



NORGES BANK

4 | 19

DESEMBER

**PENGEPOLITISK
RAPPORT**
MED VURDERING AV FINANSIELL STABILITET

Nøkkeltall

INFLASJONSMÅL

2%

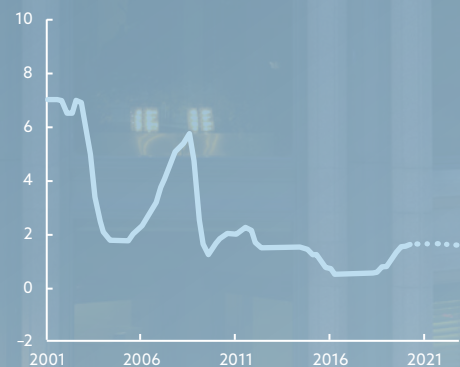
Vår oppgave er å sikre lav og stabil inflasjon. Inflasjonsmålet er 2 prosent. Samtidig skal vi bidra til høy og stabil produksjon og sysselsetting og til å motvirke oppbygging av finansielle ubalanser.

STYRINGSRENTE

1,50%

Norges Banks styringsrente har vært 1,50 prosent siden 20. september 2019.

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	10
2 INTERNASJONAL ØKONOMI	12
2.1 Vekst, priser og renter	12
2.2 Land og regioner	14
<i>Handelskonfliktene demper veksten</i>	17
3 FINANSIELLE FORHOLD	20
3.1 Utlånsrentene	20
3.2 Kronekursen	21
4 NORSK ØKONOMI	24
4.1 Produksjon og etterspørsel	24
4.2 Arbeidsmarked og produksjonsgap	28
4.3 Kostnader og priser	31
<i>Høy sysselsetting</i>	37
5 PENGEPOLITISK ANALYSE	38
5.1 Mål og tilbakeblikk	38
5.2 Ny informasjon og nye vurderinger	39
DEL 2: FINANSIELL STABILITET	44
6 VURDERING AV FINANSIELL STABILITET	44
- BESLUTNINGSGRUNNLAG FOR MOTSYKLISK KAPITALBUFFER	44
6.1 Finansielle ubalanser	44
6.2 Bankenes tilpasning og tilgangen på kreditt	50
<i>Stresstesten i Finansiell stabilitet 2019</i>	52
VEDLEGG	55
Oversikt over rentemøter i Norges Bank	56
Tabeller og detaljerte anslag	57

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.

Bankene bør bygge opp og holde en motsyklisk kapitalbuffer når finansielle ubalanser bygger seg opp eller har bygget seg opp. Ved et kraftig tilbakeslag og klart redusert tilgang på kreditt bør bufferen settes ned for å motvirke at bankene strammer inn på utlån. Bufferkravet skal som hovedregel utgjøre mellom 0 og 2,5 prosent av bankenes beregningsgrunnlag for kapitalkrav, men kan i særlige tilfeller settes høyere.

BESLUTNINGSPROSESSEN FOR PENGEPOLITISK RAPPORT 4/19

På møtet 11. desember 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 18. desember 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 holde styringsrenten uendret på 1,50 prosent. Slik hovedstyret nå vurderer utsiktene og risikobildet, vil styringsrenten mest sannsynlig bli værende på dette nivået den nærmeste tiden.

BNP-veksten hos Norges handelspartnere avtok gjennom fjoråret og har vært moderat i år. Siden forrige rapport har veksten hos handelspartnerne vært litt høyere enn ventet, men utsiktene fremover er lite endret. Arbeidsledigheten er lav i mange land, men den siste tiden har veksten i sysselsettingen falt noe. Det ser nå ut til at Storbritannia forlater EU på nyåret med en utmeldingsavtale. USA og Kina er blitt enige om en avgrenset handelsavtale. Siden septemberrapporten har terminrentene hos handelspartnerne økt noe. Også oljeprisen har steget.

Siden 2016 har det vært god vekst i norsk økonomi. Sysselsettingen har økt, og arbeidsledigheten har falt. Oppgangen i fastlandsøkonomien har fortsatt i år. Fremover er det utsikter til at store investeringsprosjekter på sokkelen ferdigstilles. Det vil dempe veksten i norsk økonomi.

