den avtar gradvis. Sammenlignet med forrige rapport er anslagene for kapasitetsutnyttningen litt oppjustert. Vi legger til grunn at kronen styrker seg fremover, men at den vil holde seg svakere enn i forrige rapport gjennom hele prognoseperioden, se figur 1.9.

Økende kapasitetsutnyttning vil trolig bidra til å løfte inflasjonen, mens en styrking av kronen vil dempe oppgangen. Prisveksten anslås å være rundt 2 prosent ved utgangen av 2022, se figur 1.1c-d. Sammenlignet med forrige rapport er inflasjonsanslagene høyere gjennom prognoseperioden.

Veksten i BNP for Fastlands-Norge anslås til 2,7 prosent i år, se figur 1.10. I årene fremover venter vi at høyere renter, en gradvis styrking av kronekursen og lavere oljeinvesteringer vil bidra til at veksten avtar. Avdempingen gjenspeiler også at veksten ute ventes å være lavere enn den har vært de siste årene. Sammenlignet med forrige rapport er anslagene for BNP-veksten høyere for i år og neste år, men litt lavere i 2021.

Vi venter at veksten i husholdningenes forbruk vil være moderat. Til tross for høyere renter anslår vi at husholdningene får høyere disponibel realinntekt i årene fremover. Det skyldes utsikter til reallønnsvekst og videre vekst i sysselsettingen. Foretaksinvesteringene er ventet å vokse videre i takt med at kapasitetsutnyttningen tiltar. Vi anslår også at eksporten fra

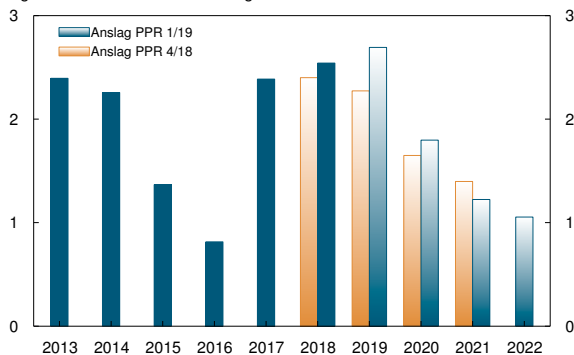
Fastlands-Norge vil øke i årene fremover, drevet blant annet av høyere oljeinvesteringer globalt. Investeringene på norsk sokkel er ventet å øke betydelig i år og litt videre neste år, før de faller utover i prognoseperioden, se figur 1.11. Vi legger til grunn at veksten i offentlig etterspørsel avtar fremover.

Økt lønnsvekst

Sysselsettingen ventes å øke gjennom prognoseperioden, i takt med oppgangen i fastlandsøkonomien. Anslagene er litt høyere enn i forrige rapport. Arbeidsstyrken antas også å øke, men mindre enn sysselsettingen slik at arbeidsledigheten vil avta litt det nærmeste året, se figur 1.12.

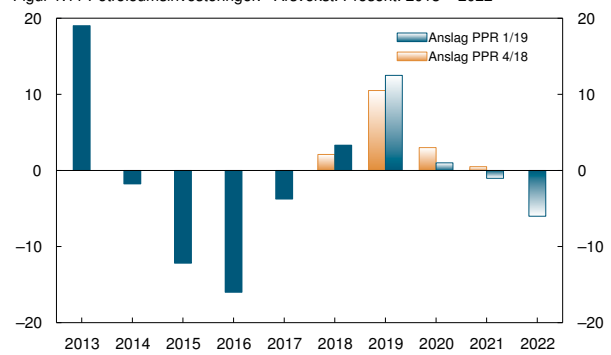
Vi venter at et strammere arbeidsmarked vil bidra til at lønnsveksten øker videre, se figur 1.13.

Figur 1.10 BNP for Fastlands-Norge.¹⁾ Årsvekst. Prosent. 2013 – 2022²⁾



1) Virkedagskorrigert.
2) Anslag for 2019 – 2022.
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

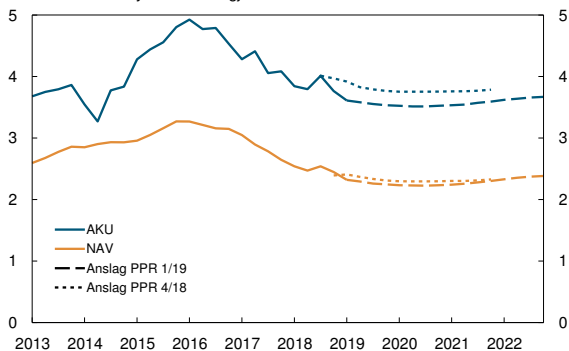
Figur 1.11 Petroleumsinvesteringer.¹⁾ Årsvekst. Prosent. 2013 – 2022²⁾



1) Virkedagskorrigert.
2) Anslag for 2019 – 2022.
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

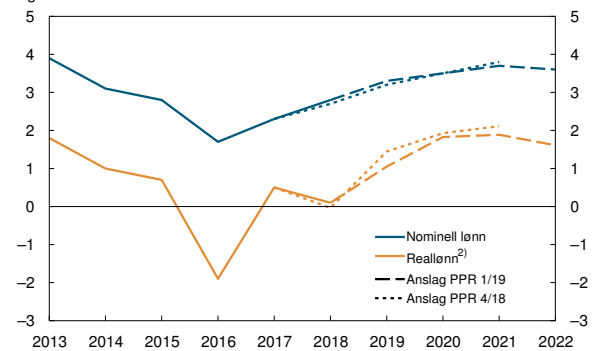
Figur 1.12 Arbeidsledige ifølge AKU¹⁾ og NAV²⁾.

Andel av arbeidsstyrken. Sesongjustert. Prosent. 1. kv. 2013 – 4. kv. 2022³⁾



1) Arbeidskraftundersøkelsen.
2) Registrert arbeidsledighet. Endringer i NAVs registreringsrutiner bidro ifølge NAV isolert sett til å øke den registrerte ledigheten med om lag 0,1 prosentenheter fra og med november 2018. Dette har vi tatt hensyn til i anslagene for NAV-ledigheten.
3) Anslag for 1. kv. 2019 – 4. kv. 2022.
Kilder: NAV, Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 1.13 Lønn. Årsvekst. Prosent. 2013 – 2022¹⁾



1) Anslag for 2019 – 2022.
2) Nominell lønnsvekst deflatert med KPI.
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

2 Internasjonal økonomi

Etter en bred oppgang de siste årene har nå BNP-veksten hos handelspartnerne avtatt. Gjennom fjoråret bidro strammere finansielle forhold og økende usikkerhet om den økonomiske og politiske utviklingen til å dempe veksten. Anslagene for BNP-veksten hos handelspartnerne er lavere enn i forrige rapport. Anslagene for lønnsvekst og underliggende prisvekst er også lavere enn i desemberrapporten. Spotprisen på olje har steget siden forrige rapport, mens terminprisene er lite endret. Forventede pengemarkedsrenter og langsiktige renter hos handelspartnerne har falt.

2.1 VEKST, PRISER OG RENTER

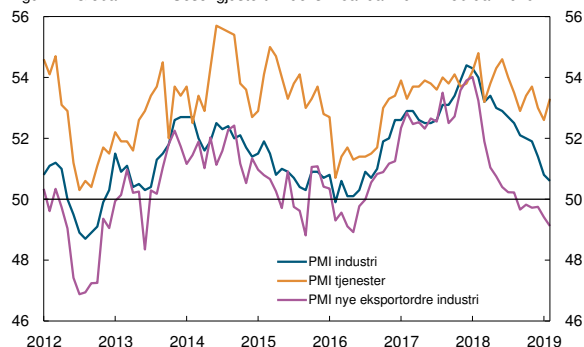
Litt svakere vekstutsikter

Hos Norges handelspartnere har BNP-veksten avtatt i både Europa, USA og i noen fremvoksende økonomier. Nedgangen i veksten har vært litt sterkere enn ventet i forrige rapport, særlig i euroområdet. Aktivitetsindikatorer for industri- og tjenestesektoren er lavere enn ved forrige rapport, se figur 2.1.

Usikkerhet rundt den økonomiske utviklingen fremover har bidratt til store bevegelser i finansmarkedene siden forrige rapport. Den amerikanske sentralbanken har signalisert at den vil avvende videre renteendringer. Forventede pengemarkedsrenter for våre viktigste handelspartnere indikerer en svært gradvis renteoppgang, og siden forrige rapport har renteforventningene falt, se figur 2.2. Langsiktige renter har også falt siden desemberrapporten, se figur 2.3. Etter nedgang i desember er aksjekursene internasjonalt nå høyere enn ved forrige rapport, se figur 2.4. Samlet sett er de finansielle forholdene hos våre viktigste handelspartnere litt mer lempelige enn ved forrige rapport.

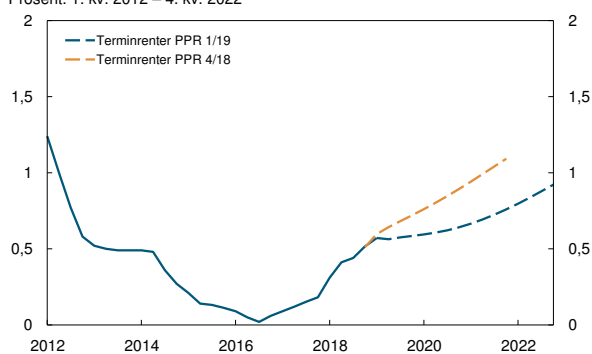
Strammere finansielle forhold, økt usikkerhet knyttet til utviklingen i handelskonfliktene og usikkerhet i forbindelse med Storbritannias utmelding fra EU bidro til gradvis svakere vekstutsikter gjennom 2018. Vi legger til grunn at usikkerheten vil dempe veksten også i år, særlig gjennom lavere investeringsvilje hos bedriftene. Samtidig bidrar ekspansiv penge- og finanspolitikk og fallet i oljeprisen i fjor høst positivt

Figur 2.1 Global PMI.¹⁾ Sesongjustert. Indeks.²⁾ Januar 2012 – februar 2019



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⁾ Prosent. 1. kv. 2012 – 4. kv. 2022²⁾



1) Basert på pengemarkedsrenter og renteswapper. Beregningen er beskrevet i Norges Bank (2015) «Beregning av aggregatet for handelspartnernes renter». Norges Bank Memo 2/2015.
2) Terminrenter beregnet per 7. desember 2018 for PPR 4/18 og per 15. mars 2019 for PPR 1/19.
Kilder: Thomson Reuters og Norges Bank

til veksten i flere land, og vi venter at BNP-veksten hos handelspartnerne tar seg litt opp fremover. Vi anslår at kapasitetsutnyttningen hos handelspartnerne vil være nær et normalt nivå de nærmeste årene. Anslagene for BNP-veksten og importveksten er lavere enn i desember rapporten, se figur 2.5 og tabell 1 i vedlegget.

Lavere prisvekst

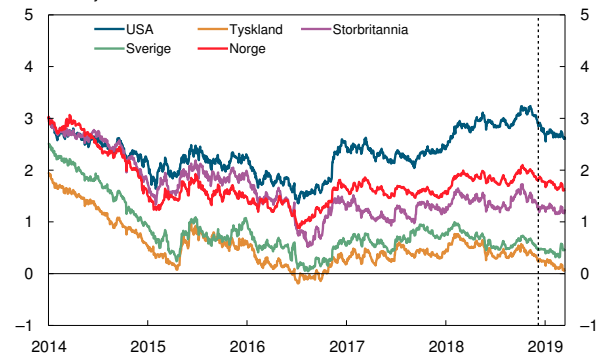
Samlet prisvekst har falt mer enn ventet hos våre viktigste handelspartnere. Det skyldes særlig lavere prisvekst på energivarer etter fallet i oljeprisen i fjor høst. Den underliggende prisveksten har holdt seg stabil i underkant av 1,5 prosent siden starten av 2017, se figur 2.6, men også den har i det siste vært litt lavere enn ventet. Anslagene for prisveksten i år er nedjustert siden forrige rapport. Lønnsveksten hos handelspartnerne var lenge lav til tross for en markert nedgang i arbeidsledigheten. Siden i fjor vår har lønnsveksten tatt seg opp. Vi anslår at både lønnsveksten og den underliggende prisveksten vil øke litt de nærmeste par årene som følge av at kapasitetsutnyttningen har økt, se figur 2.7 og tabell 2 i vedlegget. Anslagene fremover er lavere enn i desember rapporten. Spotprisen på olje er nå rundt 65 dollar per fat, noe høyere enn ved forrige rapport. Terminprisene frem til 2022 er lite endret (figur 1.4). Oljeprisen er omtalt i en egen ramme på side 17.

Prisveksten på importerte konsumvarer til Norge målt i utenlandsk valuta har vært høyere enn anslått i forrige rapport. Det gjelder særlig for lyd- og bildeutstyr og klær og sko. Anslagene på importprisveksten for i år er oppjustert, se figur 2.8. Vi venter at vridningen av den norske importen mot lavkostnadsland som Kina og andre fremvoksende økonomier gradvis avtar i årene fremover, men at den fortsatt vil bidra til å dempe den samlede prisveksten på importerte konsumvarer.

Fortsatt stor usikkerhet om utviklingen internasjonalt

Det er betydelig usikkerhet knyttet til den internasjonale økonomiske utviklingen. Dersom handelskonfliktene trappes opp, kan veksten bli lavere enn anslått. Storbritannias forhold til EU er fortsatt uavklart, og vedvarende usikkerhet om hva utfallet blir kan føre til lavere vekst i Europa enn vi har lagt til grunn. På den annen side kan den økonomiske

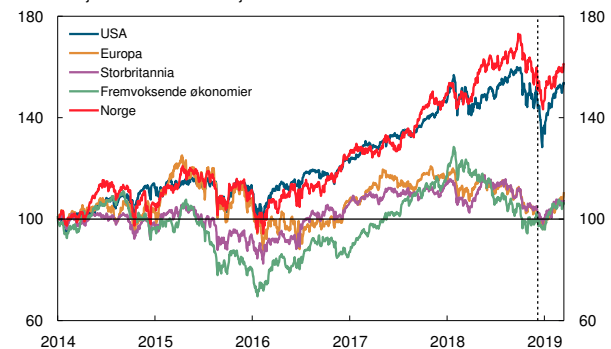
Figur 2.3 Renter på tiårs statsobligasjoner i utvalgte land. Prosent. 2. januar 2014 – 15. mars 2019¹⁾



¹⁾ PPR 4/18 var basert på informasjon til og med 7. desember 2018, markert ved vertikal linje. Kilde: Bloomberg

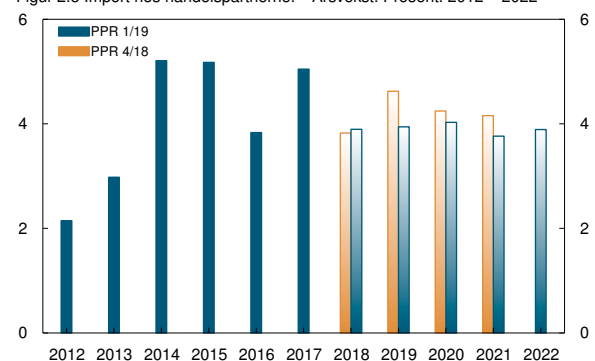
Figur 2.4 Aksjekursindekser i utvalgte land.¹⁾

Indeks. 2. januar 2014 = 100. 2. januar 2014 – 15. mars 2019²⁾



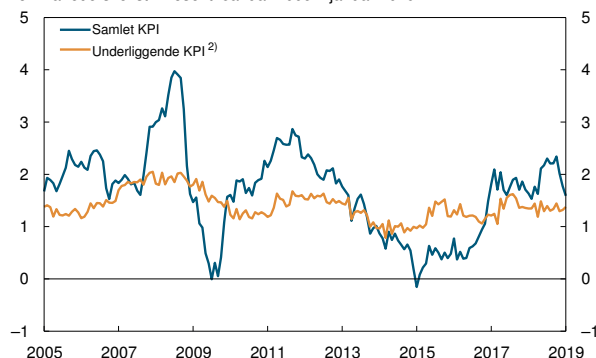
¹⁾ Standard and Poor's 500 Index (USA), Euro Stoxx 50 Index (Europa), Financial Times Stock Exchange 100 Index (Storbritannia), MSCI Emerging Markets Index (fremvoksende økonomier), Oslo Børs Benchmark Index (Norge).
²⁾ PPR 4/18 var basert på informasjon til og med 7. desember 2018, markert ved vertikal linje. Kilde: Bloomberg

Figur 2.5 Import hos handelspartnerne.¹⁾ Årsvekst. Prosent. 2012 – 2022²⁾



¹⁾ Eksportvekster. 25 viktige handelspartnere.
²⁾ Anslag for 2018 – 2022 (gradert).
Kilder: Thomson Reuters og Norges Bank

Figur 2.6 Konsumpriser i utvalgte land.¹⁾
Tolv månedersvekst. Prosent. Januar 2005 – januar 2019



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

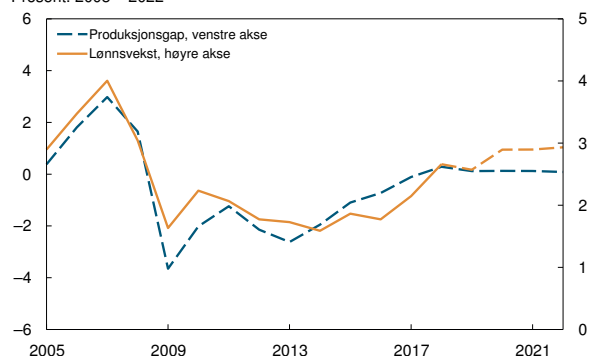
veksten bli sterkere enn vi anslår, blant annet dersom USA og Kina blir enige om en handelsavtale eller de politiske prosessene i Europa raskt finner gode løsninger.

2.2 LAND OG REGIONER

Avtakende vekst i USA

Veksten i amerikansk økonomi var høy gjennom store deler av fjoråret, særlig drevet av ekspansiv finanspolitikk. De siste månedene har veksten avtatt noe, og den har vært litt svakere enn anslått i forrige rapport. Dette kan delvis knyttes til at deler av offentlig sektor var stengt i fem uker som følge av uenighet rundt budsjettet for 2019. Sysselsettingsveksten har vært høy, og lønnsveksten har tiltatt til litt over 3 prosent.

Figur 2.7 Lønnsvekst¹⁾ og anslag for produksjonsgap²⁾ i utvalgte land.³⁾
Prosent. 2005 – 2022⁴⁾

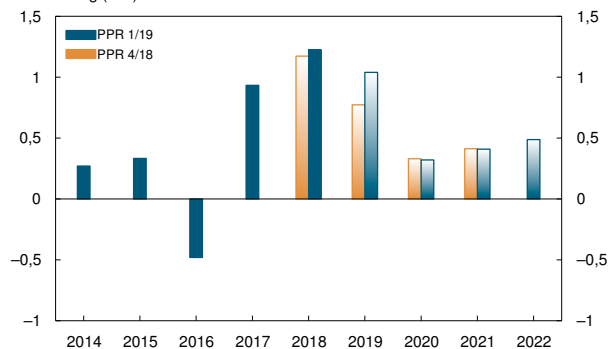


1) Lønnskostnader per ansatt. Årsvekst.
2) Produksjonsgapet måler den prosentvise forskjellen mellom BNP og anslått potensielt BNP.
Anslag fra IMF for 2005 – 2015, deretter Norges Bank.
3) Eksportvekter. USA, euroområdet, Storbritannia og Sverige.
4) Anslag for lønnsvekst 2018 – 2022 (stiplet gul linje).
Kilder: Thomson Reuters og Norges Bank

Sentralbanken hevet renten i desember til et intervall fra 2,25 til 2,5 prosent og signaliserte på rentemøtet i januar at den vil avvete videre renteendringer på grunn av økt usikkerhet. Markedsprisingen indikerer ingen ytterligere rentehevinger fremover. Styringsrenteforventningene i 2022 er 0,3 prosentenheter lavere enn i desember. De pengepolitiske signalene har bidratt til at den effektive kursen på amerikanske dollar har svekket seg noe.

Kapasitetsutnyttingen anslås å være godt over et normalt nivå, og vi venter at økende kapasitetsbegrensninger vil bidra til at veksten avtar fremover. I tillegg vil trolig avtakende effekter av tidligere kutt i bedriftsbeskatningen og usikkerhet knyttet til handelskonfliktene dempe investeringsveksten. Vi venter derfor at BNP-veksten vil avta gradvis fra 2,9 prosent i 2018 til 1,7 prosent i 2022. Anslagene er litt lavere enn i forrige rapport. Konsumprisveksten har vært lavere enn ventet som følge av sterkere effekter av fallet i oljeprisen mot slutten av 2018 enn lagt til grunn. Fremover er anslagene for både pris- og lønnsveksten justert litt ned fordi lavere BNP-vekst ventes å bidra til mindre press i arbeidsmarkedet enn vi la til grunn i forrige rapport.

Figur 2.8 Indikator for internasjonale prisimpulser til importerte konsumvarer med vridning (IPK). Utenlandsk valuta. Årsvekst. Prosent. 2014 – 2022¹⁾



1) Anslag for 2019 – 2022 (gradert).
Kilder: Statistisk sentralbyrå, Thomson Reuters og Norges Bank

Lavere vekst i euroområdet

BNP-veksten i euroområdet ser ut til å dempes videre i år etter å ha avtatt gradvis gjennom 2018. Usikkerhet knyttet til Storbritannias utmelding fra EU og handelskonflikter har bidratt til å dempe veksten. Midlertidige

faktorer i industrisektoren i Tyskland bidro også til å dempe veksten i andre halvår 2018. Tillitsindikatorer for husholdningene og aktivitetsindikatorer for foretakene har falt siden desemberrapporten. På den annen side har arbeidsledigheten avtatt videre, og lønnsveksten er på vei opp, se figur 2.9. Kapasitetsutnyttningen anslås å være nær et normalt nivå.

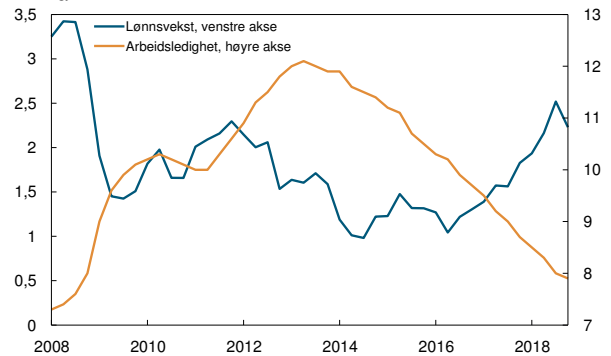
I desember i fjor avsluttet Den europeiske sentralbanken (ESB) sine netto aktivkjøp. På grunn av svakere økonomisk utvikling har ESB signalisert at styringsrenten heves tidligst neste år. Markedsaktørenes styringsrenteforventninger har også falt siden forrige rapport. Markedsprisingen indikerer at første renteheving ventes sommeren 2020.

Vi anslår at BNP-veksten stiger fra 1,1 prosent i år til 1,5 prosent i 2021. Veksten tiltar særlig som følge av økt kjøpekraft hos konsumentene, mens usikkerhet knyttet til handelskonflikter trolig vil dempe investeringsviljen hos bedriftene også videre fremover. Sammenlignet med desemberrapporten er vekstanslagene nedjustert. Vi venter en gradvis oppgang i underliggende inflasjon de nærmeste årene som følge av at kapasitetsutnyttningen har økt og lønnsveksten stiger. Lavere BNP-vekst har bidratt til at pris- og lønnsanslagene er nedjustert. Samlet prisvekst ventes å holde seg under 2 prosent årlig ut anslagsperioden.

Stor usikkerhet i Storbritannia

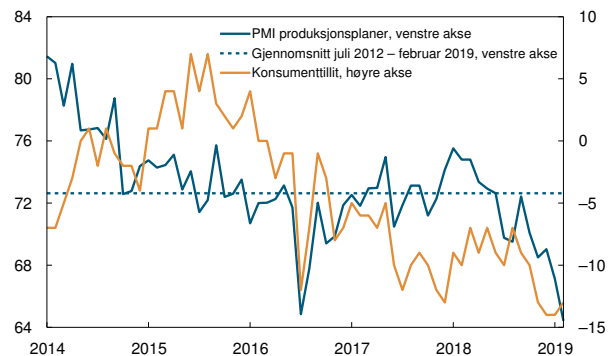
Veksten i Storbritannia avtok markert mot slutten av 2018. Nedgangen har trolig sammenheng med økt usikkerhet om det fremtidige forholdet til EU. Det britiske parlamentet har ikke godkjent utredelsesavtalen med EU, og Storbritannias forhold til EU er fremdeles uavklart. Foretaksinvesteringene har falt de siste kvartalene, og fremtidsutsiktene har svekket seg markert både for bedrifter og husholdninger, se figur 2.10. Samtidig er arbeidsmarkedet fremdeles stramt. Arbeidsledigheten er på det laveste nivået siden 1975, og lønnsveksten har tiltatt til nær 3,5 prosent. Sentralbanken signaliserer fortsatt at det er nødvendig med en gradvis mindre ekspansiv pengepolitikk for å sikre at inflasjonen stabiliserer seg på målet. Markedsprisingen indikerer at styringsrenteforventningene er lite endret siden forrige rapport.

Figur 2.9 Arbeidsledighet¹⁾ og lønnsvekst²⁾ i euroområdet. Sesongjustert. Prosent. 1. kv. 2008 – 4. kv. 2018



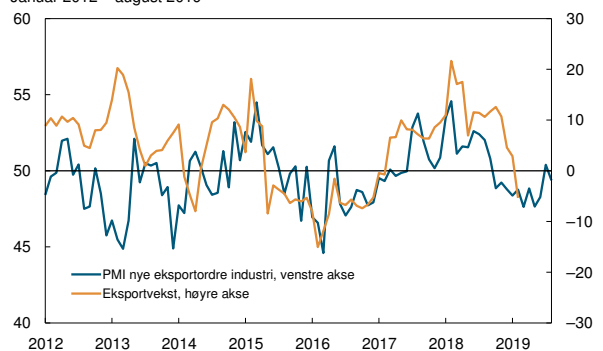
1) Arbeidsledige som andel av arbeidsstyrken.
2) Lønnskostnader per ansatt. Firekvartalersvekst.
Kilder: Thomson Reuters og Norges Bank

Figur 2.10 Fremtidsutsikter i industrien¹⁾ og blant husholdningene²⁾ i Storbritannia. Januar 2014 – februar 2019



1) Produksjonsplaner i industrisektoren. Diffusjonsindeks rundt 50.
2) Forventninger til økonomisk utvikling de neste 12 månedene. Diffusjonsindeks rundt 0.
Kilder: Thomson Reuters og Norges Bank

Figur 2.11 PMI nye eksportordre industri¹⁾ og eksportvekst²⁾ i Kina. Januar 2012 – august 2019³⁾



1) Caixin PMI. Dataene er forskjøvet frem seks måneder. Spørreundersøkelse blant innkjøpsjefer. Diffusjonsindeks rundt 50. Sesongjustert.
2) Tolv månedersvekst. Tremåneders glidende snitt av veksten for å unngå kinesisk nyttårseffekter.
3) Siste observasjon er februar 2019.
Kilder: Thomson Reuters og Norges Bank

I anslagene legger vi til grunn at Storbritannia får en ordnet utgang av EU. Vi venter at investeringene vil ta seg opp igjen etter hvert som usikkerheten avtar og fremtidige handelsrelasjoner blir avklart. En mer ekspansiv finanspolitikk og utsikter til høyere real-lønnsvekst vil også støtte opp under veksten. Vi venter at BNP-veksten tar seg opp fra 1,1 prosent i år til 1,5 prosent fra og med 2021, og at kapasitetsutnyttningen holder seg nær et normalt nivå. Prisveksten har vært litt lavere enn lagt til grunn i forrige rapport, og anslaget for i år er justert litt ned. Fremover venter vi som tidligere en årlig prisvekst på om lag 2 prosent.

Lavere vekst i Sverige

BNP-veksten i Sverige tok seg opp i fjerde kvartal etter å ha vært negativ i kvartalet før. Tillits- og aktivitetsindikatorer har falt, men de fleste er fremdeles på høye nivåer. Kapasitetsutnyttningen er fortsatt høyere enn normalt. Prisveksten målt ved konsumprisindeksen med faste rentekostnader (KPIF) ligger nær inflasjonsmålet på 2 prosent. Riksbanken hevet renten i desember. På rentemøtet i februar signaliserte Riksbanken én renteheving i år og to rentehevinger neste år. Styringsrenteforventningene har falt noe siden desemberrapporten, og markedsprisingen indikerer en renteheving mot slutten av 2019.

BNP-veksten i fjerde kvartal var høyere enn anslått i forrige rapport, men svakere vekst i boliginvesteringene og mer moderat vekst hos Sveriges handelspartnere vil trolig dempe veksten de nærmeste årene. Utover i prognoseperioden bidrar sterkere lønnsvekst til økt konsum og høyere vekst. Vi anslår at BNP-veksten øker gradvis fra 1,6 prosent i 2019 til 2 prosent mot slutten av anslagsperioden. Anslagene er lavere enn i forrige rapport. Inflasjonen anslås å holde seg nær målet de nærmeste årene.

Handelskonflikt demper veksten i Kina

BNP-veksten i Kina avtok videre i fjerde kvartal i fjor. Veksttakten i både eksporten og importen falt mot slutten av året, og aktiviteten i industrisektoren har falt, se figur 2.11. BNP-veksten var likevel noe sterkere enn vi la til grunn i forrige rapport.

Handelskonflikten med USA har trolig bidratt til avdempingen av veksten, og den øker også usikkerheten om utsiktene. Myndighetene har imidlertid økt investeringene i infrastruktur og iverksatt tiltak rettet mot husholdningene for å stimulere økonomien. Vi venter at mer ekspansiv penge- og finanspolitikk vil bidra til å dempe de negative effektene av handelskonflikten. Som i forrige rapport anslås veksten å avta til 6 prosent i år og deretter forbli i underkant av 6 prosent ut prognoseperioden.

Lavere aktivitet i Kina og handelskonfliktene har hatt ringvirkninger for øvrige fremvoksende økonomier. Virkningene varierer imidlertid betydelig mellom land og er ikke utelukkende negative. For eksempel har Brasil og India økt sine markedsandeler for enkelte varer som følge av de nye handelsrestriksjonene mellom USA og Kina. Fallet i oljeprisen i fjor høst har bidratt til å dempe prisveksten og gitt større rom for pengepolitisk stimulans i flere land. Utsiktene til mindre stram pengepolitikk i USA bidrar også til å lette de finansielle forholdene. Samlet er vekstanslagene for fremvoksende økonomier utenom Kina litt lavere enn i forrige rapport.

UTVIKLINGEN I PRISENE PÅ OLJE OG GASS

Spotprisen på olje er nå 66 dollar, 5 dollar høyere enn ved forrige rapport. Prisen falt ned mot 50 dollar i løpet av desember, sammen med svakere utvikling i verdensøkonomien og uro i finansmarkedene. I tillegg økte oljelagrene i OECD-landene mot slutten av året, se figur 2.12, etter rekordhøy oljeproduksjon i land som Saudi-Arabia, Russland og USA gjennom høsten.

Siden årsskiftet har oljeprisen steget igjen, i takt med oppgangen i globale aksjeindekser og mindre usikkerhet i finansmarkedene. Men oppgangen kan også tilskrives forhold på tilbudssiden. OPEC+ har på nytt kuttet produksjonen markert.¹ Produksjonen har dessuten falt videre i Iran og Venezuela. Samlet har dette mer enn oppveid for fortsatt økende oljeproduksjon i USA. Samtidig har veksten i globalt oljeforbruk holdt seg oppe, til tross for avtakende vekst i verdensøkonomien og usikkerhet om den videre utviklingen. Spesielt er veksten i oljeforbruket fortsatt høy i land som Kina, India og USA.

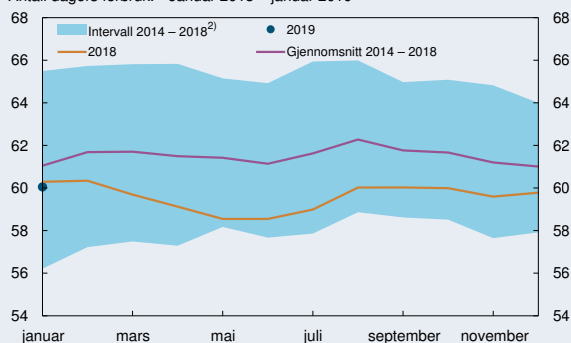
Vi legger til grunn at oljeprisen vil utvikle seg i tråd med terminprisene (figur 1.4). Terminprisen ved utgangen av 2022 er i overkant av 60 dollar, om lag som i desember.

Oljeprisen kan bli både høyere og lavere enn 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 Venezuela kan føre til at globalt oljetilbud reduseres enda mer. Da kan oljelagrene i OECD-landene på nytt falle. På den annen side kan prisen avta dersom oljeproduksjonen i USA øker mer enn ventet. I tillegg kan veksten i globalt oljeforbruk reduseres hvis verdensøkonomien utvikler seg svakere enn anslått. Særlig gjelder det hvis veksten i fremvoksende økonomier som Kina og India avtar mer enn ventet. Over tid kan også veksten i etterspørselen dempes som følge av økt energi-effektivisering og vridning mot nye energikilder med sikte på å nå de langsiktige klimamålene.

Prisen på europeisk gass har falt videre siden rapporten i desember, se figur 2.13. Det henger blant annet sammen med lavere gasspriser i Asia, god tilgang på flytende gass til Europa, samt generelt svakere økonomisk utvikling i euroområdet og Storbritannia. I tillegg har prisen på kull falt tilbake. Vi legger til grunn at gassprisene utvikler seg i tråd med terminprisene. Terminprisene er lavere de nærmeste årene enn de var i desember.

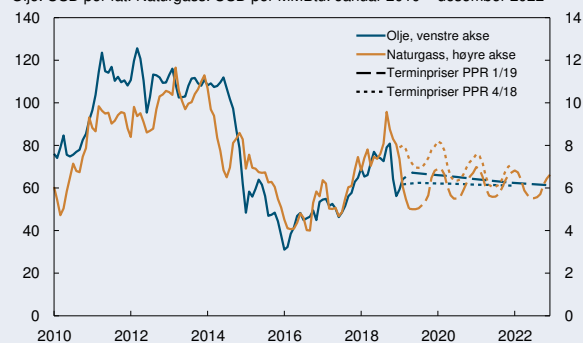
1 12 OPEC-land og 10 land utenfor OPEC inngikk på nytt en avtale om produksjonskutt på møter i desember 2018, se pressemelding. OPEC-landet Saudi-Arabia og Russland (som representant for landene utenfor OPEC) fremstår som særlig sentrale aktører i avtalen.

Figur 2.12 Samlede oljelagre i OECD-landene. Antall dagers forbruk.¹ Januar 2018 – januar 2019



1) Antall dagers forbruk er beregnet ved gjennomsnittlig forventet forbruk over de neste tre månedene.
2) Intervall mellom høyeste og laveste nivå for gitt måned i perioden 2014 – 2018.
Kilder: International Energy Agency og Norges Bank

Figur 2.13 Priser på olje og naturgass¹. Olje. USD per fat. Naturgass. USD per MMBtu. Januar 2010 – desember 2022²



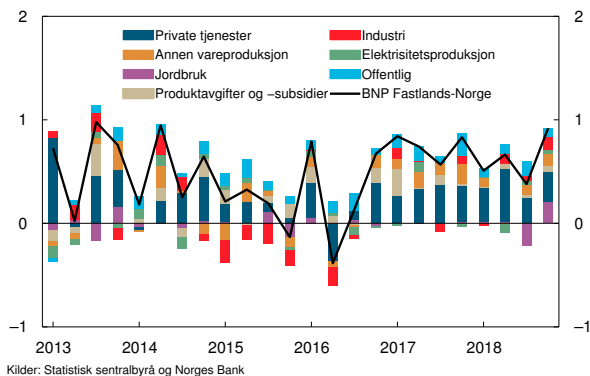
1) Gjennomsnitt av priser på naturgass i Nederland og Storbritannia.
2) Terminpriser per 7. desember 2018 for PPR 4/18 og per 15. mars 2019 for PPR 1/19.
Kilder: Norsk Petroleum, Thomson Reuters og Norges Bank

3 Norsk økonomi

Det er god vekst i norsk økonomi, og sysselsettingen øker. Arbeidsledigheten har falt, og kapasitetsutnyttningen ser ut til å være litt over et normalt nivå. Det siste året har prisveksten steget. Den underliggende prisveksten er litt over inflasjonsmålet på 2 prosent.

BNP for Fastlands-Norge steg med 2,5 prosent i 2018. I år anslår vi veksten til 2,7 prosent. Det er høyere enn vårt anslag på økonomiens vekstpotensial, og vi venter at veksten avtar utover i prognoseperioden. Høyere renter, en gradvis styrking av kronkursen og fall i oljeinvesteringene vil bidra til å dempe veksten. Kapasitetsutnyttningen anslås å øke frem til første halvår 2020, før den avtar gradvis. Vi venter at arbeidsledigheten holder seg lav og at lønnsveksten tar seg opp. Inflasjonen anslås til 2 prosent ved utgangen av 2022.

Figur 3.1 BNP for Fastlands-Norge. Markedsværdi. Bidrag til kvartalsvekst. Sesongjustert. Prosentenheter. 1. kv. 2013 – 4. kv. 2018



REGIONALT NETTVERK

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

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

3.1 PRODUKSJON OG ETTERSPORSEL

God vekst 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 veksten. Etter flere år med betydelig fall vokste investeringene på norsk sokkel og eksporten fra oljeleverandørene i fjor.

Veksten i BNP for Fastlands-Norge var 0,9 prosent i fjerde kvartal, høyere enn vi anslo i desemberrapporten. Jordbruksproduksjon trakk BNP for Fastlands-Norge opp med 0,2 prosent etter et tilsvarende negativt bidrag i tredje kvartal som følge av den tørre sommeren, se figur 3.1. Månedlig nasjonalregnskap tyder på at veksten i januar var litt lavere enn gjennom fjerde kvartal.

Bedriftene i Regionalt nettverk meldte i februar at veksten de tre siste månedene var på om lag samme nivå som den foregående tremånedersperioden, se figur 3.2. Mens oljeleverandørene meldte at veksten hadde tiltatt markert, meldte bedriftene innen bygg og anlegg og varehandel at veksten hadde avtatt. Samlet ventet kontaktene at veksten ville holde seg på om lag samme nivå det neste halve året.

Vi anslår god vekst i fastlandsøkonomien de to neste kvartalene, se tabell 3a i vedlegget. Anslagene er i tråd med forventningene i Regionalt nettverk og fremskrivningene fra SAM (figur 1.5). Sammenlignet med forrige rapport er anslagene for første halvår litt oppjustert.

På årsbasis anslår vi at veksten i BNP for Fastlands-Norge øker fra 2,5 prosent i 2018 til 2,7 prosent i år (figur 1.10). Tallene er korrigerert for at antall virkedager per år varierer. I år bidrar eksport, oljeinvesteringer og foretaksinvesteringer betydelig til veksten i fastlandsøkonomien.

Utover i prognoseperioden venter vi at veksten vil avta som følge av høyere renter, en gradvis styrking av kronkursen og lavere oljeinvesteringer, se ramme på side 31 og 35. Avdempingen gjenspeiler også at veksten ute ventes å være lavere enn den har vært de siste årene. Vi legger til grunn at finanspolitikken fremover vil være mindre ekspansiv enn den har vært de siste årene, se ramme på side 34.

Sammenlignet med forrige rapport er vekstanslagene noe oppjustert for prognoseperioden sett under ett. Oppjusteringen kan sees i sammenheng med at vi anslår en svakere krone enn sist, og at oljeprisen har økt noe. Veksten hos handelspartnerne er nedjustert og trekker i motsatt retning.

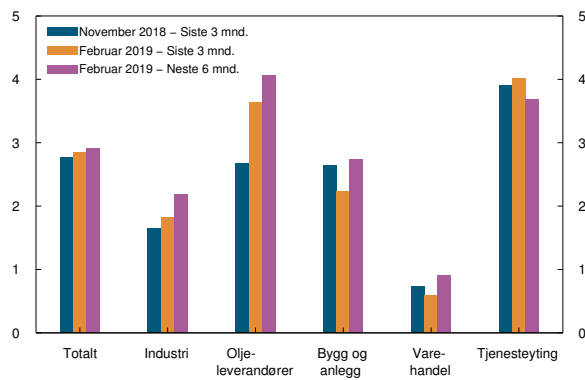
Utsikter til videre vekst i konsumet

Konsumveksten avtok litt i fjor. Etter å ha falt i tredje kvartal økte konsumet igjen i fjerde kvartal. Utviklingen var om lag som anslått i forrige rapport. Vi venter at veksten vil ta seg videre opp den nærmeste tiden. Mål på forbrukertilliten har avtatt litt siden forrige rapport, men er nær sine historiske gjennomsnitt, se figur 3.3.

God vekst i sysselsettingen bidro til at realinntektsveksten økte i fjor. Lavere skatteinnbetalinger enn ventet bidro til at disponible realinntekter ble klart høyere enn vi la til grunn i forrige rapport. Høyere lønnsvekst bidrar til å løfte inntektsveksten fremover. Oppgangen i de disponible inntektene dempes av høyere renter. Den høye gjeldsbelastningen blant husholdningene gjør at denne effekten vil være større enn ved tidligere perioder med renteoppgang.

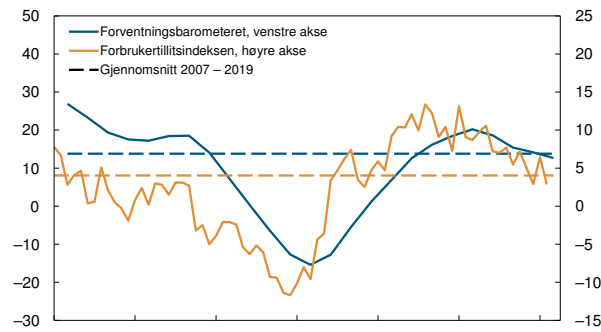
Utsikter til tiltakende reallønnsvekst de nærmeste årene og fortsatt sysselsettingsvekst tilsier høyere forbruksvekst fremover, se figur 3.4. Vi anslår at konsumveksten øker noe neste år, for deretter å holde seg om lag uendret. Sammenlignet med forrige rapport er anslagene litt høyere for 2020 og 2021. Det

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



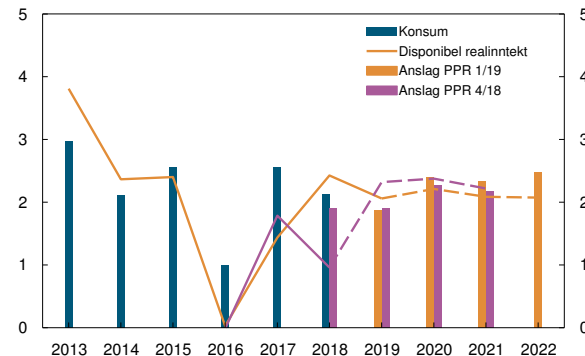
Kilde: Norges Bank

Figur 3.3 Forbrukertillit. Netttotal. Kantar TNS Forventningsbarometer for husholdningene. 1. kv. 2013 – 1. kv. 2019. Opinions forbrukertillitsindeks (CCI). Januar 2013 – februar 2019



Kilder: ForbrukerMeteret™ fra Opinion, Kantar TNS og Norges Bank

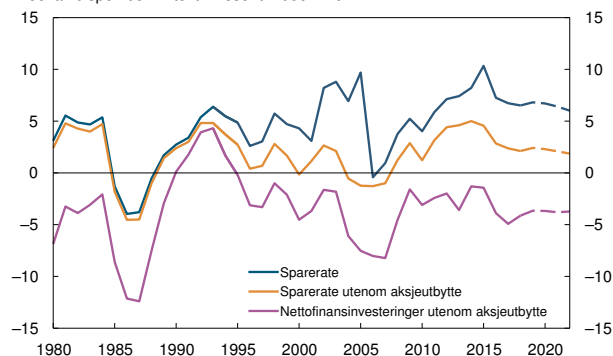
Figur 3.4 Husholdningenes konsum^{1) 2)} og disponible realinntekt³⁾. Årsvekst. Prosent. 2013 – 2022⁴⁾



1) Inkluderer konsum i ideelle organisasjoner.
2) Virkedagskorrigerert.
3) Eksklusive aksjeutbytte. Inkluderer inntekt i ideelle organisasjoner.
4) Anslag for 2019 – 2022 (stiplet).

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 3.5 Husholdningenes sparing og nettofinansinvesteringer. Andel av disponibel inntekt. Prosent. 1980 – 2022¹⁾



1) Anslag for 2019 – 2022 (stiplet).
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

må sees i sammenheng med at realinntekten er høyere enn lagt til grunn i forrige rapport.

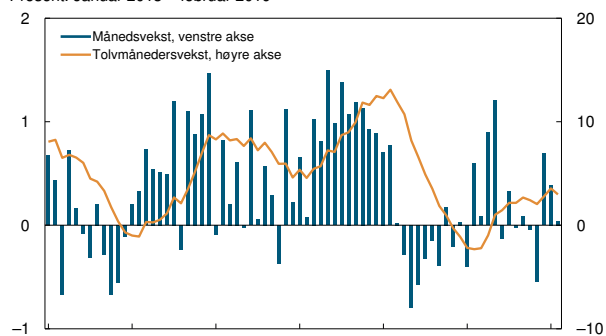
Vi venter at sparingen vil holde seg nokså stabil gjennom prognoseperioden, se figur 3.5.

Moderat boligprisvekst

Boligprisveksten har tatt seg litt opp gjennom vinteren. I februar var tolv månedersveksten 3,0 prosent, se figur 3.6. Det er litt høyere enn vi anslo i forrige rapport.

Den siste tiden har det vært høy aktivitet i bruktboligmarkedet. Beholdningen av usolgte boliger er fallende, men nivået er fortsatt høyt. Samtidig har ferdigstillingen av nye boliger tatt seg opp, og det er utsikter til at mange boliger blir ferdigstilt i løpet av året. Det vil trolig bidra til å dempe prisveksten.

Figur 3.6 Boligpriser. Tolv månedersvekst og sesongjustert månedsvkst. Prosent. Januar 2013 – februar 2019



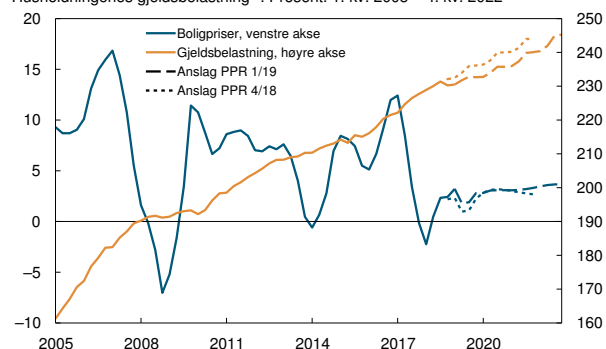
Kilder: Eiendom Norge, Eiendomsverdi og Finn.no

Utsikter til økt sysselsetting og høyere lønnsvekst i årene fremover taler isolert sett for at boligprisveksten vil tilta, mens stigende renter vil dempe oppgangen. Samlet sett venter vi moderat boligprisvekst gjennom prognoseperioden, se figur 3.7. Anslagene for boligprisveksten er litt høyere enn i forrige rapport i år og lite endret utover i prognoseperioden. For en nærmere omtale av boligmarkedet, se kapittel 5.3.

Økte boliginvesteringer

Boliginvesteringene falt markert fra høsten 2017 og frem til sommeren 2018, men har siden endret seg lite. Investeringene i fjor var høyere enn anslått i desemberrapporten.

Figur 3.7 Boligpriser. Firekvartalersvekst. Prosent. Husholdningenes gjeldsbelastning¹⁾, Prosent. 1. kv. 2005 – 4. kv. 2022²⁾



1) Lånegjeld i prosent av disponibel inntekt.
2) Anslag for 1. kv. 2019 – 4. kv. 2022.
Kilder: Eiendom Norge, Eiendomsverdi, Finn.no, Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Utsikter til vekst i realboligprisene tilsier at boliginvesteringene vil øke litt gjennom prognoseperioden, se figur 3.8. Nyboligsalget har vært nokså stabilt de to siste årene, men klart lavere enn i 2016 da boliginvesteringene vokste markert. De siste årene har sentraliseringen tiltatt. Det kan bidra til å øke etterspørselen etter boliger i de mer bynære områdene. På den annen side vil avtakende befolkningsvekst og utsikter til høyere boliglånsrenter trolig dempe veksten i boliginvesteringene. Sammenlignet med forrige rapport er investeringsanslagene oppjustert.

Høyere foretaksinvesteringer fremover

Etter kraftig vekst i 2016 og 2017 økte foretaksinvesteringene moderat i fjor. Oppgangen var noe sterkere enn anslått i forrige rapport. Det var markert investeringsvekst innen kraftforsyning, industri og bergverk, se figur 3.9. Samtidig falt investeringene innen for tjenestenæringene etter å ha vokst markert i 2016 og 2017.

Vi venter at veksten i foretaksinvesteringene tiltar i år, og anslaget er noe oppjustert i lys av Statistisk sentralbyrås investeringstelling for første kvartal. Tellingen indikerer sterk vekst innen industri og bergverk. Investeringer i kraftforsyning er ventet å falle, men nedgangen blir dempet av at vindkraftutbyggingen tiltar. Kontaktene i vårt regionale nettverk rapporterte i februar at de ventet investeringsvekst de neste tolv månedene.

Videre oppgang i norsk økonomi tilsier at foretaksinvesteringene vil øke i årene fremover, se figur 3.10. Økte renter vil dempe veksten. At foretakene har investert mye de siste årene, kan dessuten dempe investeringsbehovet fremover. Anslagene er noe oppjustert siden forrige rapport, blant annet fordi vi venter høyere kapasitetsutnyttning enn i desember.

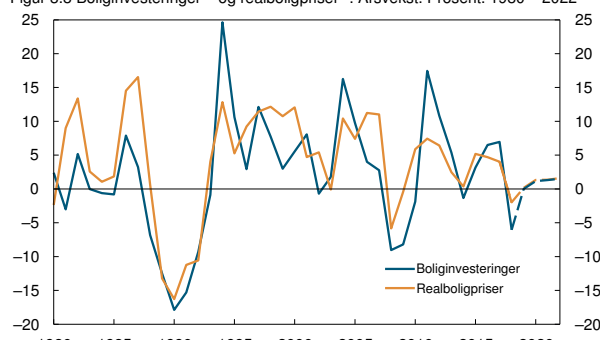
Utsikter til økt eksport

Norsk eksport har utviklet seg svakt de siste årene til tross for at den kostnadmessige konkurranseevnen er betydelig bedret siden 2013, se figur 3.11. Eksporten fra Fastlands-Norge avtok i 2016 og 2017. Det gjen-speiler i stor grad at eksporten fra oljeleverandørene falt som følge av nedgangen i den globale petroleumsindustrien. I tillegg falt en del av råvareeksporten på grunn av forstyrrelser på tilbudssiden.

I fjor tok eksporten fra oljeleverandørene seg opp, men noe mindre enn anslått i forrige rapport. Den øvrige fastlandseksporten økte også litt mindre enn ventet. Kontaktene i Regionalt nettverk ventet at veksten både i oljeleverandøreksporten og i den øvrige eksportindustrien vil tilta den nærmeste tiden, se figur 3.12.