Veksten i fastlandsøkonomien har avtatt i høst og har vært litt lavere enn ventet. Bedriftene i Norges Banks regionale nettverk venter at veksten avtar litt videre det neste halvåret. Arbeidsledigheten har vært stabil og i tråd med anslagene fra forrige rapport, men sysselsettingen økte noe mindre enn ventet i tredje kvartal. Samlet sett har arbeidsmarkedet utviklet seg litt svakere enn anslått, og kapasitetsutnyttningen synes å være litt lavere enn tidligere lagt til grunn.

Konsumprisveksten har avtatt i år etter en markert oppgang gjennom fjoråret. Det er særlig lavere vekst i elektrisitetsprisene som har dempet inflasjonen. Underliggende inflasjon har også avtatt og har vært nokså stabil nær 2 prosent siden sommeren.

Siden septemberrapporten har prisveksten vært om lag som anslått. Tolvmånedersveksten i konsumprisindeksen (KPI) var 1,6 prosent i november. Justert for avgiftsendringer og uten energivarer var prisveksten (KPI-JAE) 2,0 prosent. Strammere arbeidsmarked de siste årene har bidratt til at lønnsveksten har økt. Lønnsforventningene blant partene i arbeidslivet tyder på at lønnsveksten vil være moderat fremover.

Kronekursen har svekket seg betydelig og er svakere enn lagt til grunn i september. En svakere krone vil gi et løft i prisveksten på importerte varer. Kronesvekkelsen bedrer også den kostnadsmessige konkurranseevnen for norske bedrifter og kan bidra til høyere etterspørsel etter norske varer og tjenester.

Finansielle ubalanser bygger seg ikke lenger opp, og det er nå enkelte tegn til at de avtar. Husholdningenes gjeldsvekst har avtatt de siste par årene, og boligprisveksten har vært moderat. Siden forrige rapport har veksten i boligprisene og i husholdningenes gjeld vært litt lavere enn ventet.

I drøftingen av risikobildet var hovedstyret opptatt av at handelskonfliktene fortsatt bidrar til usikkerhet om utviklingen internasjonalt. Rentenivået ute er svært lavt. Kronekursen har svekket seg mye, og det er usikkert hvor sterkt kronesvekkelsen vil påvirke lønns- og prisveksten. Norsk økonomi synes å være nær toppen av konjunktursykelen.

Oppgangen kan fortsette lenger enn lagt til grunn dersom investeringsveksten i næringslivet holder seg oppe lenger. På den annen side er det en risiko for at veksten blir lavere enn vi legger til grunn, for eksempel dersom handelskonfliktene forverres og oljeprisen faller.

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.

Siden september i fjor er styringsrenten hevet gradvis. Pengepolitikken er blitt mindre ekspansiv. Prisveksten er nær inflasjonsmålet, og kapasitetsutnyttningen er noe over et normalt nivå. Svekkelsen av kronen vil trolig bidra til noe høyere prisvekst. Lønnsveksten ser likevel ut til å holde seg moderat fremover. Veksten i fastlandsøkonomien er i ferd med å avta. Med en rente nær dagens nivå er det utsikter til at inflasjonen vil holde seg nær inflasjonsmålet og at kapasitetsutnyttningen vil avta mot et normalt nivå.

Hovedstyrets vurdering er at utsiktene og risikobildet samlet sett tilsier at renten holdes nær dagens nivå fremover. Prognosen for styringsrenten er om lag uendret fra forrige rapport. En svakere krone enn anslått tilsier isolert sett en høyere rentebane. På den annen side ser oppgangen i norsk økonomi ut til å være litt mer moderat enn tidligere lagt til grunn. Det tilsier isolert sett en litt lavere rentebane. Skulle de økonomiske utsiktene eller risikobildet endre seg, kan også renteutviklingen bli en annen enn prognosen indikerer.

Hovedstyret vedtok å holde styringsrenten uendret på 1,50 prosent. Slik hovedstyret nå vurderer utsiktene og risikobildet, vil styringsrenten mest sannsynlig bli værende på dette nivået den nærmeste tiden. Beslutningen var enstemmig.

Øystein Olsen
18. desember 2019

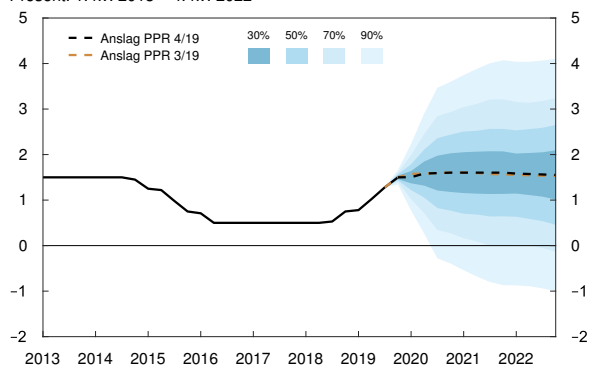
1 Hovedbildet

Det har vært god vekst i norsk økonomi siden 2016. Sysselsettingen har økt, og arbeidsledigheten har falt. Prisveksten er nær inflasjonsmålet, og kapasitetsutnyttningen ser ut til å være noe over et normalt nivå. Fremover venter vi litt lavere vekst i fastlandsøkonomien.

Styrringsrenten ble holdt uendret på 1,50 prosent på dette rentemøtet. Prognosen indikerer at renten vil være nær dagens nivå fremover. Prognosen for styrringsrenten er om lag uendret fra forrige rapport. En svakere krone enn anslått tilsier isolert sett en høyere rentebane. At oppgangen i norsk økonomi ser ut til å være litt mer moderat enn tidligere lagt til grunn, trekker i motsatt retning.

Med en renteutvikling i tråd med prognosen anslås prisveksten å holde seg nær inflasjonsmålet i årene fremover, samtidig som arbeidsledigheten forblir lav.

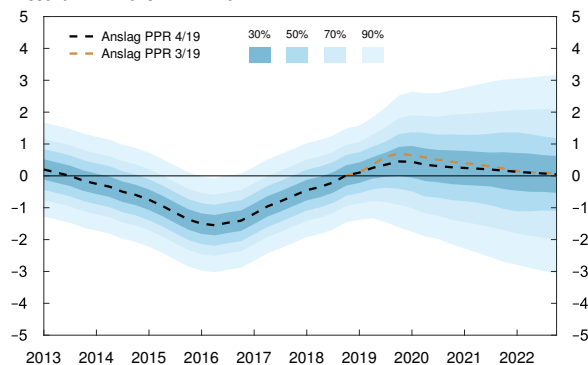
Figur 1.1a Styrringsrenten med usikkerhetsvitte¹⁾. Prosent. 1. kv. 2013 – 4. kv. 2022²⁾



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

Kilde: Norges Bank

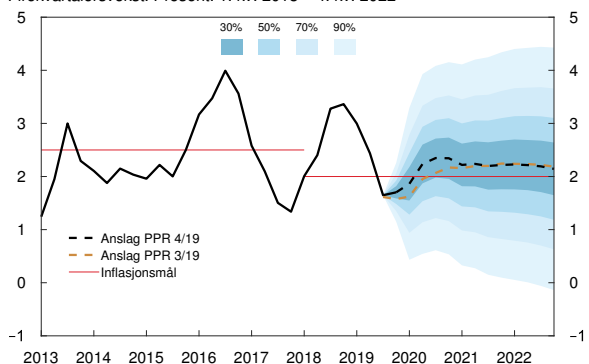
Figur 1.1b Anslag på produksjonsgapet¹⁾ med usikkerhetsvitte²⁾. Prosent. 1. kv. 2013 – 4. kv. 2022