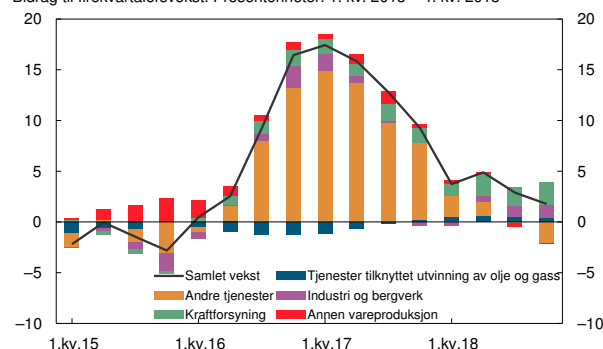
Vi venter at eksporten fra oljeleverandørene vil øke også i årene fremover, drevet av oppgang i globale offshoreinvesteringer. Den øvrige fastlandseksporten

Figur 3.8 Boliginvesteringer¹⁾ og realboligpriser²⁾. Årsvekst. Prosent. 1980 – 2022³⁾



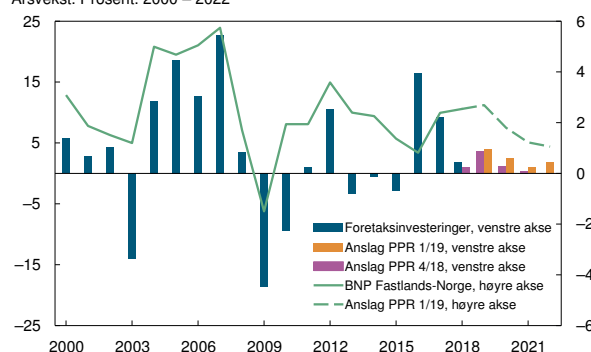
1) Virkedagskorrigeret.
2) Brukt boligpriser deflateret med KPI.
3) Anslag for 2019 – 2022 (stiplet).
Kilder: Eiendom Norge, Eiendomsverdi, Finn.no, Norsk Eiendomsmeglerforbund (NEF), Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 3.9 Foretaksinvesteringer i Fastlands-Norge i ulike sektorer. Bidrag til firekvartalersvekst. Prosentenheter. 1. kv. 2015 – 4. kv. 2018



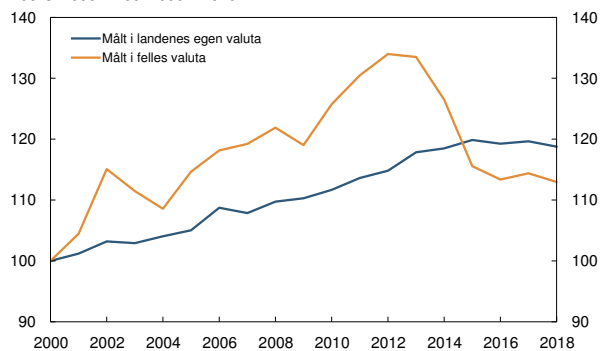
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 3.10 Foretaksinvesteringer for Fastlands-Norge og BNP for Fastlands-Norge.¹⁾ Årsvekst. Prosent. 2000 – 2022²⁾



1) Virkedagskorrigeret.
2) Anslag for 2019 – 2022.
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 3.11 Norske lønnskostnader relativt til handelspartnernes lønnskostnader.¹⁾ Indeks. 2000 = 100. 2000 – 2018



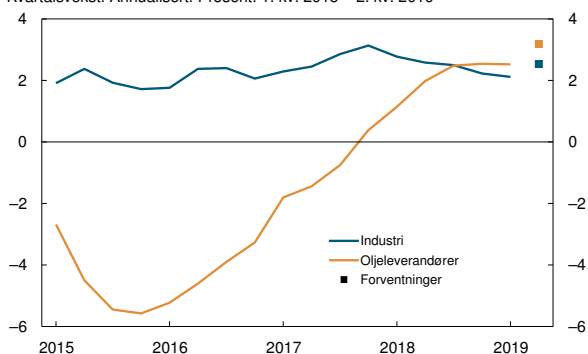
1) Timelønnskostnader i industrien.
Kilder: Det tekniske beregningsutvalget for inntektsoppgjørene (TBU), Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

ventes også å vokse, særlig i de delene av industrien som investerer i økt produksjonskapasitet. Vi anslår at veksten i den samlede fastlandseksporten vil øke i år, se figur 3.13. Deretter venter vi at veksten dempes noe som følge av en gradvis styrking av kronekursen.

Anslagene for eksportveksten er noe lavere enn i forrige rapport. Det gjenspeiler i hovedsak at vi har nedjustert anslagene for veksten hos handelspartnerne. Samtidig anslår vi at kronekursen vil være svakere enn lagt til grunn i forrige rapport. Det bidrar isolert sett til å øke anslagene for eksporten.

De siste årene har importveksten vært lav. Det har sammenheng med at petroleumsinvesteringene har falt. Investeringer i petroleumsvirksomhet og øvrige foretaksinvesteringer har normalt en høy importandel. Utsikter til at disse investeringene vil øke mye i år, trekker derfor i retning av høyere importvekst i år. Vi venter at importveksten vil holde seg oppe etter 2019. Lavere vekst i norsk økonomi tilsier at importveksten avtar, men den anslåtte styrkingen av kronekursen trekker i retning av at mer av etterspørselen rettes mot import. Anslagene for importveksten er lite endret siden forrige rapport.

Figur 3.12 Eksportrettet produksjon ifølge Regionalt nettverk.¹⁾ Kvartalsvekst. Annualisert. Prosent. 1. kv. 2015 – 2. kv. 2019²⁾

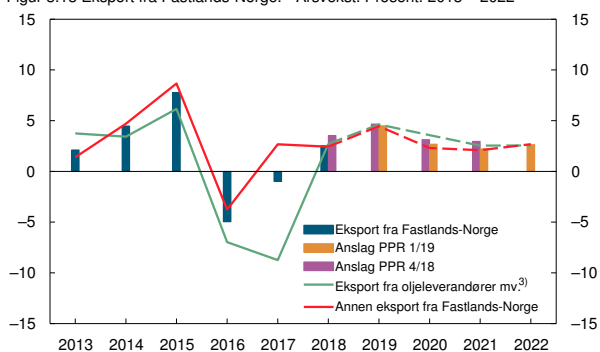


1) Rapportert vekst siste tre måneder konvertert til kvartalstall. Kvartalstall er beregnet som en sammenvektning av tremåneders tall basert på når intervjuene er foretatt.
2) 2. kv. 2019 er forventet vekst neste seks måneder målt i februar.
Kilde: Norges Bank

Anslagene er usikre

Veksten i norsk økonomi kan bli sterkere enn vi anslår. Historiske erfaringer tilsier at foretaksinvesteringene kan øke mye i oppgangstider. Høy aktivitet og økt lønnsomhet i oljeselskapene kan gi sterkere ringvirkninger inn i fastlandsøkonomien enn vi har lagt til grunn. På den annen side kan økende proteksjonisme internasjonalt og usikkerhet i forbindelse med Storbritannias utmelding fra EU dempe veksten ute mer enn vi har sett for oss. Det kan føre til svakere etterspørsel etter norsk eksport og til lavere oljepris. Vi er også usikre på husholdningenes tilpasning når rentene øker.

Figur 3.13 Eksport fra Fastlands-Norge.¹⁾ Årsvekst. Prosent. 2013 – 2022²⁾



1) Virkedagskorrigert.
2) Anslag for 2019 – 2022 (stiplet).
3) Vare- og tjenestegrupper i nasjonalregnskapet hvor oljeleverandører står for en betydelig del av eksporten.
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

3.2 ARBEIDSMARKED OG PRODUKSJONGAP

Strammere arbeidsmarked

Det er god vekst i sysselsettingen, se figur 3.14. Siden konjunkturoppgangen startet i 2016, har rundt 100 000 flere kommet i jobb ifølge kvartalsvis nasjonalregnskap (KNR). Det siste året har det vært vekst i sysselsettingen innenfor de fleste deler av norsk økonomi, blant annet i de oljerelaterte næringene. Et

unntak er varehandelen hvor sysselsettingen har vært uendret det siste året. Siden desember rapporten har den samlede sysselsettingen økt mer enn anslått.

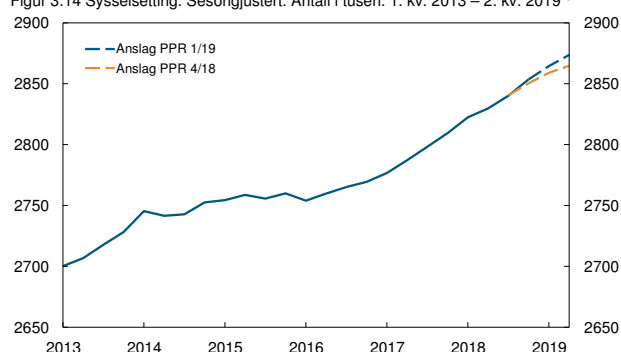
Vi anslår at sysselsettingsveksten fortsetter den nærmeste tiden, selv om vi venter at veksttakten avtar litt. Kontaktene i vårt regionale nettverk ventet i februar at sysselsettingsveksten holder seg oppe de kommende tre månedene, se figur 3.15. Norges Banks forventningsundersøkelse indikerer at sysselsettingsveksten dempes litt fremover. Antall ledige stillinger falt litt fra tredje til fjerde kvartal, etter å ha økt betydelig gjennom 2017 og de tre første kvartalene i 2018.

Oppgangen i sysselsettingen har blitt fulgt av en nedgang i arbeidsledigheten. Fra begynnelsen av 2016 til i fjor sommer avtok den registrerte ledigheten, se figur 3.16. Endringer i NAVs rutiner bidro til en liten oppgang i den registrerte ledigheten i juli 2018. Siden har den sesongjusterte ledigheten vært avtakende, korrigert for en ny rutineendring hos NAV fra november i fjor. I februar var den registrerte ledigheten 2,3 prosent. I forrige rapport anslo vi at ledigheten ville holde seg uendret på 2,4 prosent. Det er også blitt færre personer på arbeidsmarkedstiltak de siste månedene.

Antall dagpengemottakere som andel av arbeidsstyrken har falt videre de siste månedene og bekrefter inntrykket av en fortsatt bedring i arbeidsmarkedet, se figur 3.17. Dagpengeraten er på sitt laveste nivå siden 2009. Omfanget av nedbemanninger ser også ut til å avta. Varslede driftsinnskrenkninger til NAV er nå på samme nivåer som før oljeprisfallet i 2014. Vi anslår at den registrerte ledigheten vil endre seg lite de nærmeste månedene, se tabell 3b i vedlegget.

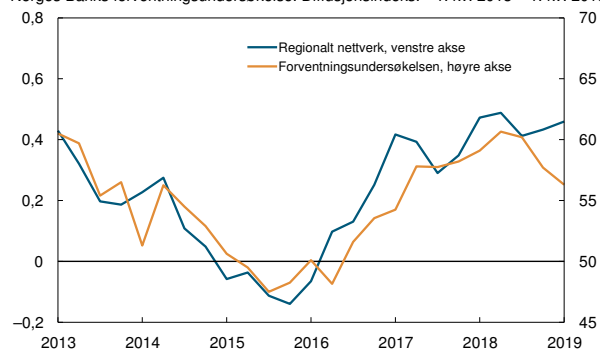
Også AKU-ledigheten har avtatt siden forrige rapport. I desember var AKU-ledigheten 3,7 prosent. Det var lavere enn ventet. Nedgangen skyldtes at færre personer ifølge AKU meldte seg på arbeidsmarkedet. Utviklingen må ses i lys av at det er betydelig usikkerhet knyttet til AKU, som er en utvalgsundersøkelse. Antall personer som melder seg på arbeidsmarkedet, vil normalt øke når jobbutsiktene bedres, og i forrige rapport anslo vi derfor at arbeidsstyrken ville øke. Vi venter at AKU-ledigheten vil følge utviklingen i den

Figur 3.14 Sysselsetting. Sesongjustert. Antall i tusen. 1. kv. 2013 – 2. kv. 2019¹⁾



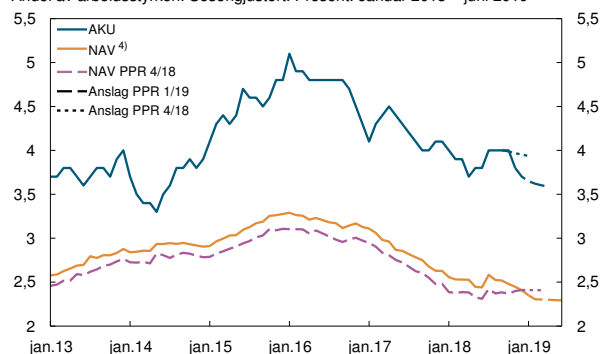
1) Anslag for 1. kv. 2019 – 2. kv. 2019.
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 3.15 Forventet sysselsetting. Regionalt nettverk.¹⁾ Kvartalsvekst. Prosent. Norges Banks forventningsundersøkelse. Diffusjonsindeks.²⁾ 1. kv. 2013 – 1. kv. 2019



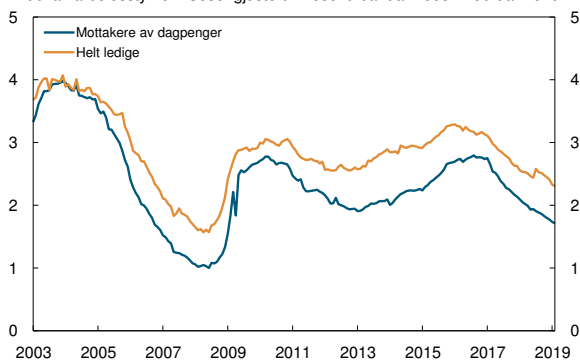
1) Forventet endring i sysselsetting neste tre måneder.
2) Andel av næringslivsledere som venter "flere ansatte" i egen bedrift neste tolv måneder + 1/2 * andel som venter "like mange ansatte".
Kilder: Epinion og Norges Bank

Figur 3.16 Arbeidsledige ifølge AKU¹⁾ og NAV²⁾. Andel av arbeidsstyrken. Sesongjustert. Prosent. Januar 2013 – juni 2019³⁾



1) Arbeidskraftundersøkelsen.
2) Registrert arbeidsledighet.
3) Anslag for mars 2019 – juni 2019 (NAV) og januar 2019 – april 2019 (AKU).
4) Endringer i NAVs registreringsrutiner bidro isolert sett til at den registrerte ledigheten økte med om lag 0,1 prosentenheter fra og med november 2018. NAV har korrigert statistikken tilbake i tid for å gjøre serien sammenlignbar før og etter bruddet.
Kilder: NAV, Statistisk sentralbyrå og Norges Bank.

Figur 3.17 Dagpengemottakere¹⁾ og arbeidsledige ifølge NAV. Andel av arbeidsstyrken. Sesongjustert. Prosent. Januar 2003 – februar 2019



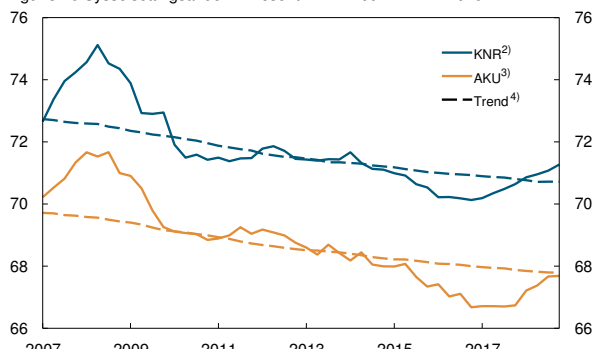
1) Om lag halvparten av de helt ledige mottar dagpenger. I tillegg er det noen delvis ledige og personer på tiltak som har rett på dagpenger.
Kilder: NAV og Norges Bank

registrerte ledigheten de nærmeste månedene, se tabell 3c i vedlegget.

Utsikter til videre sysselsetningsvekst

Med utsikter til videre oppgang i fastlandsøkonomien venter vi god vekst i sysselsettingen i år. Deretter ser vi for oss at sysselsetningsveksten avtar gradvis som følge av at veksten i BNP for Fastlands-Norge dempes. Anslagene for sysselsetningsveksten er litt høyere enn i forrige rapport gjennom 2019 og er deretter lite endret. Anslagene innebærer at antall personer i jobb øker med om lag 60 000 fra utgangen av 2018 til utgangen av 2022.

Figur 3.18 Sysselsetningsandel.¹⁾ Prosent. 1. kv. 2007 – 4. kv. 2018



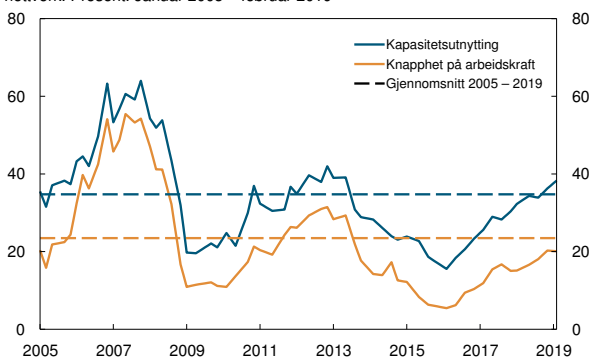
1) Sysselsetting som andel av befolkningen (15-74 år). Avviket i sysselsettingen målt ved AKU og KNR skyldes blant annet at KNR inkluderer lønntakere på korttidsopphold, mens AKU kun omfatter bosatte.
2) Kwartalsvis nasjonalregnskap.
3) Arbeidskraftundersøkelsen.
4) Utvikling i sysselsetningsandelen dersom sysselsetningsandelene for hvert femårige aldersstrinn hadde vært uendret på nivåene fra 2013. Kurven faller på grunn av aldring av befolkningen. 2013 er valgt fordi vi vurderer at kapasitetsutnytingen dette året var nær et normalnivå.
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

I årene fremover venter vi at økt etterspørsel etter arbeidskraft vil bidra til å øke veksten i arbeidsstyrken, slik at nedgangen i ledigheten blir klart mindre enn sysselsetningsveksten alene skulle tilsi. Vi venter at arbeidsledigheten vil avta litt det nærmeste året, før den øker litt igjen (figur 1.12). Anslagene for ledigheten er litt lavere enn i forrige rapport.

Positivt produksjonsgap

I årene etter oljeprisfallet i 2014 har kapasitetsutnytingen vært lavere enn et normalt nivå. Vi anslår at konjunkturbunnen ble nådd sommeren 2016, og at kapasitetsutnytingen har vært økende i årene etter (figur 1.1b). I desember var vår vurdering at produksjonsgapet var i ferd med å lukkes.

Figur 3.19 Kapasitetsutnyting¹⁾ og knapphet på arbeidskraft²⁾ ifølge Regionalt nettverk. Prosent. Januar 2005 – februar 2019



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

Det er flere tegn til at kapasitetsutnytingen har fortsatt å øke de siste månedene, og at produksjonsgapet nå er lukket. Den gode sysselsetningsveksten har gjort at sysselsettingen som andel av befolkningen har økt, se figur 3.18. Sysselsetningsandelen er nå nær det vi anslår som en langsiktig trend. Arbeidsledigheten har avtatt videre, og den registrerte ledigheten ser ut til å være litt lavere enn nivået vi anslår er forenlig med normal kapasitetsutnyting. Endringer i NAVs rutiner gjør imidlertid at det er mer usikkerhet enn tidligere rundt utviklingen i ledigheten. AKU-ledigheten har falt, men indikerer fortsatt at kapasitetsutnytingen er litt lavere enn normalt. Regionalt nettverk viste i februar en økning i andelen bedrifter med kapasitetsproblemer, se figur 3.19. Denne andelen er høyere enn sitt historiske snitt. Andelen som rapporterte om knapphet på arbeidskraft, var på sin side uendret fra november og er fortsatt lavere enn sitt historiske

snitt. Modellberegninger, der blant annet en rekke indikatorer for arbeidsmarkedet inngår, tilsier at kapasitetsutnyttningen økte fra tredje til fjerde kvartal og er nær et normalt nivå, se figur 3.20.

Samlet sett anslår vi at produksjonsgapet ble lukket ved utgangen av fjoråret, og at kapasitetsutnyttningen har fortsatt å øke inn i 2019. Vår vurdering er at sysselsettingsraten er nær det vi mener er det høyeste nivået som er forenlig med prisstabilitet over tid. Vi venter at kapasitetsutnyttningen fortsetter å øke de nærmeste kvartalene, slik at produksjonsgapet gradvis blir mer positivt. Anslagene er litt høyere enn i forrige rapport.

Befolkningsveksten avtar

Vi anslår at produksjonspotensialet i økonomien øker med omkring 1,5 prosent årlig gjennom prognoseperioden. 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 2020–2022.

Trendproduktiviteten er anslått på grunnlag av utviklingen i den faktiske produktiviteten. Den faktiske produktiviteten vokser normalt raskere enn trenden tidlig i en konjunkturoppgang. Sammenlignet med tidligere oppgangsperioder har produktivetsveksten holdt seg lav de siste årene, se figur 3.21. Det indikerer at også veksten i trendproduktiviteten er lavere enn tidligere. Anslaget for veksten i trendproduktiviteten er på linje med gjennomsnittlig produktivetsvekst det siste tiåret, og uendret fra forrige rapport.

Trendveksten i arbeidsstyrken anslås på grunnlag av befolkningsfremskrivninger. Lavere arbeidsinnvandring fra Europa de siste årene, se figur 3.22, har gjort at også trendveksten i arbeidsstyrken har falt. Aldring av befolkningen har også trukket trendveksten ned fordi flere har kommet over i aldersgrupper med lavere yrkesdeltakelse. Vi legger til grunn Statistisk sentralbyrås befolkningsfremskrivninger, som tilsier at befolkningsveksten avtar videre fremover. Anslagene innebærer at arbeidsinnvandringen tar seg litt opp, men blir betydelig lavere enn den var på det høyeste, omkring 2010, da store deler av Europa var i lavkonjunktur.

PRODUKSJONGAP

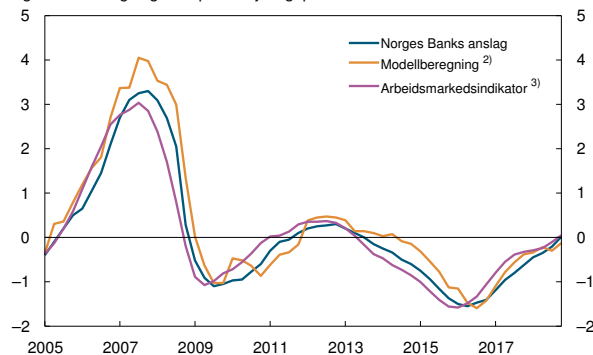
Produksjonsgapet, eller kapasitetsutnyttningen, uttrykker hvor mye av de samlede ressursene i økonomien som er i bruk. Produksjonsgapet er definert som forskjellen mellom den faktiske produksjonen (BNP) og produksjonspotensialet i økonomien. Økonomiens produksjonspotensial er det høyest mulige produksjonsnivået 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.

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

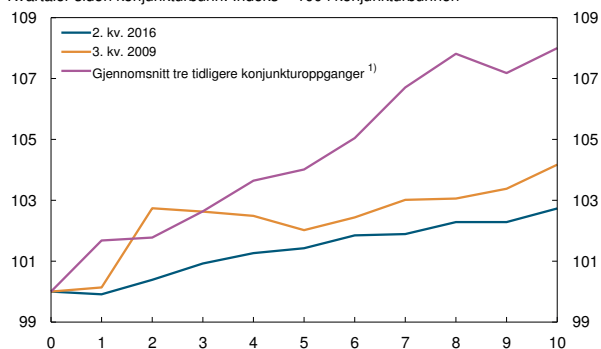
Produksjonspotensialet og produksjonsgapet kan ikke observeres og må derfor anslås. Våre anslag på produksjonsgapet i nåtid er et resultat av en samlet vurdering av en rekke indikatorer og modeller. I vurderingen legger vi særlig vekt på utviklingen i arbeidsmarkedet.

Figur 3.20 Beregninger av produksjonsgapet¹⁾. Prosent. 1. kv. 2005 – 4. kv. 2018



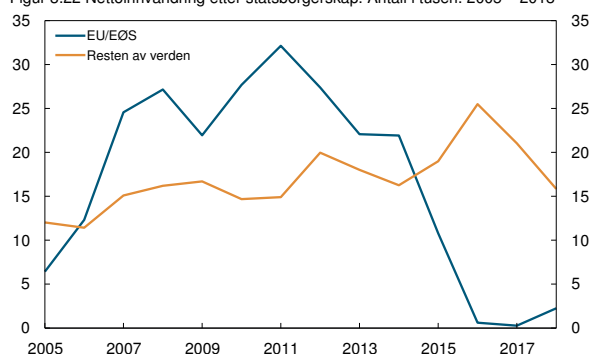
1) Produksjonsgapet måler den prosentvise forskjellen mellom BNP for Fastlands-Norge og anslått potensielt BNP for Fastlands-Norge.
2) For en gjennomgang av modellberegningen, se egen ramme på side 34 i *Pengepolitisk rapport 4/17*.
3) Indikator for produksjonsgapet basert på arbeidsmarkedet. Nærmere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

Figur 3.21 Produktivitsutvikling i konjunkturoppdager. Kvartaler siden konjunkturbunn. Indeks = 100 i konjunkturbunnen



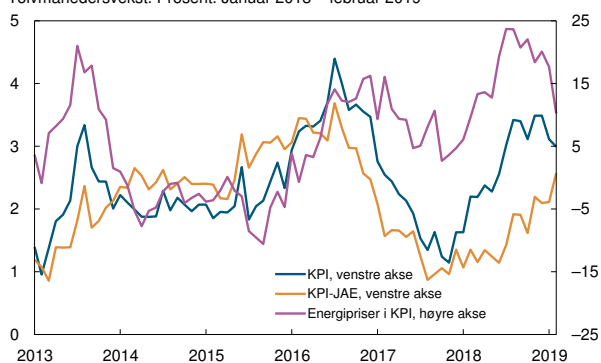
1) Tre tidligere konjunkturoppdager med konjunkturbunn i 1. kv. 1983, 4. kv. 1991 og 2. kv. 2003.
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 3.22 Nettoinnvandring etter statsborgerskap. Antall i tusen. 2005 – 2018



Kilde: Statistisk sentralbyrå

Figur 3.23 KPI, KPI-JAE¹⁾ og energipriser i KPI²⁾. Tolvmånedersvekst. Prosent. Januar 2013 – februar 2019



1) KPI justert for avgiftsendringer og uten energivarer.
2) Målt ved gruppene drivstoff og smøremidler og elektrisitet og brensel.
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Vi anslår at kapasitetsutnyttningen når en topp i første halvår 2020 (figur 1.1b). Videre fremover venter vi at veksten i BNP for Fastlands-Norge er lavere enn trendveksten, slik at produksjonsgapet gradvis blir mindre positivt. Anslagene for kapasitetsutnyttningen er høyere enn i forrige rapport gjennom hele prognoseperioden.

Usikkerhet om produksjonspotensialet

Vi er usikre på utviklingen i arbeidsstyrken. Over tid har yrkesdeltakelsen avtatt både blant unge og blant menn i alderen 25–54 år. Det er usikkert om denne trenden vil fortsette. Også arbeidsinnvandringen kan bli en annen enn vi ser for oss. Samtidig er det usikkerhet om produktivitsveksten. Ny teknologi og økende digitalisering kan gjøre at produktivitsveksten blir høyere fremover. Økte handelshindringer og proteksjonisme kan på den annen side redusere produktivitsveksten.

3.3 KOSTNADER OG PRISER

Underliggende prisvekst har økt

Prisveksten økte gjennom høsten 2017 og frem til slutten av 2018, se figur 3.23. Den underliggende prisveksten tiltok blant annet som følge av høyere lønnsvekst. Økte elektrisitetspriser bidro ytterligere til at den samlede prisveksten økte.

Siden forrige rapport har tolv månedersveksten i konsumprisindeksen justert for avgiftsendringer og uten energivarer (KPI-JAE) økt videre. I februar var tolv månedersveksten i KPI-JAE 2,6 prosent. Andre mål på underliggende inflasjon var mellom 1,8 og 2,9 prosent, se ramme på side 30. Tolvmånedersveksten i konsumprisindeksen (KPI) har avtatt siden desember rapporten. Det må ses i sammenheng med at prisveksten på elektrisitet har falt. Langsiktige inflasjonsforventninger har avtatt litt det siste kvartalet, men er fortsatt litt over 2 prosent, se ramme på side 30.

Prisveksten har vært høyere enn ventet

Tolv månedersveksten i både KPI og i KPI-JAE var høyere i februar enn vi anslo i desember rapporten. I KPI-JAE steg prisene både på importerte varer og på innenlandske varer og tjenester mer enn anslått, se figur 3.24.