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

Kilde: Norges Bank

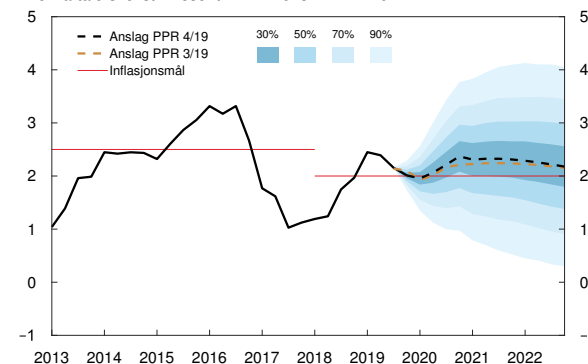
Figur 1.1c Konsumprisindeksen (KPI) med usikkerhetsvitte¹⁾. Firekvartalersvekst. Prosent. 1. kv. 2013 – 4. kv. 2022²⁾



1) Usikkerhetsvitfen er basert på historiske erfaringer og stokastiske simuleringer fra vår makroøkonomiske hovedmodell, NEMO. 2) Anslag for 4. kv. 2019 – 4. kv. 2022.

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

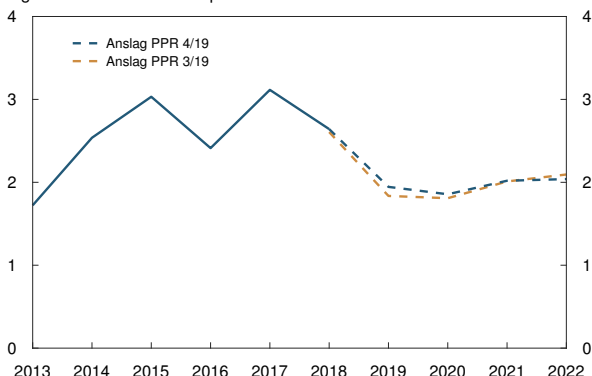
Figur 1.1d KPI-JAE¹⁾ med usikkerhetsvitte²⁾. Firekvartalersvekst. Prosent. 1. kv. 2013 – 4. kv. 2022³⁾



1) KPI justert for avgiftsendringer og uten energivarer. 2) Usikkerhetsvitfen er basert på historiske erfaringer og stokastiske simuleringer fra vår makroøkonomiske hovedmodell, NEMO. 3) Anslag for 4. kv. 2019 – 4. kv. 2022.

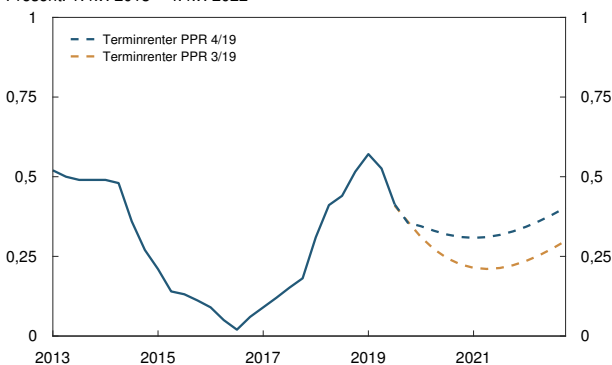
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 1.2 BNP hos handelspartnerne¹⁾. Årsvekst. Prosent. 2013 – 2022²⁾



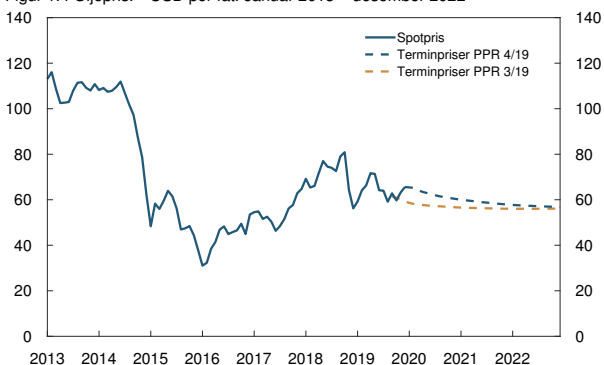
1) Eksportvekster. 25 viktige handelspartnere. 2) Anslag for 2019 – 2022.
Kilder: Thomson Reuters og Norges Bank

Figur 1.3 Tremåneders pengemarkedsrenter hos handelspartnerne.¹⁾ Prosent. 1. kv. 2013 – 4. kv. 2022²⁾



1) Basert på pengemarkedsrenter og renteswapper. Beregningen er beskrevet i Norges Bank (2015) «Beregning av aggregatet for handelspartnerenes renter». Norges Bank Memo 2/2015. 2) Terminrenter beregnet per 13. september 2019 for PPR 3/19 og per 13. desember 2019 for PPR 4/19.
Kilder: Thomson Reuters og Norges Bank

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



1) Brent Blend. 2) Terminpriser per 13. september 2019 for PPR 3/19 og per 13. desember 2019 for PPR 4/19.
Kilder: Thomson Reuters og Norges Bank

1.1 UTVIKLING OG UTSIKTER INTERNASJONALT

Fortsatt moderat vekst

BNP-veksten hos Norges viktigste handelspartnere avtok gjennom fjoråret og har vært moderat så langt i år. Utviklingen har vært preget av blant annet usikkerhet knyttet til økte handelsrestriksjoner og Storbritannias utmelding fra EU. Siden Pengepolitisk rapport (PPR) 3/19, som ble publisert 19. september, har USA og Kina blitt enige om en avgrenset handelsavtale, og det ser nå ut til at Storbritannia forlater EU på nyåret med en utmeldingsavtale. Vi venter likevel at usikkerheten vil dempe veksten også neste år, se figur 1.2. Importveksten hos våre handelspartnere ser ut til å bli litt lavere i år og neste år enn anslått i forrige rapport.

Lønnsveksten hos handelspartnerne har tiltatt de siste par årene, og det er tegn til at den underliggende prisveksten har økt litt. Arbeidsledigheten er lav i mange land, og kapasitetsutnyttingen er nær et normalt nivå. Samtidig har sysselsettingsveksten falt noe den siste tiden. Fremover venter vi at både pris- og lønnsveksten vil øke, men mindre enn tidligere anslått.

Siden forrige rapport har den amerikanske sentralbanken satt ned styringsrenten to ganger. Terminrentene hos handelspartnerne har økt noe, se figur 1.3. Markedsprisingen indikerer at rentene vil holde seg nær dagens nivå gjennom hele prognoseperioden.

Spotprisen på olje er noe høyere enn ved forrige rapport, se figur 1.4. Terminprisene mot slutten av prognoseperioden er lite endret.

1.2 DEN ØKONOMISKE SITUASJONEN I NORGE

Norsk økonomi nær toppen av konjunktursykel

Det har vært god vekst i norsk økonomi siden 2016. Oppgang internasjonalt, bedret kostnadsmessig konkurransevne og høyere oljepris har bidratt til å løfte aktiviteten. Lave renter har trukket i samme retning.

Veksten i BNP for Fastlands-Norge var lavere enn ventet i tredje kvartal, se figur 1.5. Månedlig nasjonalregnskap viste svak vekst i oktober. Ifølge Norges Banks regionale nettverk har veksten i produksjonen avtatt de siste månedene. Kontaktene venter at

veksten avtar litt videre det neste halvåret. Vi anslår at fastlandsøkonomien vil øke med 2,5 prosent i år. Vi venter at veksten i norsk økonomi avtar neste år.

Kapasitetsutnyttningen har økt litt siden forrige rapport, men mindre enn ventet. Arbeidsledigheten har vært stabil og i tråd med anslagene fra september, mens sysselsettingen har økt noe mindre enn anslått. Vårt regionale nettverk indikerer at veksten i sysselsettingen vil avta videre de nærmeste månedene, se figur 1.6. Økonomien synes nå å være nær toppen av konjunktursyklusen. Vi anslår at kapasitetsutnyttningen øker videre i fjerde kvartal, for deretter å avta.

Husholdningenes gjeldsvekst har avtatt de siste par årene, og boligprisveksten har vært moderat.