Vi anslår at tolv månedersveksten i både den importerte og den innenlandske prisveksten holder seg høyere den nærmeste tiden enn vi anslo sist, se tabell 3d i vedlegget. Oppjusteringen av den importerte prisveksten må ses i sammenheng med at kronekursen har vært svakere enn vi la til grunn i forrige rapport, se ramme på side 31. Høyere lønnsvekst enn ventet bidrar til at den innenlandske prisveksten er oppjustert. Anslagene for KPI-JAE er nær fremskrivningen fra SAM for de nærmeste to kvartalene, se figur 3.25.

Terminprisene for elektrisitet og for drivstoff indikerer at energiprisene endrer seg lite i år, se figur 3.26. Tolv månedersveksten i KPI er dermed ventet å avta videre den nærmeste tiden. På årsbasis anslår vi at KPI øker med 2,3 prosent i 2019.

Lønnsveksten tar seg opp

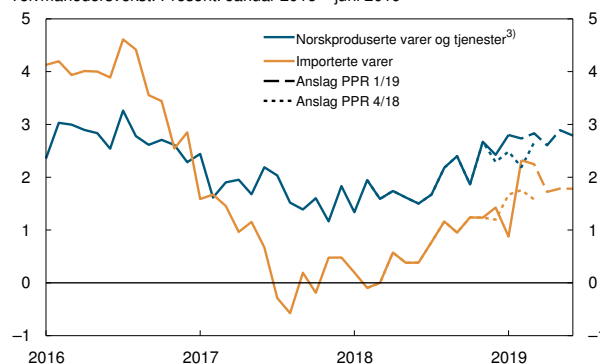
Etter flere år med nedgang økte lønnsveksten i 2017 og 2018. Lavere arbeidsledighet bidro trolig til oppgangen. I 2018 ble årslønnsveksten 2,8 prosent. Det var på linje med rammen i lønnsoppgjøret og litt høyere enn vi anslo i desemberrapporten, se figur 3.27. Med en årsvekst i KPI på 2,7 prosent ble reallønnsveksten 0,1 prosent i fjor.

I år venter vi at lønnsveksten øker videre til 3,3 prosent. Anslaget er noe høyere enn forventningene til partene i arbeidslivet slik de måles i Norges Banks forventningsundersøkelse, og høyere enn det kontaktene i Regionalt nettverk venter. Undersøkelsene har en tendens til å undervurdere lønnsveksten litt i oppgangsperioder. Anslaget for lønnsveksten i år er litt oppjustert fra forrige rapport. Det må ses i sammenheng med at også anslaget for prisveksten er oppjustert. Anslaget for reallønnsveksten i år er lavere enn i forrige rapport.

Lavere lønnsomhet enn ventet

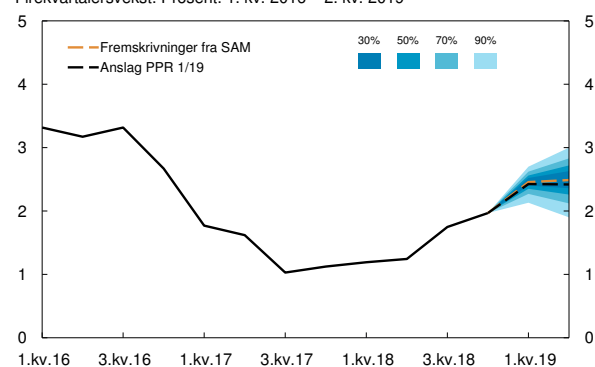
Vi venter at økt kapasitetsutnyttning og fortsatt lav arbeidsledighet bidrar til at lønnsveksten tar seg videre opp de neste to årene. Samtidig er lønnstakerens andel av verdiskapingen i fastlandsøkonomien høyere enn ventet, se figur 3.28. For bedriftene innebærer en høyere lønnskostnadsandel at lønnsomheten er tilsvarende lavere. Det trekker isolert sett i retning av lavere lønnsvekst.

Figur 3.24 KPI-JAE¹⁾ fordelt etter leveringssektor. Tolv månedersvekst. Prosent. Januar 2016 – juni 2019²⁾



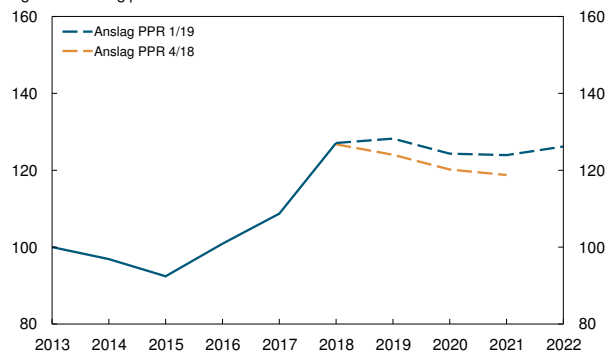
1) KPI justert for avgiftsendringer og uten energivarer.
2) Anslag for mars 2019 – juni 2019.
3) Norges Banks beregninger.
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 3.25 KPI-JAE¹⁾ med usikkerhetsvifte fra SAM²⁾. Firekvartalersvekst. Prosent. 1. kv. 2016 – 2. kv. 2019³⁾



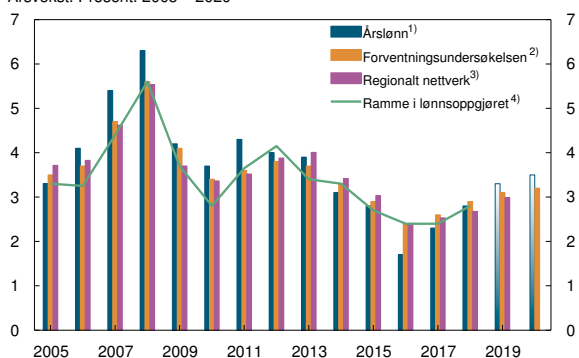
1) KPI justert for avgiftsendringer og uten energivarer.
2) System for sammenvæing av korttidsmodeller.
3) Anslag for 1. kv. 2019 – 2. kv. 2019.
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 3.26 Energipriser i KPI.¹⁾ Indeks. 2013 = 100. 2013 – 2022²⁾



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 2019 – 2022 (stiplet).
Kilder: Nord Pool, Norges vassdrags- og energidirektorat, Statistisk sentralbyrå, Thomson Reuters og Norges Bank

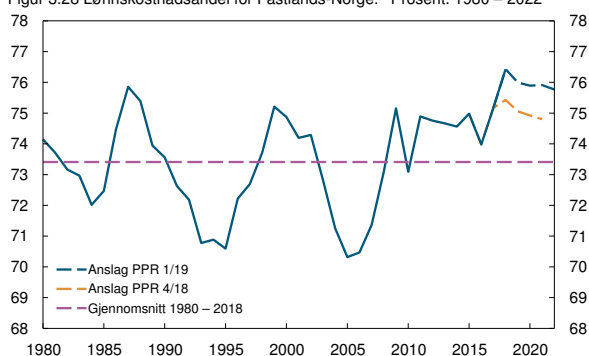
Figur 3.27 Lønn, lønnsramme og lønnsforventninger. Årsvekst. Prosent. 2005 – 2020



1) Faktisk årslønnsvekst fra Statistisk sentralbyrå. Norges Banks anslag for 2019 og 2020 (gradert).
 2) Partene i arbeidslivets forventninger til årslønnsvekst inneværende år målt ved Norges Banks forventningsundersøkelse i 1. kvartal hvert år og forventningene til årslønnsvekst i 2020 målt i 1. kvartal 2019.
 3) Forventninger til årslønnsvekst inneværende år fra Regionalt nettverk i 1. kvartal hvert år.
 4) Før 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

Lønnsomheten har de siste årene blitt lavere enn vi har lagt til grunn til tross for at lønnsveksten gjennomgående har blitt lavere enn anslått. Oppgangen i oljeprisen siden 2016 ser så langt ikke ut til å ha bedret lønnsomheten i fastlandsøkonomien. Svak lønnsomhet er særlig tydelig innenfor oljeleverandørnæringene. Det gjenspeiler at kostnadskutt i oljeselskapene har ført til reduserte marginer i leverandørnæringene. Det har bidratt til en markert oppgang i lønnskostnadsandelen i disse næringene, se figur 3.29. Lønnskostnadsandelen i den øvrige industrien gikk ned da kronekursen falt i takt med oljeprisen i 2014 og 2015, men er fortsatt høyere enn den var i årene frem mot finanskrisen.

Figur 3.28 Lønnskostnadsandel for Fastlands-Norge.¹⁾ Prosent. 1980 – 2022²⁾



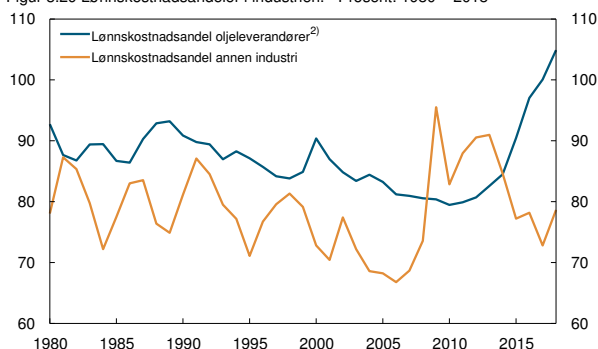
1) Lønnskostnader som andel av faktoringtektet.
 2) Anslag for 2019 – 2022.
 Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Lavere lønnsomhet i deler av næringslivet kan dempe oppgangen i lønnsveksten fremover. Anslagene for lønnsveksten er derfor lite endret til tross for at konjunkturoppgangen ser ut til å bli noe sterkere, og at oljeprisen er høyere enn lagt til grunn i forrige rapport.

Utsikter til prisvekst nær målet

Videre fremover venter vi at en gradvis sterkere krone og svakere prisimpulser fra utlandet vil dempe prisveksten på import. Høyere kapasitetsutnyttning og stigende lønnsvekst trekker i motsatt retning, se figur 3.30. Samlet sett anslår vi at årsveksten i KPI-JAE vil være nær 2 prosent de neste årene, se figur 3.31.

Figur 3.29 Lønnskostnadsandelen i industrien.¹⁾ Prosent. 1980 – 2018



1) Lønnskostnader som andel av faktoringtektet.
 2) Verfts- og verkstedsindustri.
 Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Anslagene for KPI-JAE er litt høyere enn i forrige rapport gjennom hele prognoseperioden. Det skyldes at vi nå anslår en litt svakere kronekurs og litt høyere internasjonale prisimpulser (figur 2.8) enn i forrige rapport.

Vi legger til grunn at energiprisene i KPI i årene fremover utvikler seg i tråd med terminprisene for elektrisitet og bensin. De viser en nedgang de neste to årene før de stiger litt i 2022. Energiprisanslagene er noe høyere enn i forrige rapport.

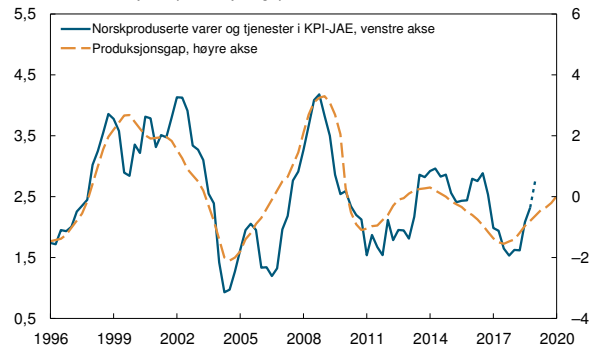
Samlet innebærer anslagene for KPI-JAE og energiprisene at firekvartalsveksten i KPI avtar det nærmeste året før veksten tiltar litt igjen lenger frem. Ved utgangen av 2022 er anslaget for firekvartalsveksten i KPI 2 prosent. Anslagene er litt høyere enn i forrige rapport gjennom hele prognoseperioden.

Anslagene for KPI og årslønnsveksten innebærer at reallønnsveksten stiger i år og de to neste årene før den avtar i 2022 (figur 1.13). Anslagene for reallønnsveksten er noe lavere enn i forrige rapport.

Anslagene er usikre

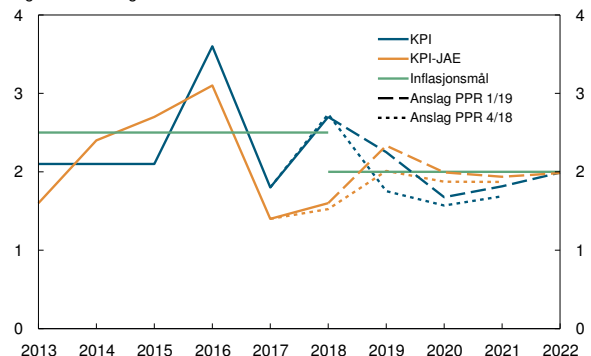
Vi legger til grunn at lavere lønnsomhet enn ventet demper oppgangen i lønnsveksten, men det er usikkert i hvor stor grad. Lavere lønnsomhet i deler av næringslivet kan trekke lønnsveksten mer ned enn vi nå anslår. Samtidig er det stor usikkerhet om utviklingen i lønnsomheten. Vi har lagt til grunn at lønnsomheten i fastlandsbedriftene ble redusert i 2018, i tråd med foreløpige tall fra KNR. Dette er tall som erfaringsmessig kan revideres mye. Bedriftene i Forventningsundersøkelsen og i Regionalt nettverk melder om en noe bedre utvikling i lønnsomheten de siste årene. Vi kan heller ikke se bort fra at tilstrømmingen i arbeidsmarkedet vil gi sterkere press på lønningene enn vi venter.

Figur 3.30 Norskproduserte varer og tjenester i KPI-JAE¹⁾. Firekvarterersvekst. Prosent. Tidsforskjøvet produksjonsgap²⁾. Prosent. 1. kv. 1996 – 1. kv. 2020



1) KPI justert for avgiftsendringer og uten energivarer. Norges Banks beregninger. 1. kv. 1996 – 4. kv. 2018. Anslag for 1. kv. 2019.
2) Produksjonsgapet måler den prosentvise forskjellen mellom BNP for Fastlands-Norge og anslått potensielt BNP for Fastlands-Norge. Gapet er her forskjøvet frem fem kvartaler og viser tall for 3. kv. 1994 – 4. kv. 2018.
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 3.31 KPI og KPI-JAE¹⁾. Årsvekst. Prosent. 2013 – 2022



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

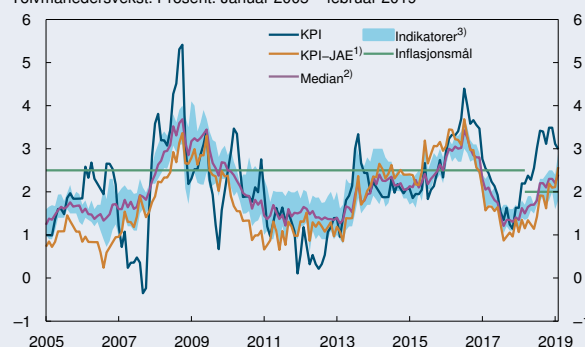
INDIKATORER FOR UNDERLIGGENDE INFLASJON

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 energi-prisvekst, men også avgiftsøkninger. Andre indikatorer for underliggende inflasjon var i februar mellom 1,8 og 2,9 prosent, se figur 3.32. Gjennomsnittet av tolv månedersveksten i disse indikatorene var 2,4 prosent, opp fra 1,6 prosent i februar i fjor.

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 3.32 KPI og indikatorer for underliggende inflasjon. Tolv månedersvekst. Prosent. Januar 2005 – februar 2019



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

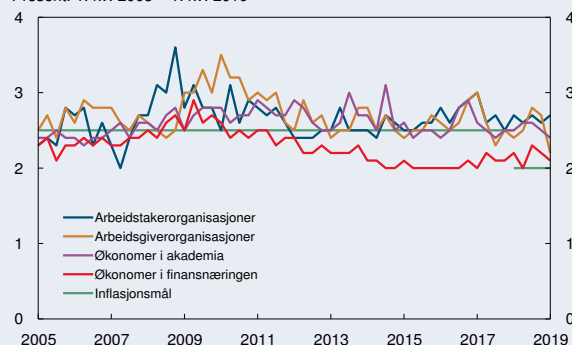
Forventninger om fremtidig inflasjon har betydning for mange økonomiske beslutninger, blant annet prissetting og lønnsfastsettelse. Inflasjonsforventninger som er forankret, kan gjøre det lettere for pengepolitikken å oppfylle målet om prisstabilitet og bidra til å jevne ut svingninger i produksjon og 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 3.33.¹ Inflasjonsmålet for pengepolitikken ble senket fra 2,5 prosent til 2 prosent i mars i 2018.

Forventningsundersøkelsen for første kvartal² viste at de langsiktige inflasjonsforventningene avtok litt. 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 første 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 28. januar til 15. februar 2019.

Figur 3.33 Forventet tolv månedersvekst i konsumprisene om fem år. Prosent. 1. kv. 2005 – 1. kv. 2019



Kilder: Epinion, Kantar TNS og Opinion

FINANSIELLE FORHOLD

Pengemarkedspåslaget har avtatt noe

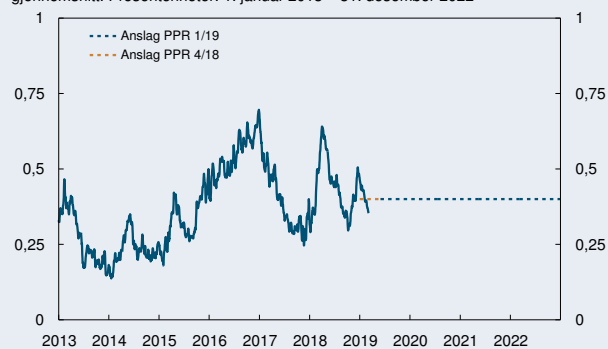
Pengemarkedsrenten Nibor er viktig for rentene som møter husholdninger og foretak. Det skyldes at en stor del av bankenes finansiering prises med utgangspunkt i Nibor. Samtidig er renten på lån til foretak ofte direkte knyttet til Nibor.

Tremåneders Nibor bestemmes av markedets forventning om hva styringsrenten vil være i gjennomsnitt de neste tre månedene og av et risikopåslag, gjerne omtalt som pengemarkedspåslaget. Siden forrige rapport har pengemarkedspåslaget avtatt noe, samtidig som markedets forventning til styringsrenten innenfor den neste tremånedersperioden har økt. Samlet sett har tremåneders Nibor derfor vært nokså stabil. Påslaget slik vi beregner det, er nå i underkant av 0,40 prosentenheter, se figur 3.34. Vi venter at pengemarkedspåslaget fremover skal være nær gjennomsnittet de siste månedene, på 0,40 prosentenheter. Anslagene innebærer at tremåneders Nibor stiger i takt med styringsrenten fremover.

Noe lavere markedsrenter

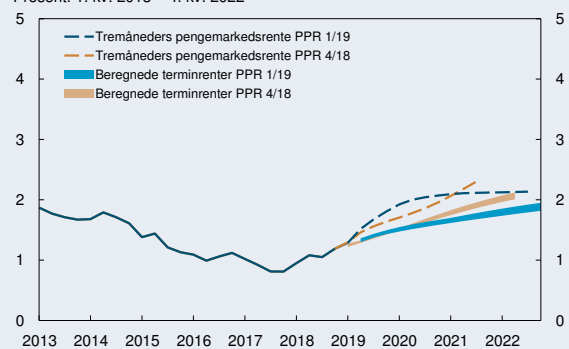
Fremtidige pengemarkedsrenter har falt litt siden desemberrapporten og indikerer en mer gradvis renteoppgang enn vår prognose, se figur 3.35. Fastrentene i markedet for rentebytteavtaler (swaprenter) gjen-speiler forventet gjennomsnittlig pengemarkedsrente og har betydning for rentene som husholdninger og foretak står overfor, dersom de ønsker å binde renten på sine lån. I tråd med lavere forventninger til pengemarkedsrentene lenger frem har swaprentene også falt noe, se figur 3.36.

Figur 3.34 Påslag i norsk tremåneders pengemarkedsrente.¹⁾ Fem dagers glidende gjennomsnitt. Prosentenheter. 1. januar 2013 – 31. desember 2022²⁾



1) Norges Banks anslag på differansen mellom tremåneders pengemarkedsrente og forventet styringsrente.
2) Anslag for 2. kv. 2019 – 4. kv. 2022.
Kilder: Thomson Reuters og Norges Bank

Figur 3.35 Tremåneders pengemarkedsrente¹⁾ og beregnede terminrenter²⁾. Prosent. 1. kv. 2013 – 4. kv. 2022³⁾



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 26. november – 7. desember i 2018 for PPR 4/18 og i perioden 4. mars – 15. mars i 2019 for PPR 1/19.
3) For pengemarkedsrente anslag for 1. kv. 2019 – 3. kv. 2022. For terminrenter anslag for 2. kv. 2019 – 4. kv. 2022.
Kilder: Thomson Reuters og Norges Bank

Gradvis oppgang i utlånsrentene

Etter at styringsrenten ble hevet i september har bankenes renter på lån til foretak utviklet seg om lag som ventet. Rentene på lån til foretak, både fra banker og i obligasjonsmarkedet, har steget noe det siste halvåret. Bankene i Norges Banks utlånsundersøkelse i fjerde kvartal ventet at rentene på utlån til foretak ville øke videre i første kvartal. Risikopåslagene i markedet for foretaksobligasjoner med høy risiko har steget litt siden desemberrapporten.

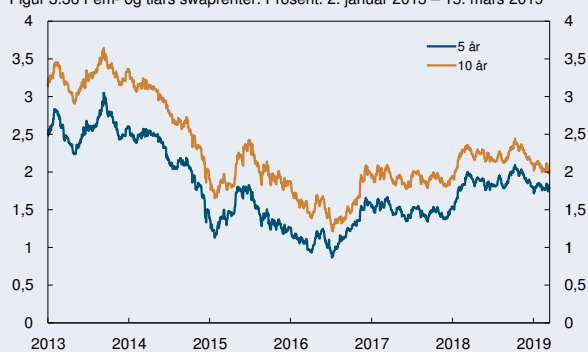
Renten på boliglån til husholdninger steg i fjerde kvartal. Renten på nye lån falt svakt fra november til desember og var litt lavere enn vi så for oss i forrige rapport. Marginen mellom boliglånsrenten og Nibor ser ut til å bli litt lavere på kort sikt enn lagt til grunn i desember, se figur 3.37. Vi antar fortsatt at det tar litt tid fra styringsrenten heves til det får virkning på boliglånsrenten. Prognosene tilsier at boliglånsrenten øker fra 2,6 prosent i dag til rundt 3,5 prosent i løpet av prognoseperioden.

Svakere kronkurs

Kronen, målt ved den importveide kursindeksen I-44¹, har vært svakere enn anslått i forrige rapport, se figur 3.38. Lavere oljepris og økt usikkerhet i finansielle markeder kan ha bidratt til at kronen svekket seg mot slutten av fjoråret. Så langt i år har kronen styrket seg og reversert svekkelsen fra desember. Det kan ha sammenheng med at rentedifferansen mot våre handelspartnere har økt og oljeprisen har steget.

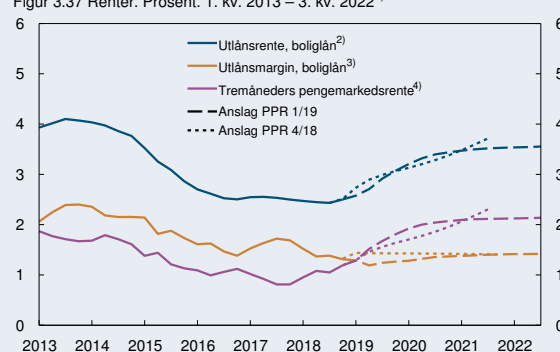
1 I-44 inngår valutaene til 44 av Norges handelspartnere. Indeksen beregnes som et vektet geometrisk gjennomsnitt, der vekten til den enkelte valutaen gjenspeiler andel av importen til Norge.

Figur 3.36 Fem- og tiårs swaprenter. Prosent. 2. januar 2013 – 15. mars 2019



Kilde: Bloomberg

Figur 3.37 Renter. Prosent. 1. kv. 2013 – 3. kv. 2022¹⁾



1) Anslag for 1. kv. 2019 – 3. kv. 2022.

2) Gjennomsnittlig rente på utestående nedbetalingslån med pant i bolig til husholdninger, for utvalget av banker og kreditforetak som inngår i Statistisk sentralbyrås månedlige rentestatistikk.

3) Differansen mellom boliglånsrenten og tremåneders pengemarkedsrente.

4) Anslaget er beregnet som et gjennomsnitt av styringsrenten i innværende og neste kvartal plus anslag på pengemarkedsplasset.

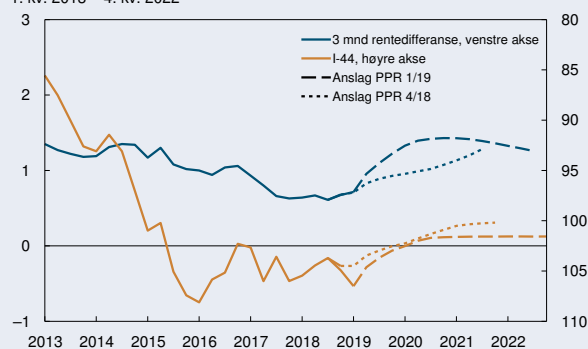
Kilder: Statistisk sentralbyrå, Thomson Reuters og Norges Bank

Utsikter til en økende rentedifferanse de neste par årene, tilsier en sterkere krone. At kronen er svakere enn det en historisk sammenheng med rentedifferanse og oljepris indikerer, trekker i samme retning. Samtidig har avviket mellom kronekursen og modellverdien vært både større og mer varig enn vi hadde sett for oss, se figur 3.39. Denne erfaringen gjør at vi legger til grunn litt mindre styrking av kronen enn i forrige rapport, se også omtale i ramme på side 42. Anslagene innebærer at kronen vil holde seg svakere enn i desember-rapporten gjennom hele prognoseperioden.

En svakere krone enn tidligere lagt til grunn gir en sterkere kostnadmessig konkurranseevne for norske eksportbedrifter og trekker i retning av økt nettoeksport. Svakere krone bidrar også til høyere inflasjon gjennom at importen av varer og tjenester blir dyrere.

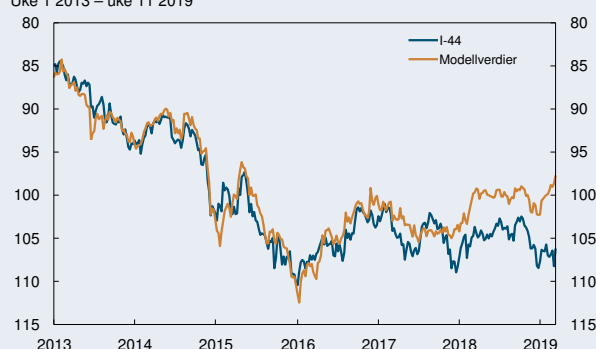
Det er usikkerhet om utviklingen i kronekursen. Et økende rentenivå relativt til våre handelspartnere kan føre til større styrking av kursen enn vi ser for oss. Avtar usikkerheten internasjonalt, kan også kronen styrke seg raskere enn vi anslår. På den annen side kan vi ikke utelukke at kurssvekkelsen er mer varig, og at kronen vil holde seg svakere enn vi legger til grunn.

Figur 3.38 Differansen mellom tremåneders pengemarkedsrente i Norge¹⁾ og hos handelspartnere²⁾. Prosentenheter. Importveid valutakursindeks (I-44)³⁾. 1. kv. 2013 – 4. kv. 2022⁴⁾



1) Anslag for pengemarkedsrenten er beregnet som et gjennomsnitt av styringsrenten i inneværende og neste kvartal pluss anslag på pengemarkedsplasset.
2) Terminrenter for handelspartnere beregnet per 7. desember for PPR 4/18 og per 15. mars 2019 for PPR 1/19. Beregningen er beskrevet i Norges Bank (2015) «Beregning av aggregatet for handelspartnernes renter». Norges Bank Memo 2/2015.
3) Stigende kurve indikerer sterkere kronekurs.
4) Anslag for pengemarkedsrente 1. kv. 2019 – 3. kv. 2022. Anslag for I-44 1. kv. 2019 – 4. kv. 2022.
Kilder: Thomson Reuters og Norges Bank

Figur 3.39 Empirisk modell for importveid kronekursindeks (I-44).^{1) 2)} Uke 1 2013 – uke 11 2019



1) Oljepris og differanse i ettårs og tiårs swaprenter mot handelspartnere inngår som forklaringsvariabler. Modellen er estimert på data fra uke 1 2009 til uke 52 2016. I figuren vises modellforklarte verdier frem til uke 52 2016, og modellpredikerte verdier fra uke 1 2017 til uke 11 2019.
2) Stigende verdi i figuren indikerer sterkere kurs.
Kilder: Bloomberg, Thomson Reuters og Norges Bank

FORUTSETNINGER OM FINANSPOLITIKKEN

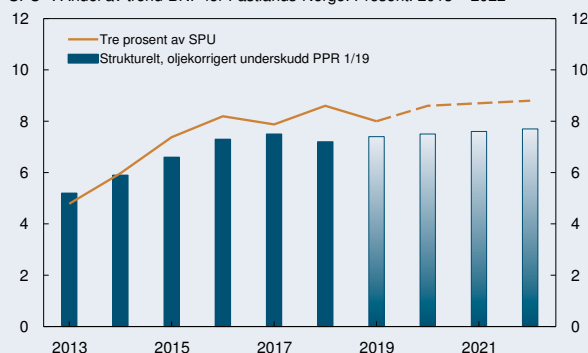
Våre forutsetninger om finanspolitikken bygger på det vedtatte statsbudsjettet for 2019 og annen tilgjengelig informasjon. Bruken av oljepenger, målt ved det strukturelle, oljekorrigerede underskuddet, anslås å utgjøre 7,4 prosent av trend-BNP for Fastlands-Norge i år, se figur 3.40. Det er en økning på 0,2 prosentenheter fra i fjor, men 0,1 prosentenheter under nivået i 2017. Anslagene er uendret fra forrige rapport. I årene fra 2012 til 2017 økte underskuddet til sammenligning i gjennomsnitt med 0,5 prosentenheter årlig.

Som i forrige rapport legger vi som en beregningsteknisk forutsetning til grunn en budsjettimpuls på 0,1 prosentenheter årlig fra og med 2020, det vil si at det strukturelle underskuddet øker med 0,1 prosentenheter som andel av trend-BNP hvert år.

Det er utsikter til at bruken av oljepenger i år vil tilsvare 2,8 prosent av verdien av Statens pensjonsfond utland ved inngangen til året. Siden nyttår har verdien av fondet steget en del, og det bidrar til at det strukturelle underskuddet kan utgjøre en noe mindre del av fondsverdien gjennom resten av prognoseperioden.

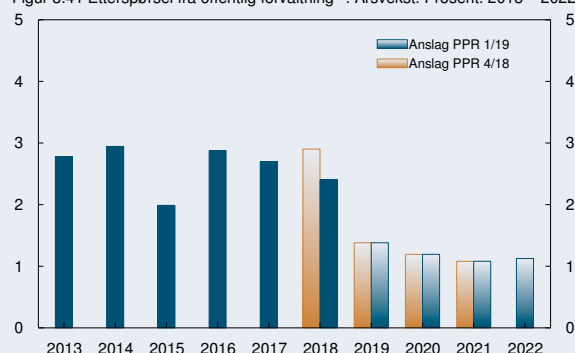
Siden 2013 har etterspørselen fra offentlig forvaltning vokst med mellom 2 og 3 prosent i året, se figur 3.41. I tråd med anslagene i Nasjonalbudsjettet 2019 legger vi til grunn lavere vekst i den offentlige etterspørselen i år, og at veksten avtar ytterligere fremover. Anslagene for den offentlige etterspørselen er ikke endret fra forrige rapport.

Figur 3.40 Det strukturelle, oljekorrigerede underskuddet og tre prosent av SPU¹⁾. Andel av trend-BNP for Fastlands-Norge. Prosent. 2013 – 2022²⁾



1) Statens pensjonsfond utland.
2) Anslag 2019 – 2022 (stiplet og gradert).
Kilder: Finansdepartementet og Norges Bank

Figur 3.41 Etterspørsel fra offentlig forvaltning¹⁾. Årsvekst. Prosent. 2013 – 2022²⁾



1) Virkedagskorrigeret.
2) Anslag for 2019 – 2022.
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

ANSLAG PÅ PETROLEUMSINVESTERINGER

Investeringene i oljenæringen økte med 3 prosent i fjor etter å ha falt over flere år, se figur 3.42. Det er ventet at investeringene vil øke betydelig i år. Oppgangen avspeiler at oljeselskapene har kuttet kostnadene mye 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 2016. De vil trolig sette i gang ytterligere 20–30 utbygginger i prognoseperioden dersom olje- og gassprisene utvikler seg om lag som lagt til grunn i denne rapporten, se ramme på side 17.

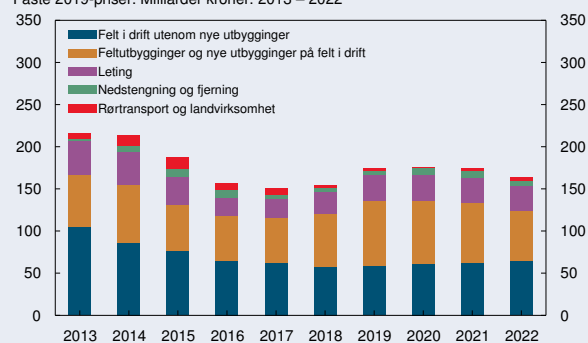
Investeringene i de pågående utbyggingene økte med 10 milliarder kroner i fjor. Vi anslår at de vil øke med ytterligere 12 milliarder kroner i år, for deretter å falle frem mot 2022 i takt med at utbyggingsprosjektene blir ferdige. Denne nedgangen vil et stykke på vei bli motvirket av nye utbygginger som vil bli satt i gang fremover, se figur 3.43. De fleste av de kommende utbyggingene er imidlertid små sammenlignet med utbyggingene som pågår,¹ noe som har sammenheng med at det er gjort få store funn de siste årene. Anslagene innebærer derfor at utbyggingsinvesteringene vil falle fra 2019 til 2022, særlig mot slutten av perioden. Vi venter at brønn- og driftsinvesteringene på felt i drift vil øke gradvis fremover som følge av den bedrede lønnsomheten i oljeselskapene de siste årene.

Utgiftene til leting økte med 4 milliarder kroner i fjor etter å ha blitt nesten halvert fra 2013 til 2017. Vi anslår at leteinvesteringene vil øke med nye 4 milliarder kroner i år og deretter være stabile frem til 2022. Oppgangen fra 2017 til 2019 er i stor grad drevet av nedgangen i borekostnadene siden 2013 og utsiktene for olje- og gassprisene.

Samlet anslår vi at petroleumsinvesteringene vil øke med 12,5 prosent i år og med 1 prosent til neste år. Deretter venter vi at investeringene vil falle med 1 prosent i 2021 og med 6 prosent i 2022. Anslåtte investeringer i år og neste år er noe høyere enn i forrige rapport, mens anslaget for investeringsnivået i 2021 er litt lavere. Vi har økt anslagene for 2019 og 2020 i lys av den siste investeringstillingen og ny informasjon om utbyggingskostnadene for Duva, Grand og Luno 2.² Annen ny informasjon kan tyde på at investeringene i utbygginger vil bli litt lavere etter 2020 enn tidligere ventet.

- 1 Utbygging av funnene Wisting og Alta-Gohta kan gi investeringer på til sammen 80–100 milliarder kroner over 5–6 år. Vi venter at disse utbyggingene vil bli satt i gang mot slutten av prognoseperioden.
- 2 Utbyggingsplanen for Duva (tidligere Cara) ble levert rett etter publisering av investeringstillingen for første kvartal. Luno 2-utbyggingen vil komme i gang i løpet av kort tid.

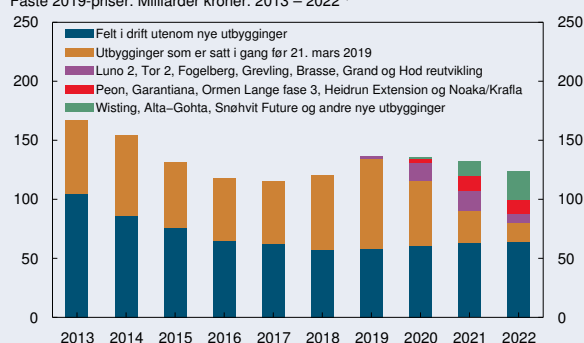
Figur 3.42 Petroleumsinvesteringer.
Faste 2019-priser. Milliarder kroner. 2013 – 2022¹⁾



1) Anslag for 2019 – 2022. Tallene for 2013 – 2018 er hentet fra investeringstillingen til Statistisk sentralbyrå og er deflateret med prisindeksen for petroleumsinvesteringer i nasjonalregnskapet. Indeksen anslås å øke med 2 prosent per år i 2019 og 2020.

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 3.43 Investeringer innen feltutbygging og felt i drift.
Faste 2019-priser. Milliarder kroner. 2013 – 2022¹⁾



1) Anslag for 2019 – 2022. Tallene for 2013 – 2018 er hentet fra investeringstillingen til Statistisk sentralbyrå og er deflateret med prisindeksen for petroleumsinvesteringer i nasjonalregnskapet. Anslagene er basert på stortingsmeldinger, konsekvensutredninger, prognoser fra Oljedirektoratet, investeringstillingen fra Statistisk sentralbyrå og lepende informasjon om utbyggingsprosjekter.

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

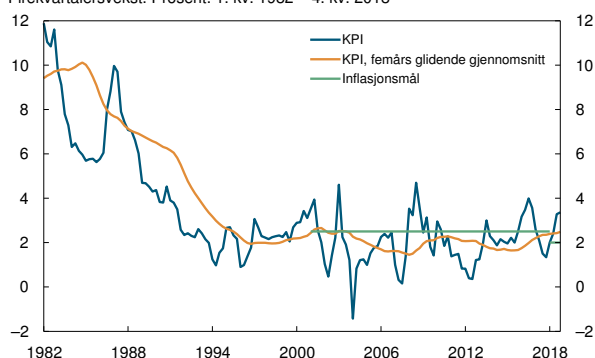
4 Pengepolitisk analyse

Styringsrenten er hevet fra 0,75 til 1 prosent. Prognosen indikerer at renten heves igjen i løpet av det neste halve året, og at den deretter økes videre til 1,75 prosent innen utgangen av 2022.

Prognosen for styringsrenten er litt høyere enn i forrige rapport de nærmeste par årene og litt lavere lenger frem. Sterkere innenlandsk etterspørsel og svakere krone har bidratt til oppjusteringen av rentebanen i starten av prognoseperioden. Hos handelspartnerne er det utsikter til lavere vekst og en mer gradvis renteoppgang. Det har bidratt til nedjusteringen av rentebanen lenger frem.

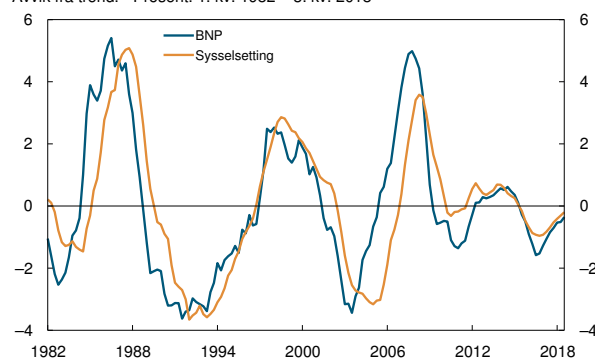
Prognosene er usikre og usikkerheten øker utover i prognoseperioden. Dersom utsiktene eller vår vurdering av sammenhengene i økonomien endres, vil også renteprognoen endres.

Figur 4.1 Konsumprisindeksen (KPI). Firekvartalersvekst. Prosent. 1. kv. 1982 – 4. kv. 2018



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 4.2 BNP for Fastlands-Norge og sysselsetting. Avvik fra trend.¹⁾ Prosent. 1. kv. 1982 – 3. kv. 2018



1) Trenden for begge seriene er beregnet med et HP-filter med $\lambda = 40\,000$. Beregningene er basert på data fra 1. kv. 1978 – 4. kv. 2018. Avviket fra trend er trekvartalers glidende, sentrert gjennomsnitt.

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

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 på 2,5 prosent. I mars i fjor 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 begrensede 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 avveininger i pengepolitikken er nærmere beskrevet i en ramme på side 41.

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 realrenten 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 real-

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

renten er ikke observerbar, og usikkerheten i anslaget er stor.

Pengemarkedsrenten har steget noe de siste par årene, men realrenten er fortsatt negativ, se figur 4.3. Realrenten er lavere enn vårt anslag på den nøytrale realrenten.

4.2 NY INFORMASJON OG NYE VURDERINGER

Videre renteoppgang

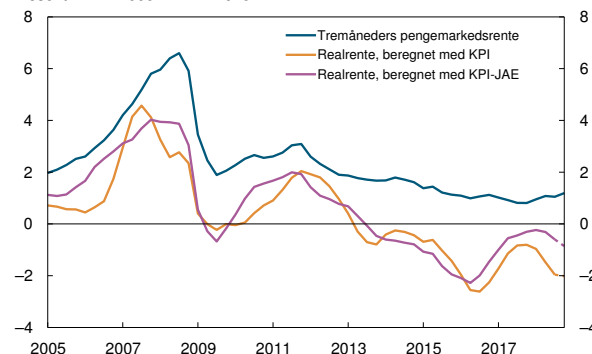
Pengepolitikken er ekspansiv. Samtidig er det god vekst i norsk økonomi. Det er blitt gradvis mindre ledige ressurser, og kapasitetsutnyttningen synes nå å være litt over et normalt nivå. Lønnsveksten har økt, og nedgangen i arbeidsledigheten tilsier at den vil øke videre. Den underliggende prisveksten er litt høyere enn inflasjonsmålet.

Risikobildet preges særlig av utviklingen internasjonalt. Det siste året har økt proteksjonisme og politisk usikkerhet dempet veksten ute. I euroområdet avtok veksten markert mot slutten av fjoråret. Storbritannias forhold til EU er fortsatt uavklart. Dersom handelskonfliktene trappes opp, kan veksten hos handelspartnerne bli lavere enn anslått. Samtidig kan vedvarende usikkerhet internasjonalt føre til at kronkursen holder seg svakere enn lagt til grunn. Vi kan heller ikke utelukke at oppgangen i norsk økonomi blir mer markert enn vi ser for oss. Da kan lønns- og prisveksten bli høyere enn anslått. Det er også usikkerhet om virkningene av pengepolitikken. Kronen har over noe tid vært svakere enn den historiske sammenhengen med oljepris og rentedifferanse mot utlandet skulle tilsi. Vi har lagt til grunn at en økt rentedifferanse fremover vil føre til at kronen styrker seg, men vi er usikre på hvor sterk denne effekten er. 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 gjeldsbelastning har imidlertid økt usikkerheten om virkningen av høyere renter.

Utsiktene for norsk økonomi tilsier at renten bør heves fremover. En for lav rente over tid kan føre til at presset i økonomien øker slik at priser og lønninger skyter fart. Vedvarende høy gjeldsvekst har økt husholdningenes sårbarhet. Husholdningenes gjeldsvekst har avtatt noe de siste årene, men den er fortsatt høyere enn

Figur 4.3 Tremåneders pengemarkedsrente og realrenter¹⁾.

Prosent. 1. kv. 2005 – 4. kv. 2018²⁾



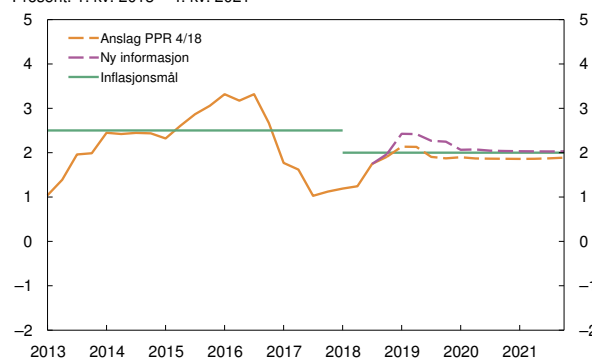
1) Tremåneders pengemarkedsrente fratrukket et trekvartalers sentrert glidende gjennomsnitt av inflasjon, målt ved firekvartalersvekst i KPI og KPI justert for avgiftsendringer og uten energivarer (KPI-JAE).

2) Anslag for 4. kv. 2018 (stiplet).

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 4.4a KPI-JAE¹⁾ Anslag betinget på ny informasjon om den økonomiske utviklingen og prognosen for styringsrenten fra PPR 4/18. Firekvartalersvekst.

Prosent. 1. kv. 2013 – 4. kv. 2021²⁾



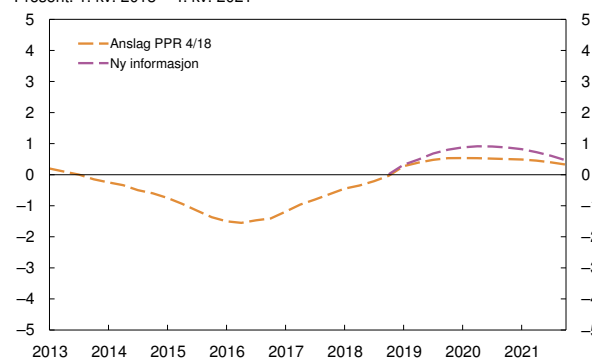
1) KPI justert for avgiftsendringer og uten energivarer.

2) Anslag for 1. kv. 2019 – 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 4/18.

Prosent. 1. kv. 2013 – 4. kv. 2021



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

Kilde: Norges Bank

veksten i disponible inntekter. Boligprisene har steget den siste tiden etter å ha endret seg lite gjennom høsten i fjor. 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.

Settes renten derimot for raskt opp, kan det bremse den økonomiske oppgangen slik at arbeidsledigheten øker og prisveksten blir for lav. Usikkerheten om utviklingen internasjonalt og om virkningene av pengepolitikken taler for å gå varsomt frem i rentesettingen.

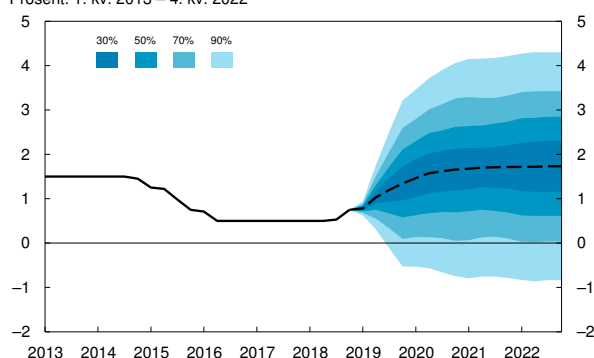
Samlet sett tilsier utsiktene og risikobildet at renten økes gradvis fremover.

Kapasitetsutnyttningen øker raskere

For å analysere hvordan ny informasjon og nye vurderinger påvirker utsiktene for inflasjonen og kapasitetsutnyttningen, gjør vi en modellteknisk øvelse der rentebanen fra forrige rapport ligger fast. Vi bruker Norges Banks makromodell NEMO² og tar utgangspunkt i våre oppdaterte anslag for inneværende og neste kvartal. Enkelte variabler anslår vi utenfor modellen for hele prognoseperioden. Det gjelder importvekst, inflasjon og renter hos handelspartnere, samt oljepris, pengemarkedspåslag, offentlig etterspørsel og oljeinvesteringer her hjemme. Vi viser beregninger for årene til og med 2021, ettersom dette var prognoseperioden i forrige rapport.

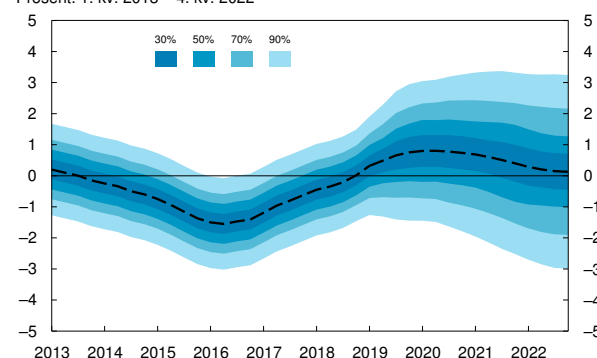
2 NEMO er beskrevet i Kravik, E.M. og Y. Mimir (2019) «Navigating with NEMO». Staff memo 5/2019. Norges Bank.

Figur 4.5a Styringsrenten med usikkerhetsvifte¹⁾. Prosent. 1. kv. 2013 – 4. kv. 2022²⁾



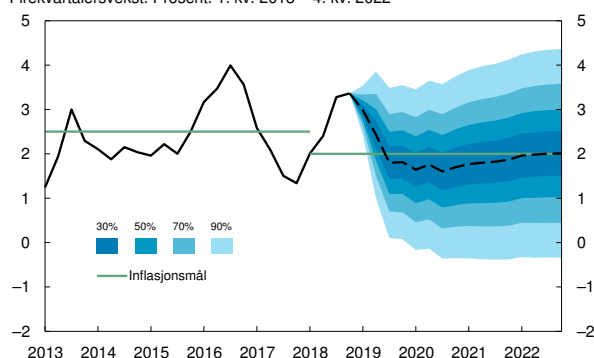
1) Usikkerhetsviften er basert på historiske erfaringer og stokastiske simuleringer fra vår makroøkonomiske hovedmodell, NEMO. Den tar ikke hensyn til at det eksisterer en nedre grense for renten.
2) Anslag for 1. kv. 2019 – 4. kv. 2022 (stiplet).
Kilde: Norges Bank

Figur 4.5b Anslag på produksjonsgapet¹⁾ med usikkerhetsvifte²⁾. Prosent. 1. kv. 2013 – 4. kv. 2022



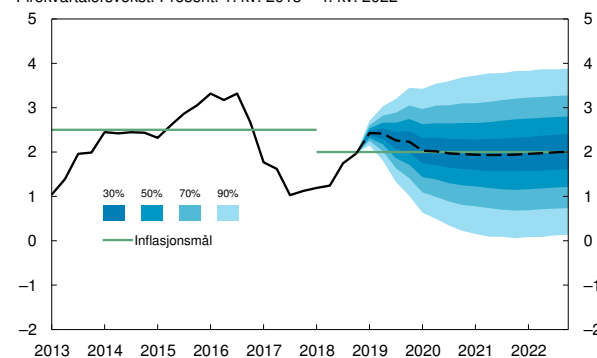
1) Produksjonsgapet måler den prosentvise forskjellen mellom BNP for Fastlands-Norge og anslått potensielt BNP for Fastlands-Norge.
2) Usikkerhetsviften er basert på historiske erfaringer og stokastiske simuleringer fra vår makroøkonomiske hovedmodell, NEMO.
Kilde: Norges Bank

Figur 4.5c KPI med usikkerhetsvifte¹⁾. Firekvartalersvekst. Prosent. 1. kv. 2013 – 4. kv. 2022²⁾



1) Usikkerhetsviften er basert på historiske erfaringer og stokastiske simuleringer fra vår makroøkonomiske hovedmodell, NEMO.
2) Anslag for 1. kv. 2019 – 4. kv. 2022 (stiplet).
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 4.5d KPI-JAE¹⁾ med usikkerhetsvifte²⁾. Firekvartalersvekst. Prosent. 1. kv. 2013 – 4. kv. 2022³⁾



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 1. kv. 2019 – 4. kv. 2022 (stiplet).
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Den modelltekniske analysen tilsier at med en uendret rentebane fra sist, vil inflasjonen målt ved KPI-JAE bli litt høyere enn vi anslo i deseberrapporten gjennom hele prognoseperioden, se figur 4.4a. Det kan blant annet forklares av at kronen har vært svakere enn ventet og at vi legger til grunn at de forholdene som har bidratt til å holde kursen svak, er av mer varig karakter enn vi tidligere har sett for oss. Lavere lønnsomhet enn ventet i deler av næringslivet trekker isolert sett lønnsveksten ned i den modelltekniske analysen. Lavere lønnsvekst bidrar til lavere prisvekst.

Kapasitetsutnyttningen øker litt raskere og kommer opp på et høyere nivå enn vi anslo i deseberrapporten, se figur 4.4b. Det skyldes i hovedsak at BNP-veksten den nærmeste tiden ventes å holde seg høyere enn tidligere anslått, blant annet fordi anslaget på petroleumsinvesteringene er oppjustert. I tillegg bidrar lavere realrente til økt etterspørsel og høyere kapasitetsutnyttning.

Litt høyere inflasjon og høyere kapasitetsutnyttning trekker i retning av at renten økes litt raskere fremover enn det rentebanen i forrige rapport indikerte.

Renten er satt opp

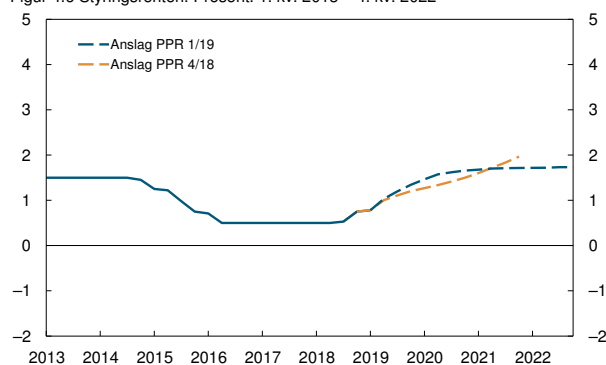
Styringsrenten er hevet fra 0,75 til 1 prosent med virkning fra 22. mars 2019. Prognosen indikerer at renten heves igjen i løpet av det neste halve året, og at den deretter økes videre til 1,75 prosent innen utgangen av 2022, se figur 4.5a.

Oppgangen i norsk økonomi ser ut til å være sterkere enn tidligere antatt. Hos handelspartnerne er det på den annen side utsikter til svakere vekst og lavere renter. Prognosen for styringsrenten indikerer en litt raskere renteoppgang i år og en noe lavere rente lenger frem enn i forrige rapport, se figur 4.6.

I analysen legger vi til grunn at pengemarkedsrenten stiger i takt med styringsrenten (figur 1.8). Anslagene innebærer at realrenten stiger de nærmeste par årene og deretter endres lite, se figur 4.7. Sammenlignet med forrige rapport er anslagene for realrenten litt lavere gjennom store deler av prognoseperioden.

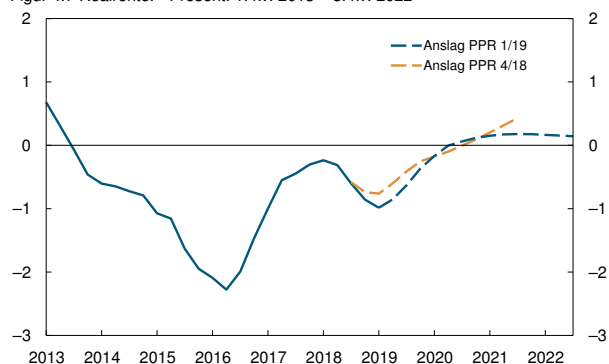
Med en utvikling i styringsrenten i tråd med renteprognosen i denne rapporten anslår vi at produksjonsgapet er positivt gjennom hele prognoseperioden.

Figur 4.6 Styringsrenten. Prosent. 1. kv. 2013 – 4. kv. 2022¹⁾



1) Anslag for 1. kv. 2019 – 4. kv. 2022.
Kilde: Norges Bank

Figur 4.7 Realrente.¹⁾ Prosent. 1. kv. 2013 – 3. kv. 2022²⁾



1) Tremåneders pengemarkedsrente fratrukket et trekvartalers sentrert glidende gjennomsnitt av inflasjon, målt ved firekvartalersvekst i KPI justert for avgiftsendringer og uten energivarer (KPI-JAE).
2) Anslag for 4. kv. 2018 – 3. kv. 2022.
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Anslagene innebærer at kapasitetsutnyttningen når en topp i første halvår 2020 før den avtar, se figur 4.5b. Sammenlignet med forrige rapport er anslagene for kapasitetsutnyttningen noe oppjustert.

Inflasjonen anslås å være nær 2 prosent ved utgangen av 2022, se figur 4.5c-d. Sammenlignet med forrige rapport er anslagene for både KPI og KPI-JAE litt høyere.

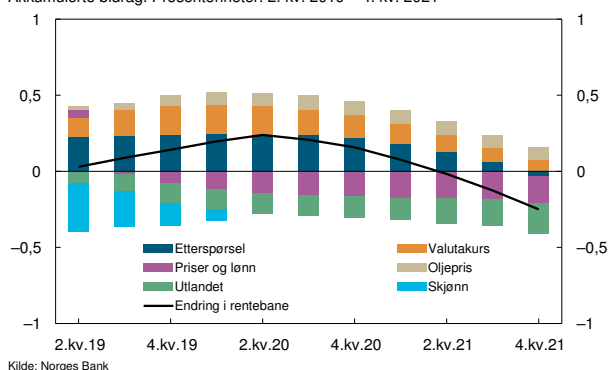
Prognosene i denne rapporten er basert på vår vurdering av den økonomiske situasjonen og av hvordan økonomien og pengepolitikken virker. Det er stor usikkerhet i anslagene, og usikkerheten øker utover i prognoseperioden. Når de økonomiske utsiktene endres, eller dersom vår vurdering av sammenhengen mellom rentenivået, inflasjonen og realøkonomien endrer seg, vil også rentebanen endres.

Renteregnskap

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. 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.

Internasjonale vekstutsikter synes noe svakere enn lagt til grunn i desemberrapporten. Samtidig er terminrentene ute lavere enn lagt til grunn. Begge deler trekker i retning av en lavere rentebane, se grønne søyler.

Figur 4.8 Faktorer bak endringer i anslag for styringsrenten fra PPR 4/18. Akkumulerte bidrag. Prosentenheter. 2. kv. 2019 – 4. kv. 2021



Oljeprisen er litt høyere enn anslått i desember. Det bidrar til høyere oljeinvesteringer og høyere vekst i den oljerelaterte eksporten. Samlet sett trekker økningen i oljeprisen rentebanen opp, se beige søyler.

Til tross for høyere oljepris og økt rentedifferanse mot utlandet har kronekursen vært svakere enn anslått i forrige rapport, og vi legger til grunn at de forholdene som har bidratt til å holde kursen svak, er av mer varig karakter enn vi tidligere har sett for oss, se ramme på side 42. En svakere krone trekker isolert sett rentebanen opp, se oransje søyler.

Veksten i den innenlandske etterspørselen har vært høyere enn anslått. Det er utsikter til at den holder seg høyere enn anslått også i første halvdel av 2019, og høyere enn utviklingen i oljeprisen og kronekursen kan forklare. Det skyldes i hovedsak utsikter til høyere private investeringer i år, men også utsikter til litt lavere utlånsmarginer og høyere boligprisvekst enn tidligere lagt til grunn. Høyere etterspørsel tilsier en høyere rentebane, se mørkeblå søyler.

Prisveksten har vært høyere enn ventet. Det tilsier isolert sett en litt høyere rentebane. På den annen side har lønnsomheten i deler av næringslivet vært lavere enn ventet. Det bidrar til å dempe oppgangen i lønnsveksten og til at lønnsveksten øker mindre enn den økte prisveksten og bedringen i arbeidsmarkedet skulle tilsi. Lavere lønnsvekst bidrar til å dempe prisveksten og trekker i retning av en lavere rentebane. Samlet trekker ny informasjon om priser og lønninger i retning av en litt høyere rentebane den nærmeste tiden, og en lavere rentebane lenger ut, se lilla søyler.

Siden forrige rapport tilsier ny informasjon samlet sett at rentebanen justeres opp på kort sikt og litt ned på lengre sikt. Usikkerheten om utviklingen internasjonalt og om virkningene av pengepolitikken taler for å gå varsomt frem i rentesettingen. Denne skjønnsutøvelsen innebærer at rentebanen justeres litt mindre opp de nærmeste kvartalene enn ny informasjon isolert sett skulle tilsi. Det kommer til uttrykk i de lyseblå søylene.

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 tilsi at renten holdes noe høyere enn den ellers ville vært. Det kan i noen grad bidra til å redusere risikoen for kraftige tilbakeslag i økonomien frem i tid. Regulering og tilsyn av finansinstitusjoner er likevel de viktigste tiltakene mot forstyrrelser i det finansielle systemet.

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.

DET LANGSIKTIGE NIVÅET PÅ REALVALUTAKURSEN

Det langsiktige nivået på realvalutakursen, definert som forholdet mellom konsumprisene ute og hjemme målt i felles valuta, er et viktig premiss i utøvelsen av pengepolitikken. Nivået på realvalutakursen som over tid er forenlig med balanse i utenrikshandelen og økonomien for øvrig, omtales gjerne som likevektskursen. Likevektskursen henger sammen med landets kostnadmessige konkurransevne og speiler strukturelle forskjeller mellom land knyttet til blant annet produktivitetsutvikling, bytteforhold, preferanser og næringsstruktur. Dette er strukturelle forhold som i liten grad avhenger av pengepolitikken. Likevektskursen er en sentral størrelse i vårt analyseapparat. Den er ikke observerbar og må derfor anslås.

I Norge vil likevektskursen kunne påvirkes av blant annet utviklingen i oljeprisen. En varig lavere oljepris innebærer at Norge får mindre oljeinntekter og lavere formue, noe som isolert sett kan kreve en bedring av konkurransevnen. Det er vanlig å legge til grunn at en varig forverring av bytteforholdet fører til en svakere likevektskurs og en tilpasning i reallønningene.¹ Tilpasningen til ny likevektskurs vil måtte skje gjennom en svakere nominell kurs eller ved at pris- og kostnadsveksten en periode er lavere enn hos våre handelspartnere. Det bedrer konkurransevnen, noe som demper de negative virkningene av et oljeprisfall.

Langsiktige terminpriser i oljemarkedet antyder at en stor del av oljeprisfallet siden 2014 har vært av mer varig karakter. Siden oljeprisfallet har den nominelle kronekursen svekket seg markert, og lønnsveksten har vært lav. En mulig tolkning er at likevektskursen er svakere. Å tallfeste hvor mye likevektskursen svekket seg i forbindelse med oljeprisfallet, er krevende og er forbundet med stor usikkerhet, spesielt i realtid. Det er derfor naturlig å justere anslaget i lys av ny informasjon om den økonomiske utviklingen. I modellanalysen legger vi nå til grunn at svekkelsen av likevektskursen etter oljeprisfallet var litt større enn tidligere anslått, se figur 4.9.

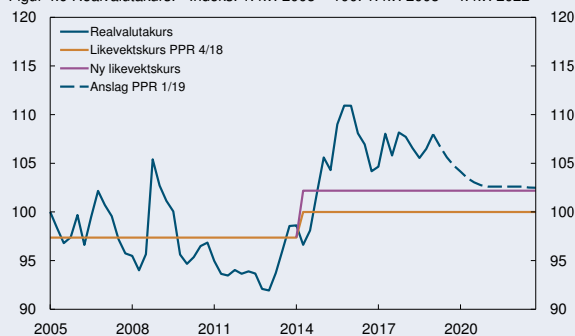
For å illustrere de pengepolitiske implikasjonene av å anta en svakere likevektskurs, har vi benyttet simuleringer fra vår makroøkonomiske modell NEMO. Figur 4.10 viser de isolerte virkningene av å legge til grunn to prosent svakere likevektskurs noen år tilbake i tid. Denne nye vurdering av likevektskursen bakover

¹ Dette følger blant annet fra den såkalte Balassa-Samuelson-modellen. Økonomisk teori gir imidlertid ikke et entydig svar på hvordan bytteforholdet påvirker realvalutakurs på lang sikt. I en modell der både arbeid og kapital er innsatsfaktorer, vil for eksempel sammenhengen mellom likevektskurs og bytteforhold kunne avhenge av skalaegenskapene til produktfunksjonen.

i tid vil i noen grad også endre vår forståelse av de underliggende faktorene som driver den økonomiske utviklingen nå. En svakere likevektkurs vil innebære at en mindre del av kronesvekkelsen tilskrives midlertidige forhold. Tilsvarende vil den lave reallønnsveksten vi har sett de senere årene, i større grad være en naturlig del av tilpasningen til lavere oljepris og i mindre grad bli forklart av eksogene forstyrrelser. En tilpasning til svakere likevektkurs i modellen gir svakere nominell valutakurs, som isolert sett gir høyere prisvekst og dermed høyere rente. Samtidig går svekkelsen av likevektskursen sammen med en lavere lønnsvekst, som trekker i motsatt retning.

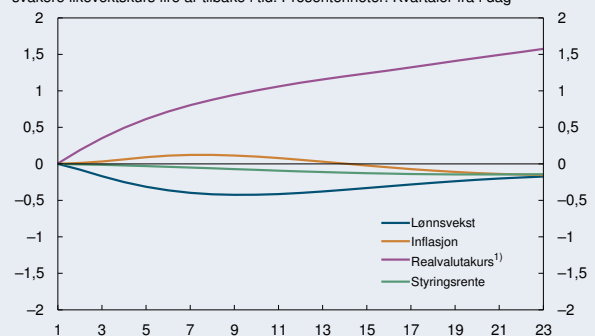
Mens tilpasningen i den nominelle valutakursen skjer relativt raskt, tar det lengre tid før lønnsnivået når den nye likevekten. Det kan føre til at lønnsveksten holder seg lav i en lang periode. Samlet sett bidrar en svakere likevektkurs til å løfte inflasjonen på kort sikt, mens lavere lønnsvekst trekker inflasjonen ned på litt lengre sikt. Skiftet påvirker i liten grad renteutsiktene i modellen.

Figur 4.9 Realvalutakurs.¹⁾ Indeks. 1. kv. 2005 = 100. 1. kv. 2005 – 4. kv. 2022



1) Importveid kronkursindeks (I-44) justert for relative konsumpriser mellom Norge og handelspartnene. KPI-JAE for Norge. For handelspartnene brukes underliggende KPI med importvekter for euroområdet, Storbritannia, Sverige og USA (se figur 2.6).
Kilde: Norges Bank

Figur 4.10 Endringer i utvalgte størrelser i NEMO som følge av to prosent svakere likevektkurs fire år tilbake i tid. Prosentenheter. Kvartaler fra i dag



1) Prosent.
Kilde: Norges Bank

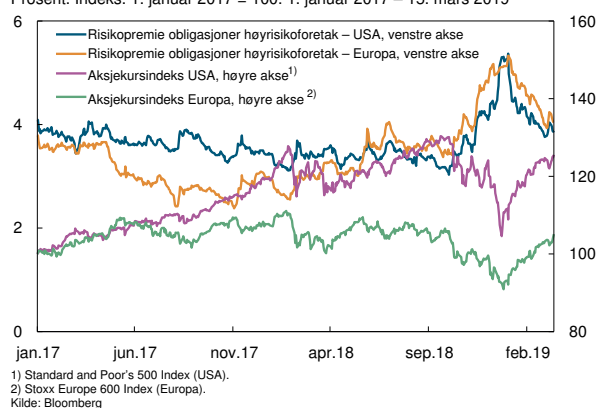
5 Vurdering av finansiell stabilitet

– beslutningsgrunnlag for motsyklisk kapitalbuffer

Finansielle ubalanser har bygget seg opp over lang tid. Husholdningenes gjeld er høy og vokser fremdeles raskere enn inntektene, selv om vekstakten har avtatt noe. Veksten i foretakenes kreditt holder seg oppe og er høyere enn veksten i økonomien. Eiendomsprisene er på historisk høye nivåer. Boligprisveksten er nå moderat, og etter flere år med kraftig prisvekst i markedet for næringseiendom har veksten i beregnede salgspriser på de mest attraktive kontorlokalene i Oslo avtatt. Bankene har god lønnsomhet, lave tap og god tilgang på markedsfinansiering.

Vår vurdering av finansielle ubalanser er ikke vesentlig endret siden forrige kvartal. Fremover ventes det at gradvis økte renter og en moderat boligprisvekst vil dempe videre gjeldsvekst i husholdningene. I markedet for næringseiendom er det tegn til at den sterke prisveksten vil kunne fortsette å avta.

Figur 5.1 Internasjonale aksje- og obligasjonsindekser.
Prosent. Indeks. 1. januar 2017 = 100. 1. januar 2017 – 15. mars 2019



5.1 FINANSIELL STABILITET INTERNASJONALT

Med høye gjeldsnivåer i mange land er brå økninger i renter og risikopremier fortsatt blant de viktigste risikofaktorene for finansiell stabilitet internasjonalt. Uro i internasjonale finansmarkeder kan føre til forstyrrelser i det norske finansielle systemet. Norske banker har i liten grad vært påvirket av uro internasjonalt siden forrige rapport.

Høy risikotaking i finansmarkedene

Siden forrige rapport har det vært store bevegelser i risikoprisingen i internasjonale finansmarkeder. Etter en kraftig økning i desember har risikopåslagene i obligasjonsmarkedene falt, se figur 5.1. I aksjemarkedet er store deler av kursnedgangen som startet høsten 2018, reversert.

I USA har sterk økonomisk vekst og skattelettelse bidratt til god inntjening i foretakene. Samtidig øker foretaksgjelden. Det har vært sterk vekst i lån til foretak som normalt har høy gjeld og svak kredittvurdering (leveraged loans). Investorene i disse lånene får ofte svake sikkerheter og lav beskyttelse i lånebetingelsene, men lånene som har blitt utstedt den siste tiden, har så langt hatt lave tap. Veksten i slike lån var også svært høy før finanskrisen i 2008. Som andel av økonomien er foretaksgjelden høyere nå enn hva den var da.

Vekstutsiktene internasjonalt har blitt svakere. Det er vedvarende usikkerhet om den økonomiske og politiske utviklingen, særlig knyttet til utviklingen i handelskonfliktene og Storbritannias uttreden fra EU, se kapittel 2. Når det likevel er tegn til høy risikotaking hos investorene, kan sårbarheten øke, særlig etter som gjeldsnivåene i utgangspunktet er høye.

Nye banktiltak i EU

Lønnsomheten i europeiske banker sett under ett er fortsatt nokså lav, og bankaksjene har lenge utviklet seg svakere enn resten av markedet, se figur 5.2. Med bakgrunn i de svake realøkonomiske utsiktene i EU har den europeiske sentralbanken (ESB) annonsert at de vil tilby nye lange lån til bankene (TLTRO-III). Formålet er blant annet å styrke bankenes finansieringssituasjon og dermed deres utlånskapasitet fremover. Lånene vil gis kvartalsvis fra september 2019 til mars 2021, alle med to års løpetid.

Europeiske banker fortsetter å redusere sine beholdninger av misligholdte lån (figur 5.2). Det frigjør kapital og bedrer bankenes evne til å yte nye lån. Andelen misligholdte lån var 3,2 prosent i tredje kvartal 2018, en halvering siden 2014. Det er store forskjeller mellom banker, både innad i og på tvers av land. Det har også vært en nedgang i misligholdte lån i USA og Japan, men fra lavere nivåer.

Utviklingen i globale finansielle forhold signaliserer lav risiko i temperaturkartet ved utgangen av fjerde kvartal, se figur 5.23. Store svingninger i finansmarkedene og kraftig økning i risikopremier mot slutten av fjoråret indikerte redusert risikovilje og signaliserte derfor redusert risikoppbygging, men siden nyåret har utviklingen snudd.

5.2 KREDITTMARKEDET

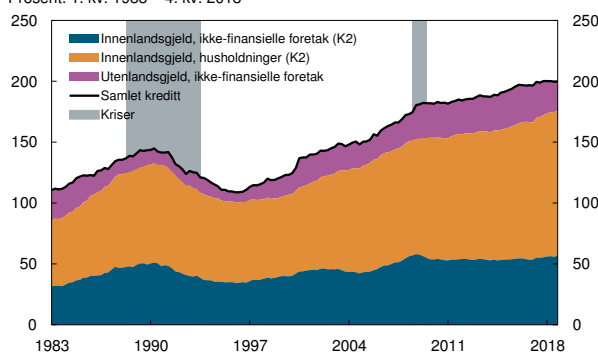
I Norge har kreditten lenge steget raskere enn verdiskapingen i fastlandsøkonomien, se kredittindikatoren i figur 5.3. Det har bidratt til oppbyggingen av finansielle ubalanser. Det siste året har veksten i indikatoren bremsset opp. Kredittgapet, som viser avviket mellom indikatoren og en beregnet trend, har avtatt tre kvartaler på rad, men var om lag uendret fra tredje til fjerde kvartal 2018, se figur 5.4.

Figur 5.2 Europeiske aksjeindekser, misligholdte lån og lønnsomhet i europeiske banker. Prosent. Indeks. 1. september 2014 = 100. 1. september 2014 – 15. mars 2019



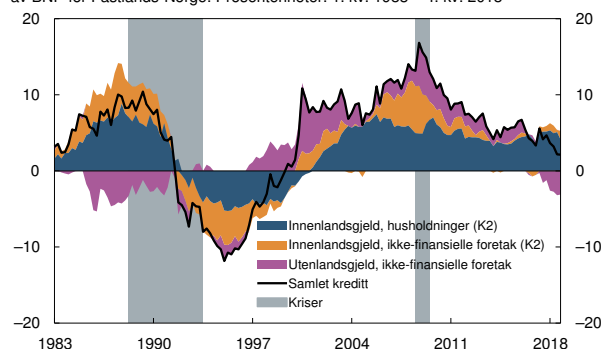
1) Stoxx Europe 600 Banks Index.
2) Stoxx Europe 600 Index.
3) Vektet gjennomsnitt av store europeiske banker, kvartalstall fra 3. kv. 2014 til 3. kv. 2018.
Kilder: Bloomberg, European Banking Authority (EBA) og Thomson Reuters Datastream

Figur 5.3 Kredit for Fastlands-Norge som andel av BNP for Fastlands-Norge. Prosent. 1. kv. 1983 – 4. kv. 2018



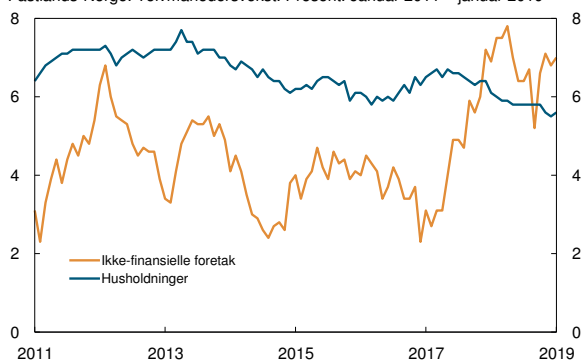
Kilder: IMF, Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 5.4 Dekomponert kredittgap.¹⁾ Kredit for Fastlands-Norge som andel av BNP for Fastlands-Norge. Prosentenheter. 1. kv. 1983 – 4. 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

Figur 5.5 Innenlandsk kreditt til husholdninger og ikke-finansielle foretak i Fastlands-Norge. Tolv månedersvekst. Prosent. Januar 2011 – januar 2019



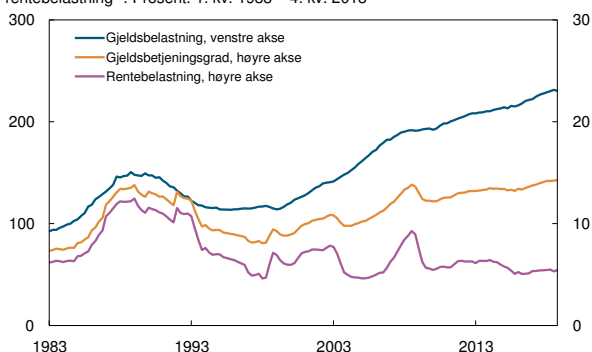
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Avtakende vekst i kreditt til husholdningene

Veksten i kreditt til husholdningene har avtatt de siste årene, se figur 5.5. Gjeldsveksten er nå på sitt laveste nivå siden 1997, men fremdeles høyere enn veksten i disponibel inntekt.

Gjeldsbelastningen i husholdningene, det vil si gjeld i forhold til inntekten, er høy og har økt betydelig over en lengre periode, se figur 5.6. Det har bidratt til oppbygging av finansielle ubalanser. Fremover ventes gjeldsbelastningen å øke videre, men med noe lavere veksttakt enn anslått i forrige rapport, se figur 3.7. Husholdningenes gjeldsbelastning signaliserer høy risiko i temperaturkartet (figur 5.23).

Figur 5.6 Husholdningenes gjeldsbelastning¹⁾, gjeldsbetjeningsgrad²⁾ og rentebelastning³⁾. Prosent. 1. kv. 1983 – 4. kv. 2018

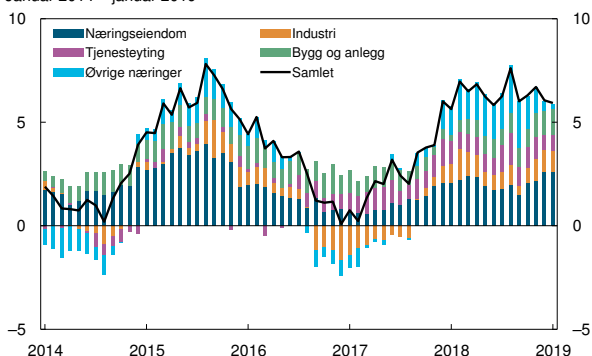


1) Gjeldsbelastning er lånegjeld i prosent av disponibel inntekt. Disponibel inntekt er korrigert for anslått reinvestert aksjeutbytte i 1. kv. 2000 – 4. kv. 2005 og nedsettelse av egenkapital i 1. kv. 2006 – 3. kv. 2012. Fra 1. kv. 2015 benyttes veksten i disponibel inntekt uten aksjeutbytte.
2) Gjeldsbetjeningsgrad 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

Rentebelastningen, det vil si renteutgifter i forhold til inntekten, ventes å ha økt etter rentehevingen i september i fjor. I et historisk perspektiv er rentebelastningen likevel lav (figur 5.6). De fleste husholdningene har god evne til å betjene noe høyere renter. Gjeldsbetjeningsgraden, det vil si andelen av inntekten som går til å betjene renter og normale avdrag, er høy, og på samme nivå som under finanskrisen i 2008 og bankkrisen på begynnelsen av 1990-tallet (figur 5.6).

Nye krav til banker som tilbyr forbrukslån¹⁾, blir innført i år og innebærer en innstramming i utlånspraksisen. Siden forbruksgjeld utgjør om lag 3 prosent av samlet gjeld i husholdningene, vil de nye kravene trolig ikke ha særlig utslag på veksten i husholdningenes samlede gjeld. Likevel kan forskriften bidra til å redusere oppbygging av sårbarhet i husholdningssektoren, se *Finansiell stabilitet 2018*.

Figur 5.7 Banker og kredittforetaks utlån til norske ikke-finansielle foretak. Bidrag til tolv månedersvekst i beholdning fra ulike næringer. Prosent. Januar 2014 – januar 2019



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Bankene som rapporterer til Norges Banks utlånsundersøkelse, venter fortsatt uendret etterspørsel etter lån med pant i bolig og uendret kredittpraksis overfor husholdningene.

Fremover venter vi at husholdningenes kredittvekst vil holde seg om lag på dagens nivå, se tabell 4 i vedlegget.

Foretakene opprettholder kredittveksten

Foretakene har god tilgang på kreditt. Veksten i innenlandsk kreditt til foretakene økte gjennom 2017 og har den siste tiden ligget mellom 6 og 7 prosent (figur

1 Se Forskrift om krav til finansforetakenes utlånspraksis for forbrukslån.

5.5). Utviklingen i foretakenes gjeld signaliserer lav risiko i temperaturkartet (figur 5.23).

Det er banker og kredittforetak som bidrar mest til veksten i innenlandsk kreditt, og veksten i utlån fra disse finansieringskildene er bredt basert på næringer, se figur 5.7. Utlån til næringseiendom, som utgjør over 40 prosent av banker og kredittforetaks samlede utlån, har over lang tid gitt det største bidraget til veksten.

Veksten i obligasjons- og sertifikatgjeld falt gjennom 2018, se figur 5.8. Forfallene i foretakenes obligasjonsfinansiering er høyere i år enn i fjor. Det kan bidra til økt emisjonsaktivitet fremover. Det var en markert oppgang i risikopåslag mot slutten av 2018. Risikopåslagene i lavrisikomarkedet har siden stabilisert seg og er nå noe lavere enn i desember 2018, mens påslagene i høyrisikomarkedet har steget med om lag 25 basispunkter.

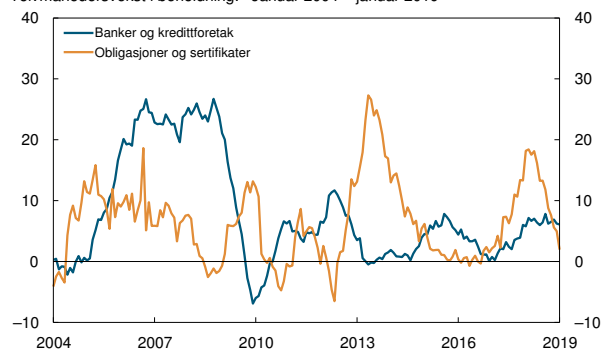
I Norges Banks utlånsundersøkelse for fjerde kvartal rapporterer bankene at de venter uendret etterspørsel etter lån fra ikke-finansielle foretak og uendret kredittpraksis overfor foretakene. Bankene meldte om noe høyere finansieringskostnader for lån til ikke-finansielle foretak, i tråd med rentehevingen i september. For første kvartal 2019 venter bankene at både utlånsrente og finansieringskostnader vil øke ytterligere. Fremover legger vi til grunn at kredittveksten i ikke-finansielle foretak vil holde seg om lag på dagens nivå.

Estimert kredittrisiko knyttet til ikke-finansielle foretaks samlede bankgjeld er på lave nivåer, men ventes å øke noe i 2019 og 2020 i de fleste næringer, se figur 5.9. Næringseiendom står for det største vekstbidraget til samlet kredittrisiko som følge av bankenes høye eksponering mot næringen. Alle foretaksindikatorerne signaliserer lav risiko i temperaturkartet (figur 5.23).

5.3 BOLIGMARKEDET

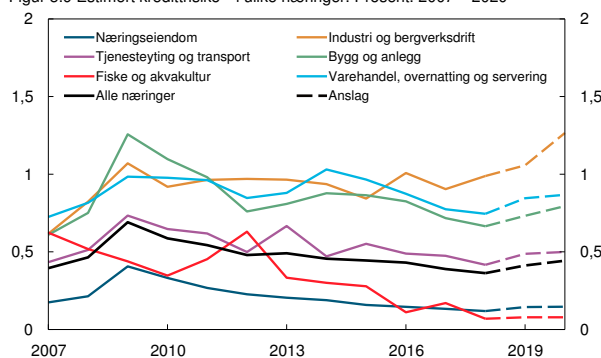
Boligprisene har steget kraftig over lengre tid. Siden første kvartal 2017 har boligprisene utviklet seg noe svakere enn disponibel inntekt, se figur 5.10. I temperaturkartet har utviklingen i boligmarkedet signalisert lav risiko siden 4. kvartal 2017 (figur 5.23). Samtidig innebærer det høye nivået på boligprisene

Figur 5.8 Kreditt fra utvalgte finansieringskilder til ikke-finansielle foretak. Tolv månedersvekst i beholdning.¹⁾ Januar 2004 – januar 2019



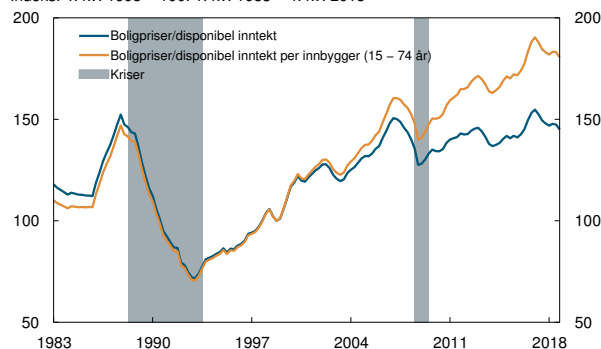
1) Seriene er bruddjustert.
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 5.9 Estimert kredittrisiko¹⁾ i ulike næringer. Prosent. 2007 – 2020²⁾



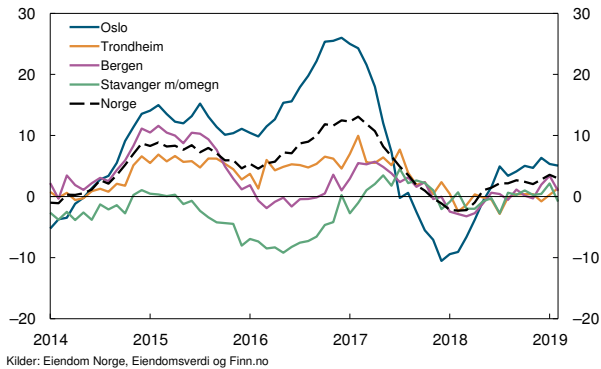
1) Estimert konkursutsatt bankgjeld som andel av total bankgjeld i hver næring.
2) Anslag for 2019 – 2020.
Kilde: Norges Bank

Figur 5.10 Boligpriser i forhold til disponibel inntekt¹⁾. Indeks. 4. kv. 1998 = 100. 1. kv. 1983 – 4. kv. 2018



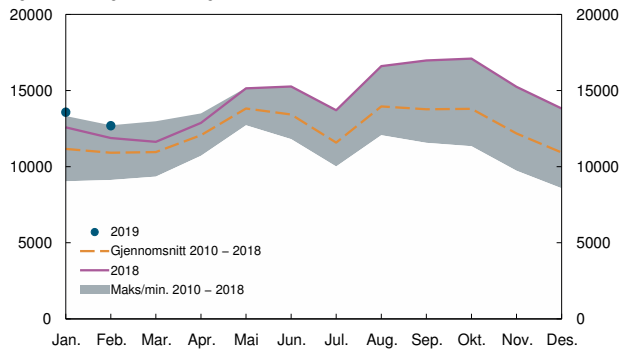
1) Disponibel inntekt er korrigert for anslått reinvestert aksjeutbytte i 1. kv. 2000 – 4. kv. 2005 og nedsettelse av egenkapital i 1. kv. 2006 – 3. kv. 2012. Fra 1. kv. 2015 benyttes veksten i disponibel inntekt uten aksjeutbytte.
Kilder: Eiendom Norge, Eiendomsverdi, Finn.no, Norges Eiendomsreglerforbund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

Figur 5.11 Boligpriser. Tolvmånedersvekst. Prosent. Januar 2014 – februar 2019



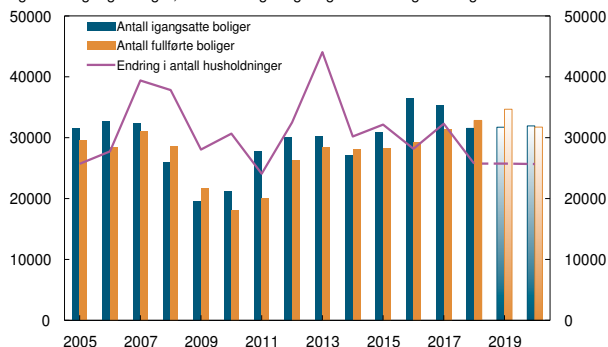
Kilder: Eiendom Norge, Eiendomsverdi og Finn.no

Figur 5.12 Usolgte brukte boliger. Antall. Januar 2010 – februar 2019



Kilder: Eiendom Norge, Eiendomsverdi og Finn.no

Figur 5.13 Igangsettinger, fullførte boliger og årlig husholdningsendring. 2005 – 2020¹⁾



1) Anslag for 2019 og 2020 (stiplet og gradert). Anslag for husholdningsvekst er basert på befolkningsfremskrivinger fra SSB og endring i antall personer per husholdning de tre siste årene.
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

en sårbarhet for det norske finansielle systemet, se *Finansiell stabilitet 2018*.

Boligprisene har vokst særlig mye i forhold til disponibel inntekt per innbygger (figur 5.10). Det kan indikere svekket kjøpekraft i boligmarkedet. Våre analyser viser imidlertid at store grupper husholdninger i Norge har opprettholdt sin beregnede kjøpekraft i boligmarkedet målt som hvor stor andel av omsatte boliger de kan lånefinansiere basert på inntekt, se ramme på side 54. Det samsvarer med inntrykket fra tidligere modellanalyser, basert på blant annet arbeidsledighet, inntektsvekst og rente, som finner at boligprisene er i tråd med hva de historiske sammenhengene skulle tilsi.² Resultatene kan indikere at risikoen for fall i etterspørselen etter bolig og dermed boligprisfall kan være mindre enn hva utviklingen i gjennomsnittlige boligpriser målt mot disponibel inntekt per innbygger gir inntrykk av.

Moderat boligprisvekst

Boligprisene har steget litt mer enn ventet de siste månedene, etter å ha endret seg lite gjennom høsten i fjor. Tolvmånedersveksten var 3,0 prosent i februar. I Oslo har den sesongjusterte prisveksten de siste månedene vært mer stabil enn i de andre store byene i Norge, se figur 5.11. Tolvmånedersveksten er fortsatt høyest i hovedstaden, men de regionale forskjellene har blitt mindre.

Det har den siste tiden vært høy aktivitet i brukt-boligmarkedet. Det legges ut et stort antall boliger for salg, men omsetningen holder seg oppe. Nivået av usolgte boliger er fallende, men fortsatt høyt. Ujustert beholdning av usolgte boliger har vært på sitt høyeste månedsnivå siden finanskrisen hver måned siden juni 2018, se figur 5.12. I markedet for nye boliger har det vært lagt ut få boliger for salg, samtidig som salget har vært stabilt.

Det er usikkerhet knyttet til den videre prisutviklingen i boligmarkedet. Boligbyggingen er på et høyt nivå, og antall igangsettingstillatelser til nytt boligareal har økt det siste halve året. Vi anslår at antall igangsettinger vil flate ut på et høyt nivå, og at mange boliger vil ferdigstilles i 2019, se figur 5.13. Mange av kjøperne av nye boliger vil antagelig selge sin eksisterende bolig slik at antall bruktboliger lagt ut for salg

2 Se ramme i *Pengepolitisk rapport 4/17* på side 42.

trolig holder seg høyt også fremover. Det vil kunne dempe boligprisveksten. Boligbyggingen har over lengre tid vært lavere enn økningen i antall husholdninger i de mest sentrale strøkene. Dette etterslepet i boligbyggingen reduserer sannsynligheten for at den høye ferdigstillingen vil forårsake et betydelig fall i boligprisene.³ Husholdningenes gjeldsbelastning er høy. Det bidrar til usikkerhet om hvilken effekt økte renter vil ha på boligprisene. De neste årene venter vi at boligprisene vil stige med mellom 2 og 4 prosent, se tabell 4 i vedlegget. For en nærmere omtale av anslagene for boligprisene, se kapittel 3.1.

5.4 NÆRINGSEIENDOMSMARKEDET

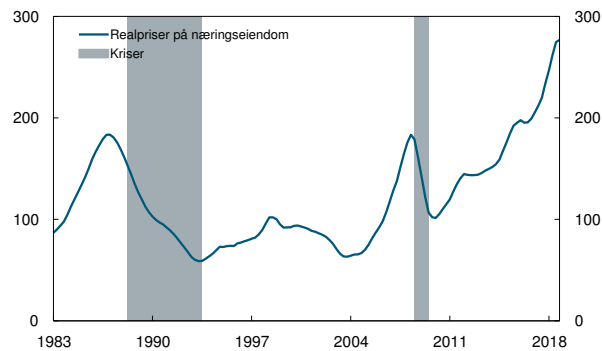
Det har vært en markert prisstigning i markedet for næringsseiendom over lengre tid. Prisene er på historisk høye nivåer. Det har bidratt til oppbygging av finansielle ubalanser. Erfaring viser at priser på næringsseiendom har steget kraftig i forkant av finansielle kriser. Det høye nivået innebærer også en risiko. Utviklingen i næringsseiendomsmarkedet er viktig for bankene siden de har betydelige utlån til næringsseiendomsforetak. Næringsseiendomsindikatoren signaliserer høy risiko i temperaturkartet (figur 5.23).

Veksten i næringsseiendomsprisene avtar

Beregnete salgspriser for prestisjelokaler har steget kraftig de siste årene, men veksten avtok fra tredje til fjerde kvartal, se figur 5.14. Salgsprisene beregnes som markedsleie delt på direkteavkastningskravet («yield»)⁴. Leieprisene steg markert i Oslo i 2017 og 2018, se figur 5.15. Markedsaktørene har trukket frem lav nybygging, konvertering av eksisterende bygg til annen virksomhet og økt etterspørsel som årsaker til veksten i leieprisene. Ifølge Entras Konsensusrapport for fjerde kvartal ventes nokså sterk vekst i leieprisene i Oslo sentrum også i 2019, mens veksten i andre områder i Oslo ventes å være mer moderat.

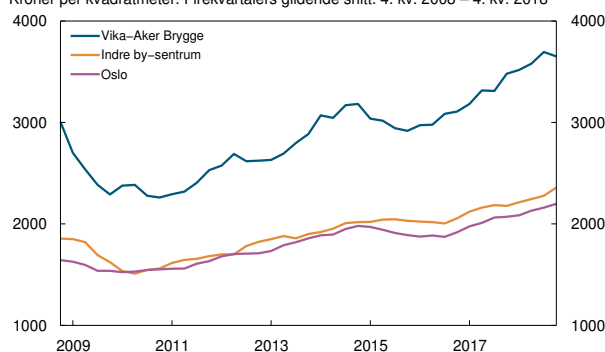
Direkteavkastningskravet for prestisjelokaler i Oslo har falt i flere år, men var uendret i 2018. Også innen andre kontorsegmenter i Oslo har direkteavkastningskravet falt, se figur 5.16. Andre store byer i Norge viser samme utvikling. I takt med at lange renter har økt, har finansieringskostnadene steget (figur 5.16), og

Figur 5.14 Realpriser på næringsseiendom.¹⁾
Indeks. 1998 = 100. 1. kv. 1983 – 4. kv. 2018



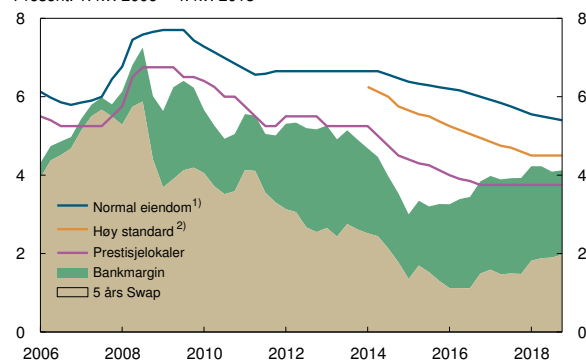
1) Beregnede reelle salgspriser per kvadratmeter på de mest attraktive kontorlokale i Oslo. Deflatert med BNP-deflatoren for Fastlands-Norge. Gjennomsnittlig salgspris siste fire kvartaler.
Kilder: CBRE, Dagens Næringsliv, OPAK, Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 5.15 Leiepriser i Oslo.¹⁾
Kroner per kvadratmeter. Firekvartalers glidende snitt. 4. kv. 2008 – 4. kv. 2018



Kilde: Arealstatistikk

Figur 5.16 Direkteavkastningskrav for kontorlokaler i Oslo.
Prosent. 1. kv. 2006 – 4. kv. 2018

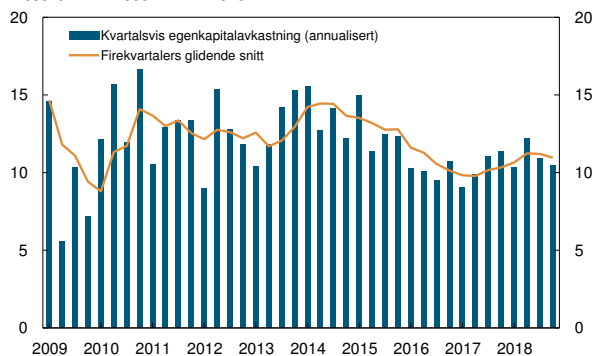


1) Lokaler langs Ring 3. 5 års leiekontrakt.
2) Lokaler med god beliggenhet, langs Ring 3. 10 års leiekontrakt.
Kilder: DNB Næringsmegling, Thomson Reuters Datastream og Union Næringsmegling

3 For en nærmere gjennomgang, se Mæhlum, S., P. M. Pettersen og H. Xu (2018) «Boligbygging og husholdningsvekst». Staff Memo 12/2018. Norges Bank.

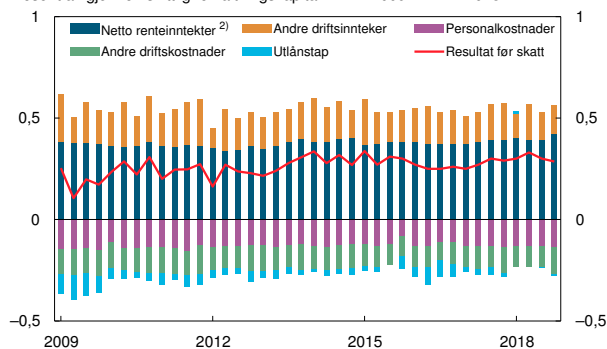
4 Direkteavkastningskravet vil avhenge av flere forhold, blant annet risikofri rente, risikopremie og forventning til fremtidig leiepris.

Figur 5.17 Egenkapitalavkastning i store norske banker¹⁾. Prosent. 1. kv. 2009 – 4. kv. 2018



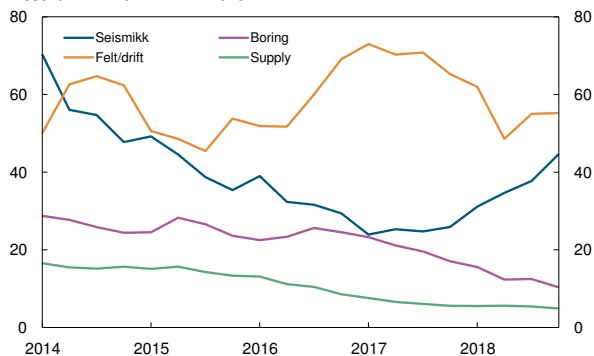
1) DNB Bank, Nordea Bank Norge (til og med fjerde kvartal 2016), Sparebanken Vest, SpareBank 1 Nord-Norge, SpareBank 1 SMN, SpareBank 1 SR-Bank, Sparebanken Sør (fra første kvartal 2014) og SpareBank 1 Østlandet (fra tredje kvartal 2016). Kilder: Bankenes kvartalsrapporter og Norges Bank

Figur 5.18 Dekomponert resultatutvikling i store norske banker¹⁾. Prosent av gjennomsnittlig forvaltningskapital. 1. kv. 2009 – 4. 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 delvise kredittovertak i SpareBank 1-alliansen er omklassifisert fra andre driftsinntekter til netto renteinntekter. Kilder: Bankenes kvartalsrapporter og Norges Bank

Figur 5.19 Gjeldsbetjeningsevne¹⁾ i oljeleverandørnæringen²⁾. Prosent. 1. kv. 2014 – 4. kv. 2018



1) Driftsresultat for driftsmessige av- og nedskrivninger (EBITDA) siste fire kvartaler i prosent av netto rentebærende gjeld. 2) Se Aktuell kommentar 5/2016 for en nærmere beskrivelse av de ulike segmentene av oljeleverandører og utvalget av foretak som inngår i denne analysen. Kilder: Bloomberg og Norges Bank

markedsaktører forventer at direkteavkastningskravet for kontorer i Oslo vil stige noe de neste årene.⁵ Det tyder på at prisveksten vil kunne avta videre fremover.

5.5 BANKENE

Strengere krav til kapital og likviditet etter finanskrisen har bidratt til at bankene er mer robuste mot tap og markedsuro. Nye lovregler om innskuddsgaranti og krisehåndtering av banker i Norge trådte i kraft 1. januar 2019.⁶ Det skal sørge for at rammeverket for håndtering av banker i krise blir enda mer solid. Et flertall av bankindikatorne i temperaturkartet signaliserer lav risiko, men en høyere andel utlån til eiendom og større eksponering mot andre norske finansinstitusjoner de siste årene har isolert sett økt risikoen knyttet til konsentrasjon og sammenkobling (figur 5.23).

Bankene har god lønnsomhet og oppfyller kapitalkrav

Lønnsomheten i norske banker er god, selv om egenkapitalavkastningen til de store norske bankene har falt noe det siste kvartalet, se figur 5.17. Økning i netto renteinntekter bidrar positivt til resultatet. Bankenes rentehevinger etter styringsrenteøkningen i september trådte i kraft for eksisterende utlån i november, se ramme på side 32 i kapittel 3. Sammen med økte driftskostnader bidro andre inntekter til å trekke lønnsomheten noe ned, se figur 5.18.

Lave tap bidrar positivt til lønnsomheten. De lave tapene gjenspeiler god utvikling i norsk økonomi, men utviklingen i deler av oljerelevante næringer kan fortsatt utgjøre en tapsrisiko for bankene. Gjeldsbetjeningsevnen svekket seg ytterligere for boring og supply i 2018, se figur 5.19, og flere av foretakene har foretatt nye nedskrivninger av fartøy.⁷

Bankene ligger godt an til å møte endringer i kapitalkravene, herunder økningen i motsyklisk kapitalbuffer til 2,5 prosent fra utgangen av 2019, som ble besluttet i desember 2018. Kapitaldekningen i bankene er generelt i tråd med regulatoriske krav og bankenes egne langsiktige mål til ren kjernekapitaldekning, se figur

5 Entas Konsensusrapport februar 2019 og DNB Næringsmegling.

6 Se Lov om Bankenes sikringsfond og Lov om endringer i finansforetaksloven mv. (innskuddsgaranti og krisehåndtering av banker).

7 Se Hjelseth, Turtveit og Winje (2016) «Bankenes kredittrisiko mot oljeleverandørnæringen». Aktuell kommentar 5/2016. Norges Bank for en nærmere beskrivelse av de ulike segmentene av oljeleverandører og utvalget av foretak som inngår i denne analysen.

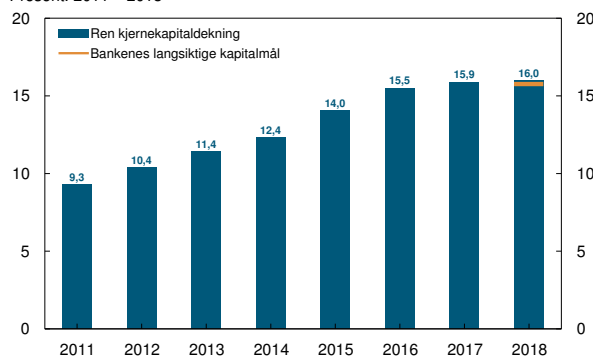
5.20. Kommende implementeringer av EU-regelverk i norsk rett fører til at det kreves mindre kapital for å oppnå samme nivå på risikovektet kapitaldekning. Det er ventet endringer i regelverket for systemviktige finansforetak, som trekker i retning av økte kapitalkrav for enkelte store sparebanker.⁸

Norske banker har god utlånskapasitet

Markedsverdiene til norske banker falt betydelig under børsfallet i fjerde kvartal 2018, men har siden hentet seg inn igjen, se figur 5.21. Bankene har god tilgang på markedsfinansiering i både norske kroner og valuta. Risikopåslagene de norske bankene betaler over tremåneders Nibor for seniorobligasjoner og OMF har falt noe siden desemberrapporten. I likviditetsundersøkelsen meldte bankene om noe bedre tilgang på finansiering.

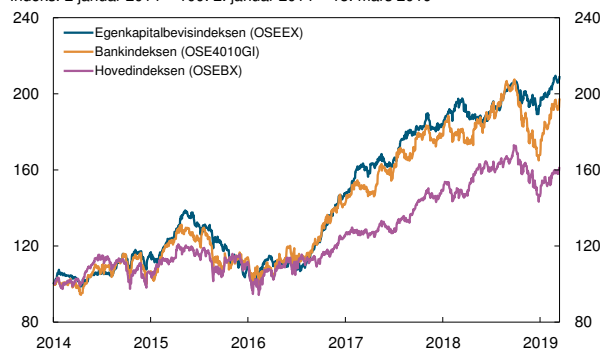
Bankene vil trolig ha god kapasitet til å imøtekomme etterspørsel etter kreditt. Tolv månedersveksten i bankenes utlån til norske foretak økte i 2017, og veksten stabiliserte seg i overkant av 6 prosent i 2018, se figur 5.22. De norske bankenes andel av utlånsveksten til foretak har økt i 2018 relativt til utlån fra filialer av utenlandske banker. Basert på det bankene skriver i sine kvartalsrapporter for fjerde kvartal, forventes den totale utlånsveksten fremover å ligge i intervallet 5 til 6 prosent.

Figur 5.20 Ren kjernekapitaldekning i store norske banker¹⁾. Prosent. 2011 – 2018



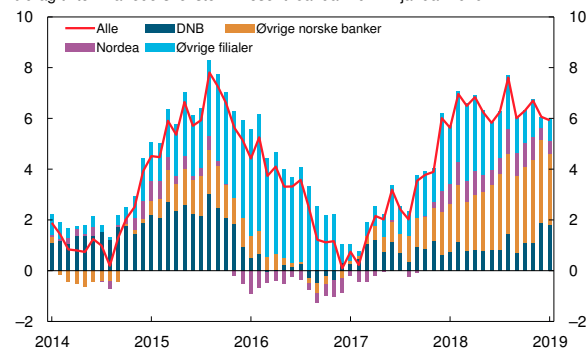
1) DNB Bank, Sparebanken Vest, SpareBank 1 Nord-Norge, SpareBank 1 SMN, SpareBank 1 SR-Bank, Sparebanken Sør (fra 2014) og SpareBank 1 Østlandet (fra 2016).
Kilder: Bankenes kvartalsrapporter og Norges Bank

Figur 5.21 Kursutvikling for banksektoren. Indeks. 2 januar 2014 = 100. 2. januar 2014 – 15. mars 2019



Kilde: Thomson Reuters Datastream

Figur 5.22 Kreditt til norske foretak fra ulike bankgrupper. Ulike bankgruppers bidrag til tolv månedersveksten. Prosent. Januar 2014 – januar 2019



Kilde: Norges Bank

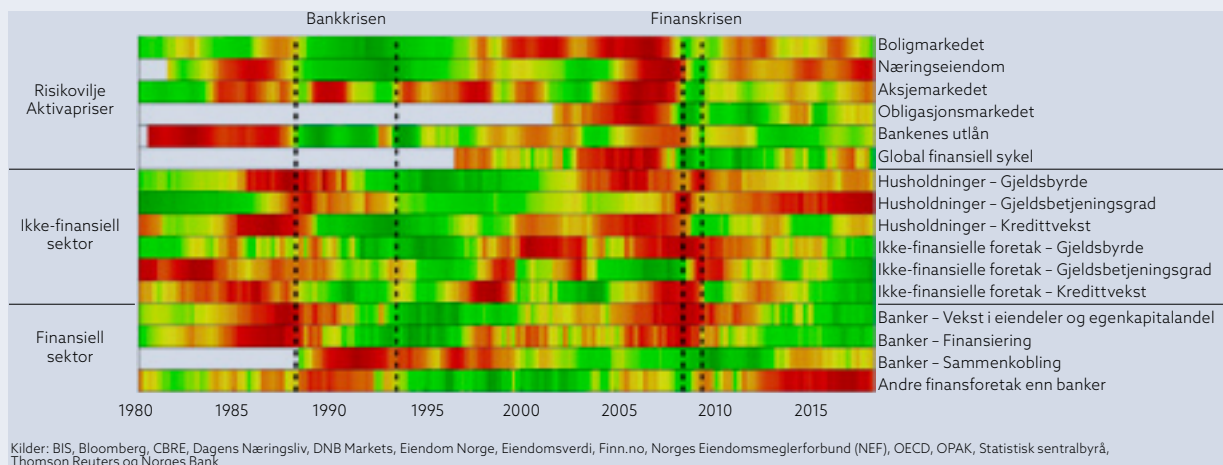
8 For mer informasjon, se Finansdepartementets nettside.

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.

Figur 5.23 Sammensatte indikatorer i temperaturkartet 1. kv. 1980 – 4. kv. 2018²



- 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*.
- 2 Indikatoren for aksjemarkedet er revidert til å kun reflektere utviklingen i aksjekursene i forhold til trend. Denne indikatoren har tidligere også reflektert utviklingen i pris /inntjeningsgrad i aksjemarkedet (P/E ratio).

EN FORBEDRET SAMMENSATT SYSTEMISK STRESSINDIKATOR (CISS) FOR NORGE

Norges Banks råd om motsyklisk kapitalbuffer baseres på et bredt sett av kvalitativ og kvantitativ informasjon. Det europeiske rådet for systemrisiko trekker frem at utviklingen i en generell indikator for stress i det finansielle systemet bør være en del av dette beslutningsgrunnlaget.¹

Den sammensatte systemiske stressindikatoren (CISS), introdusert i Holló (2012), gir et samlet mål på stressnivået i det finansielle systemet.² Den har vist seg som en god indikator for å varsle systemiske bankkriser i samtid eller i nær fremtid.³ Indikatoren er basert på fem delmarkeder som utgjør kjernen i det finansielle systemet: Pengemarkedet, obligasjonsmarkedet, aksjemarkedet, bankmarkedet og råvare- og valutamarkedet. I beregningen av indikatoren tas det hensyn til at stress som forekommer på samme tid i de ulike delmarkedene, er en større utfordring for det finansielle systemet enn perioder uten slik samvariasjon. Norges Bank har revidert CISS for Norge, og indikatoren er nå mer sammenlignbar med andre lands stressindikatorer.⁴

Den reviderte versjonen av CISS har vært på høye nivåer under krisetider, se figur 5.24. Figuren viser utviklingen i stressnivå for de fem delmarkedene som inngår i indikatoren (over nullstreken), og samvariasjonen mellom delmarkedene (under nullstreken). Indikatoren nådde sitt foreløpige toppunkt under finanskrisen høsten 2008. Stressnivået var da høyt i alle de fem delmarkedene samtidig. Også under statsgjeldskrisen i eurolandene økte CISS markant, men indikatoren var betydelig lavere enn under finanskrisen. Det skyldes både at stressnivået i hvert av delmarkedene var lavere og at samvariasjonen ikke var like sterk.

Historisk har den norske versjonen av CISS i stor grad samvariert med andre land i euroområdet, se figur 5.25. Det har sammenheng med at finansiell uro internasjonalt normalt sprer seg raskt til små åpne økonomier, som den norske. For en nærmere gjennomgang av CISS for Norge, se Hagen og Pettersen (2019).⁵

1 Se ESRB (2014), «Recommendation of the European Systemic Risk Board of 18 June 2014 on guidance for setting countercyclical buffer rates».

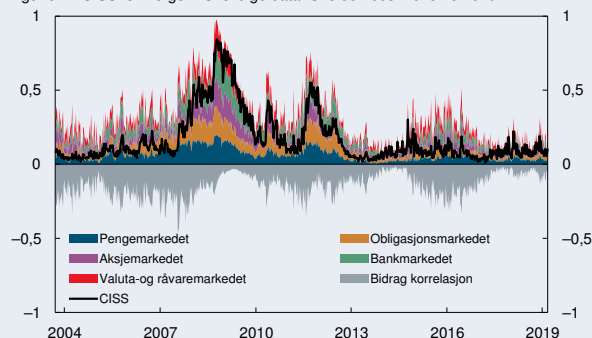
2 Se Holló, D., M. Kremer, and M. L. Duca. (2012), «CISS – A composite indicator of systemic stress in the financial system».

3 Se Deiken, C. e. a. (2014), «Operationalising the countercyclical capital buffer: indicator selection, threshold identification and calibration options». ESRB Paper Series 05.

4 I 2015 ble det utarbeidet en CISS for Norge, se Wen (2015), «A composite indicator of systemic stress (CISS) for Norway». Den reviderte indikatoren tar utgangspunkt i indikatoren presentert i Wen (2015), men følger i større grad rammeverket presentert i Holló et al. (2012), i likhet med ECB og flere andre sentralbanker i Europa.

5 Hagen, M. og P. M. Pettersen (2019) «En forbedret sammensatt systemisk stressindikator (CISS) for Norge». Staff memo 3/19. Norges Bank

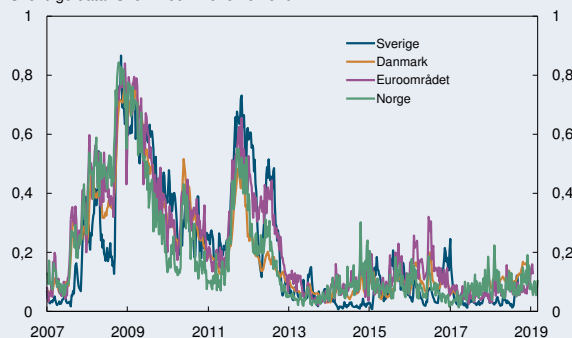
Figur 5.24 CISS for Norge.¹⁾ Ukentlige data. Uke 38 2003 – uke 10 2019



1) CISS, målt ved sort linje, er høyere desto mer stress det er i delmarkedene (de fargerike feltene over nullstreken øker) og desto mer samvariasjon det er mellom markedene (det grå feltet under nullstreken blir mindre).

Kilder: Bloomberg, DNB Markets, Thomson Reuters Datastream og Norges Bank

Figur 5.25 CISS for Norge, Sverige, Danmark og euroområdet.¹⁾ Ukentlige data. Uke 1 2007 – uke 10 2019



1) Det er noen forskjeller i metodikk brukt for å beregne CISS i de ulike landene. Det vil derfor være lite hensiktsmessig å se på små avvik. Sluttdaten varierer også mellom landene.

Kilder: Bloomberg, Det Systemiske Risikoråd, DNB Markets, ECB, Finansinspeksjonen, Thomson Reuters Datastream og Norges Bank

HUSHOLDNINGENES KJØPEKRAFT I BOLIGMARKEDET

Boligprisene har lenge vokst sterkere enn husholdningenes inntekter, se figur 5.10. Det kan indikere at husholdningenes kjøpekraft i boligmarkedet er svekket. For å belyse utviklingen i kjøpekraft sammenstiller vi prisen på alle omsatte boliger med mikrodata for husholdningenes evne til å lånefinansiere boligkjøp med utgangspunkt i inntekt. Analysen finner at lavere rente, inntektsvekst og svak vekst i prisen på alminnelig forbruk har gjort at medianhusholdningens kjøpekraft i boligmarkedet er opprettholdt til tross for høyere boligpriser.

Sterkere vekst i boligpriser enn i inntekt kan øke risikoen for fall i etterspørselen i boligmarkedet. På den annen side kan fallende boliglånsrenter og lav vekst i prisen på alminnelig forbruk øke husholdningenes kjøpekraft i boligmarkedet og gi rom for at boligprisene vokser mer enn inntektene.

I denne analysen studerer vi effekten på husholdningenes kjøpekraft i boligmarkedet av utviklingen i boligpriser, inntekt, boliglånsrente og forbrukskostnader. Vi sammenligner utviklingen i ulike husholdningsgrupper og i ulike boligmarkeder. Husholdningenes formue inngår ikke i analysen.

Vi beregner et mål på husholdningenes kjøpekraft basert på deres evne til å lånefinansiere boligkjøp med utgangspunkt i inntekt. Beregningen består av tre steg¹:

- Først beregner vi *gjeldsdisponibel inntekt*, det vil si hvor mye inntekt husholdningen kan bruke på å betjene gjeld, ved å trekke utgifter til alminnelig forbruk fra inntekt etter skatt.
- Deretter beregner vi *den dyreste boligen husholdningen kan lånefinansiere* gitt sin gjeldsdisponible inntekt, under en antagelse om at lånet er et annuitetslån med 30 års løpetid og et krav om å kunne betjene gjelden ved en økning i renten på 5 prosentenheter.²
- Til slutt beregner vi husholdningenes *kjøpekraft i boligmarkedet* ved å sammenstille fordelingen av husholdninger sortert etter hvor dyr bolig de kan lånefinansiere, med fordelingen av prisene på omsatte boliger. Husholdningens kjøpekraft er gitt ved andelen av de omsatte boligene hvor husholdningen kan lånefinansiere et boligkjøp.

Beregnet kjøpekraft avhenger av utvalget av husholdninger og boligmarkedet vi ser på. Analysen viser at medianhusholdningen i Norge sortert etter hvor dyr bolig de kan lånefinansiere, hadde en kjøpekraft på 85 prosent av de omsatte boligene i 2016, se figur 5.26. Vi finner at 25-persentilhusholdningen i Norge kan lånefinansiere en av de 30 prosent billigste omsatte boligene. I Oslo var mediankjøpekraften 64 prosent. Boligkjøpekraften i Oslo er skjevare fordelt enn i andre store byer og i landet samlet.

Kjøpekraften for medianhusholdningen i Norge var generelt svekket i 2008 som følge av høy rente og fortsatt høye boligpriser etter betydelig prisoppgang i forkant av finanskrisen, se figur 5.27. I 2009 bidro lavere rente, lavere boligpriser og fortsatt god inntektsvekst til å øke kjøpekraften igjen. Deretter holdt kjøpekraften seg relativt stabil fram til 2016, da en svak inntektsutvikling bidro til at kjøpekraften falt noe tilbake.

1 For nærmere beskrivelse av metode, relevant litteratur og resultater se Lindquist, K.-G. og B.H. Vatne (2019) «Utviklingen i husholdningenes kjøpekraft i boligmarkedet». *Staff Memo 4/19*. Norges Bank.

2 En generell utfordring i analyser av boligkjøpekraft er skalering av hvor mye av inntekten en husholdning faktisk kan benytte på gjeldsbetjening eller boutgifter når bolig kjøpes. Ulike analyser benytter ulike metoder til dette. Denne analysen fokuserer på evne til å betjene boliggjeld, dvs. på rentekostnader og avdrag. I skaleringen benyttes derfor myndighetenes krav til gjeldsbetjening ved en økning i renten på 5 prosentenheter, se Lovdata (2018) Forskrift om krav til nye utlån med pant i bolig (boliglånsforskriften).

DATA

Analysen benytter inntekts- og formuesstatistikk for husholdninger utarbeidet av Statistisk sentralbyrå (basert på skattemeldingstall fra Skatteetaten) og informasjon fra Ambita om omsatte boliger fra skjøteregistre i Kartverket. Husholdninger er definert som personer som bor i samme boenhet. Analysen avgrenses til husholdninger 30–60 år.¹ Alderen til en husholdning er bestemt ved alderen til hovedinntektstaker. Selvstendig næringsdrivende er utelatt. Husholdninger som ikke har positiv inntekt etter skatt, er også utelatt. Datasettet omfatter 1,2–1,3 millioner husholdninger per år og opp mot 100.000 boligomsetninger per år. Som følge av brudd i dekningsgrad i skjøteregisteret i 2008 lar vi dette være startår for analysen, sluttår for datamaterialet og analysen er 2016.

Alminnelig forbruk er hentet fra SIFOs referansebudsjett. Budsjettet representerer et nøkternt forbruk og ligger til grunn for bankenes beregning av lånesøkeres gjeldsbetjeningsevne etter boliglånforskriften. Budsjettet varierer med husholdningens størrelse og sammensetning. Vi benytter også bankenes gjennomsnittlige rente på utestående lån til husholdninger med pant i bolig fra Statistisk sentralbyrås rentestatistikk.

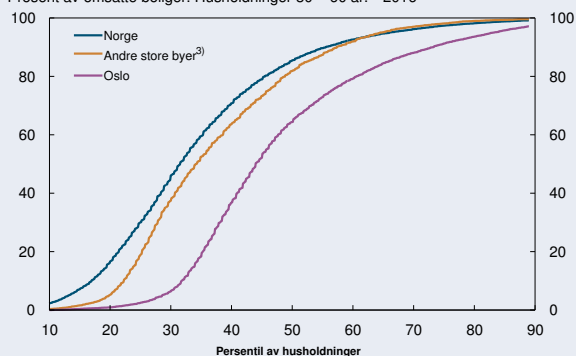
¹ Ved aldersavgrensningen fjernes unge husholdninger med situasjonsbetinget lav inntekt, for eksempel studenter, som kan forvente en sterk inntektsvekst. Blant eldre er det mange som lever av pensjon og har relativt lav inntekt. Utelatelsen av mange lavinntekts-husholdninger betyr at beregnet kjøpekraft blir høyere enn om vi ikke hadde fjernet disse husholdningene.

Beregninger av kjøpekraft over tid viser at kjøpekraften er vedvarende høy for husholdninger høyt oppe i fordelingen, mens den har utviklet seg svakere lengre ned i fordelingen. For analyseperioden under ett har 25-persentilhusholdningen økt sin kjøpekraft, men sett fra 2009 til 2016 ble kjøpekraften betydelig svekket.

Mot slutten av perioden vi ser på, utviklet boligkjøpekraften for medianhusholdningen i Oslo seg svakere sammenlignet med medianhusholdningen i landet samlet og i andre store byer (figur 5.27).

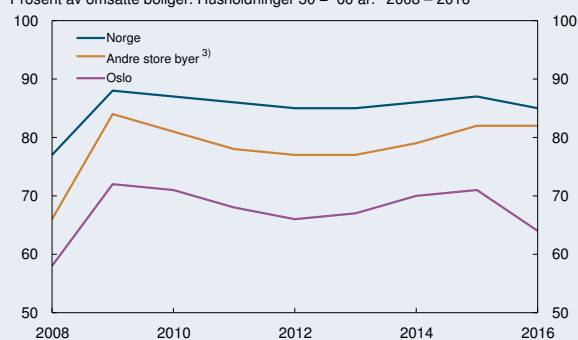
Analysen viser at når en tar hensyn til fallende boliglånsrente og svakere vekst i referansebudsjettet for alminnelig forbruk enn i inntekter, har store grupper husholdninger i Norge opprettholdt sin kjøpekraft i boligmarkedet siden 2008. Resultatet indikerer at risikoen for fall i etterspørselen etter bolig og dermed boligprisfall kan være mindre enn hva utviklingen i gjennomsnittlige boligpriser målt mot disponibel inntekt per innbygger gir inntrykk av. Samtidig skal vi være varsomme når vi tolker resultatene. Analysen tar utgangspunkt i maksimalt låneopptak gitt husholdningens evne til gjeldsbetjening og ser bort fra husholdningenes formue og krav til egenkapital ved låneopptak.

Figur 5.26 Kjøpekraft i boligmarkedet¹ etter område. Prosent av omsatte boliger. Husholdninger 30 – 60 år.² 2016



1) Boliger er sortert etter stigende omsetningspris (vertikal akse). Husholdninger er sortert etter stigende evne til å lånefinansiere boligkjøp (horisontal akse).
2) Alder er gitt ved alder på hovedinntektstaker.
3) Andre store byer omfatter Bergen, Trondheim og Stavanger med Sandnes.
Kilder: Ambita, SIFO, Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 5.27 Kjøpekraft i boligmarkedet¹ etter område. Medianhusholdningen. Prosent av omsatte boliger. Husholdninger 30 – 60 år.² 2008 – 2016



1) Boliger er sortert etter stigende omsetningspris.
2) Alder er gitt ved alder på hovedinntektstaker.
3) Andre store byer omfatter Bergen, Trondheim og Stavanger med Sandnes.
Kilder: Ambita, SIFO, Statistisk sentralbyrå 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 næringseiendom 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 avhjelpe problemer som er isolert til enkeltbanker.

Nøkkelindikatorerne er lite egnet til å gi signaler om når bufferkravet skal senkes. Annen informasjon, som uro i markedene og utsikter til 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
19. juni 2019		
8. mai 2019		
20. mars 2019	1,00	0,25
23. januar 2019	0,75	0
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

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 4/18 i parentes	Andel av verdens BNP ¹			Prosentvis endring fra foregående år				
	PPP	Markeds- kursur	Handels- partnere ⁴	2018	2019	2020	2021	2022
USA	16	25	9	2,9 (0)	2,2 (-0,2)	1,8 (0)	1,7 (-0,1)	1,7
Euroområdet	12	16	33	1,8 (-0,1)	1,1 (-0,5)	1,4 (-0,1)	1,5 (0)	1,5
Storbritannia	2	4	10	1,4 (0,1)	1,1 (-0,3)	1,4 (-0,1)	1,5 (0)	1,5
Sverige	0,4	0,7	12	2,4 (0)	1,6 (-0,2)	1,7 (-0,2)	1,8 (-0,1)	2,0
Øvrige industriland ²	7	10	18	1,9 (0)	1,7 (-0,2)	1,7 (-0,1)	1,9 (0)	1,9
Kina	16	15	6	6,6 (0,1)	6 (0)	5,8 (0)	5,8 (0)	5,8
Øvrige fremvoksende økonomier ³	19	11	12	3,6 (-0,1)	3,3 (-0,3)	3,8 (-0,1)	3,9 (-0,1)	4,0
Norges handelspartnere ⁴	72	79	100	2,6 (0)	1,9 (-0,3)	2,1 (0)	2,1 (0)	2,2
Verden (PPP) ⁵	100			3,6 (-0,1)	3,2 (-0,3)	3,5 (-0,1)	3,6 (0)	3,7
Verden (markedskursur) ⁵		100		3,1 (0)	2,6 (-0,4)	2,8 (0)	2,9 (0)	2,9

1 Landenes andel av global produksjon målt i felles valuta. Gjennomsnitt 2015–2017.

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

3 Fremvoksende økonomier i handelspartneraggregatet utenom Kina: Brasil, India, Indonesia, Polen, Russland, Thailand og Tyrkia. 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.

Kilder: IMF, Thomson Reuters og Norges Bank

Tabell 2 Anslag på konsumpriser i utlandet

Endring fra anslag i Pengepolitisk rapport 4/18 i parentes	Handels- partnere ⁴	Prosentvis endring fra foregående år				
		2018	2019	2020	2021	2022
USA	8	2,4 (-0,1)	1,8 (-0,5)	2,3 (-0,1)	2,3 (0)	2,3
Euroområdet	33	1,8 (0)	1,2 (-0,3)	1,5 (-0,1)	1,6 (-0,1)	1,7
Storbritannia	6	2,3 (0)	1,9 (-0,1)	2,1 (0)	2 (0)	1,9
Sverige ¹	13	2,1 (-0,1)	1,9 (0)	2 (0)	2 (0)	2,0
Øvrige industriland ²	17	1,1 (-0,2)	1,4 (-0,1)	1,6 (-0,1)	1,7 (0)	1,6
Kina	12	2,1 (-0,2)	2,2 (-0,2)	2,4 (-0,3)	2,7 (0)	2,6
Øvrige fremvoksende økonomier ³	10	4,7 (-0,1)	5,2 (-0,3)	4,8 (0,4)	4,5 (0,1)	4,3
Norges handelspartnere ⁴	100	2,1 (-0,1)	2 (-0,2)	2,1 (-0,1)	2,2 (0)	2,1
Underliggende prisvekst ⁵		1,4 (0)	1,5 (-0,3)	1,7 (-0,2)	1,9 (0)	1,9
Lønnsvekst ⁶		2,7 (0)	2,6 (0)	2,9 (-0,1)	2,9 (-0,2)	2,9

1 Konsumpriser uten rentekostnader (KPIF).

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

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

4 Importvekter, 25 viktige handelspartnere.

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

6 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

	2018		2019	
	3. kv.	4. kv.	1. kv.	2. kv.
Faktisk	0,4	0,9		
Anslag i PPR 4/18		0,7	0,7	
Anslag i PPR 1/19			0,6	0,8

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

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

	2018	2019					
	des	jan	feb	mars	april	mai	juni
Faktisk	2,4	2,4	2,3				
Anslag i PPR 4/18	2,4	2,4	2,4	2,4			
Anslag i PPR 1/19				2,3	2,3	2,3	2,3

Kilder: NAV og Norges Bank

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

	2018			2019			
	okt	nov	des	jan	feb	mars	april
Faktisk	4,0	3,8	3,7				
Anslag i PPR 4/18	4,0	4,0	4,0	3,9			
Anslag i PPR 1/19				3,6	3,6	3,6	3,6

¹ Arbeidskraftundersøkelsen.

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Tabell 3d Konsumpriser. Tolvmånedersvekst. Prosent

	2018			2019			
	des	jan	feb	mars	april	mai	juni
Konsumprisindeksen (KPI)							
Faktisk	3,5	3,1	3,0				
Anslag i PPR 4/18	3,1	2,8	2,3	2,4			
Anslag i PPR 1/19				2,9	2,5	2,6	2,2
KPI-JAE¹							
Faktisk	2,1	2,1	2,6				
Anslag i PPR 4/18	1,9	2,2	2,0	2,2			
Anslag i PPR 1/19				2,6	2,3	2,5	2,4
Importerte varer i KPI-JAE							
Faktisk	1,4	0,9	2,3				
Anslag i PPR 4/18	1,2	1,7	1,8	1,6			
Anslag i PPR 1/19				2,2	1,7	1,8	1,8
Norskproduserte varer og tjenester i KPI-JAE²							
Faktisk	2,4	2,8	2,7				
Anslag i PPR 4/18	2,3	2,5	2,2	2,7			
Anslag i PPR 1/19				2,8	2,6	2,9	2,8

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 4/18 i parentes	Milliarder kroner 2018	Prosentvis endring fra foregående år (der ikke annet fremgår)				
		Anslag				
		2018	2019	2020	2021	2022
Priser og lønninger						
Konsumprisindeksen (KPI)		2,7 (0)	2,3 (0,5)	1,7 (0,1)	1,8 (0,1)	2,0
KPI-JAE ¹		1,6 (0,1)	2,3 (0,3)	2,0 (0,1)	1,9 (0)	2,0
Årslønn		2,8 (0,1)	3,3 (0,1)	3,5 (0)	3,7 (-0,1)	3,6
Realøkonomi²						
Bruttonasjonalprodukt (BNP)	3537	1,7 (0)	2,4 (0,4)	2,0 (0,2)	1,7 (-0,2)	1,5
BNP for Fastlands-Norge	2908	2,5 (0,1)	2,7 (0,4)	1,8 (0,2)	1,2 (-0,2)	1,1
Produksjonsgap for Fastlands-Norge (nivå) ³		-0,2 (0,1)	0,6 (0,2)	0,8 (0,3)	0,5 (0,1)	0,2
Sysselsetting, personer, KNR		1,6 (0,1)	1,4 (0,3)	0,8 (0,1)	0,3 (0)	0,1
Arbeidsstyrke, AKU ⁴		1,5 (0)	1,3 (0,1)	0,7 (0,1)	0,4 (0)	0,2
AKU-ledighet (rate, nivå)		3,8 (-0,1)	3,6 (-0,2)	3,5 (-0,3)	3,6 (-0,2)	3,6
Registrert ledighet (rate, nivå)		2,4 (0)	2,3 (-0,1)	2,2 (-0,1)	2,3 (0)	2,4
Etterspørsel²						
Etterspørsel fra Fastlands-Norge ⁵	3063	1,6 (0,2)	1,8 (0,1)	1,9 (0,1)	1,7 (0,1)	1,9
– Husholdningenes konsum ⁶	1539	2,1 (0,2)	1,9 (0)	2,4 (0,1)	2,3 (0,1)	2,5
– Foretaksinvesteringer	309	1,8 (0,8)	4,1 (0,4)	2,5 (1,3)	1,0 (0,7)	1,8
– Boliginvesteringer	192	-6,0 (3,7)	0,0 (1,4)	1,2 (-0,4)	1,3 (-0,4)	1,5
– Offentlig etterspørsel ⁷	1023	2,4 (-0,5)	1,4 (0)	1,2 (0)	1,1 (0)	1,1
Petroleumsinvesteringer ⁸	154	3,3 (1,2)	12,5 (2,0)	1,0 (-2,0)	-1,0 (-1,5)	-6,0
Eksport fra Fastlands-Norge ⁹	651	2,5 (-1,0)	4,5 (-0,2)	2,7 (-0,4)	2,2 (-0,8)	2,6
Import	1154	0,9 (-0,8)	2,7 (-0,4)	3,3 (0,3)	3,3 (0,1)	3,1
Boligpriser og gjeld						
Boligpriser		0,7 (0)	2,4 (0,8)	3,0 (-0,1)	3,2 (0,4)	3,6
Kreditt til husholdningene (K2) ¹⁰		5,5 (-0,2)	5,4 (-0,4)	5,2 (-0,3)	5,4 (0,2)	5,7
Rente og valutakurs (nivå)						
Styringsrente ¹¹		0,6 (0)	1,1 (0,1)	1,6 (0,2)	1,7 (-0,1)	1,7
Importveid valutakurs (I-44) ¹²		104,6 (0,1)	104,4 (1,0)	102,0 (0,4)	101,6 (1,3)	101,6
Pengemarkedsrente hos handelspartnere ¹³		0,4 (0)	0,6 (-0,1)	0,6 (-0,2)	0,7 (-0,3)	0,9
Oljepris						
Oljepris Brent Blend. USD per fat ¹⁴		71 (0)	66 (4)	65 (3)	63 (2)	62

1 KPI justert for avgiftsendringer og uten energivarer.

2 Alle tall er virkedagskorrigert.

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

4 Arbeidskraftundersøkelsen.

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

6 Inkluderer konsum i ideelle organisasjoner.

7 Offentlig konsum og bruttoinvesteringer.

8 Utvinning og rørtransport.

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

10 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 2018, mens 2019 er beregnet som gjennomsnittet av spotprisene så langt i år og terminprisene for resten av året. Terminpriser for 2020-2022. Terminpriser per 15. mars 2019.

Omslag og grafisk utforming: Brandlab
Trykk: 07 Media AS
Teksten er satt med 9,5 pkt Azo Sans Light
Foto: Esten Borgos
ISSN: 1894-0226 (trykk) | 1894-0234 (online)

NORGES BANK
Bankplassen 2, Postboks 1179 Sentrum, 0107 Oslo
Telefon 22316000
www.norges-bank.no

Pengepolitisk rapport 1|19 – mars