Prisvekst nær inflasjonsmålet

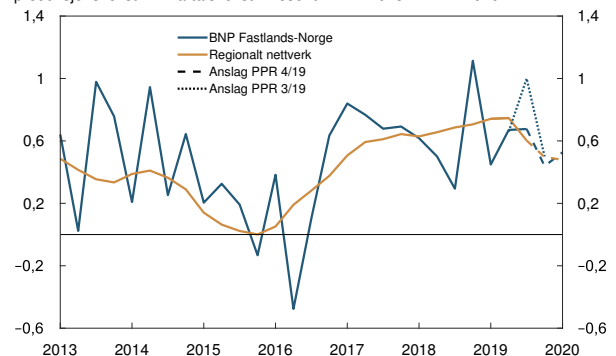
Veksten i konsumprisene har avtatt i år etter å ha økt markert gjennom fjoråret. Det er særlig lavere vekst i elektrisitetsprisene som har dempet inflasjonen.

Tolv månedersveksten i konsumprisindeksen (KPI) var 1,6 prosent i november. Justert for avgiftsendringer og uten energivarer (KPI-JAE) var prisveksten 2,0 prosent. Prisveksten har vært om lag som anslått i forrige rapport. Vi venter at den underliggende prisveksten vil holde seg nær 2 prosent den nærmeste tiden, se figur 1.7.

Et strammere arbeidsmarked har bidratt til at lønnsveksten har økt de siste par årene. Vi anslår en års-lønnsvekst på 3,4 prosent i 2019. Partene i arbeidslivet venter at lønnsveksten vil være i overkant av 3 prosent de nærmeste årene.

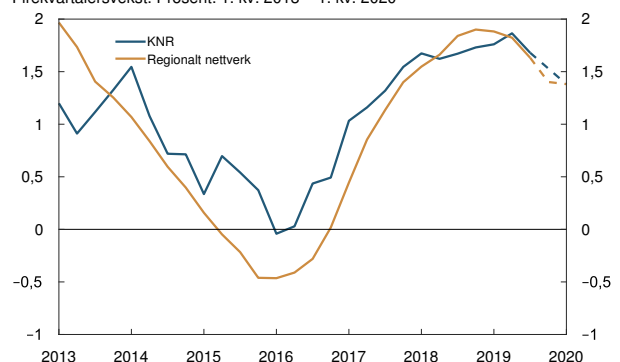
Kronekursen har svekket seg betydelig og er svakere enn vi la til grunn i september. Den svake kronen kan trolig delvis forklares med vedvarende usikkerhet om utviklingen internasjonalt. Forverringen av bytteforholdet etter oljeprisfallet i 2014 og usikkerhet omkring det fremtidige aktivitetsnivået i petroleumsnæringene har trolig bidratt til at kronen har holdt seg svak.

Figur 1.5 BNP for Fastlands-Norge¹⁾ og Regionalt nettverks indikator for produksjonsvekst²⁾. Kvartalsvekst. Prosent. 1. kv. 2013 – 1. kv. 2020³⁾



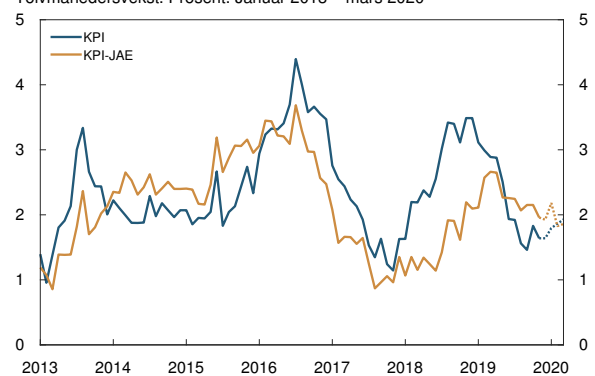
1) Sesongjustert. 2) Rapportert produksjonsvekst siste tre måneder konvertert til kvartalstall. Kvartalstallene er beregnet som en sammenvæktning av tremånederstall basert på når intervjuene er foretatt. For 4. kv. 2019 brukes en sammenvæktning av historisk og forventet vekst, mens for 1. kv. 2020 brukes forventet vekst. 3) Anslag for 4. kv. 2019 – 1. kv. 2020. Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 1.6 Sysselsetting ifølge KNR¹⁾ og Regionalt nettverk²⁾. Firekvartalersvekst. Prosent. 1. kv. 2013 – 1. kv. 2020³⁾



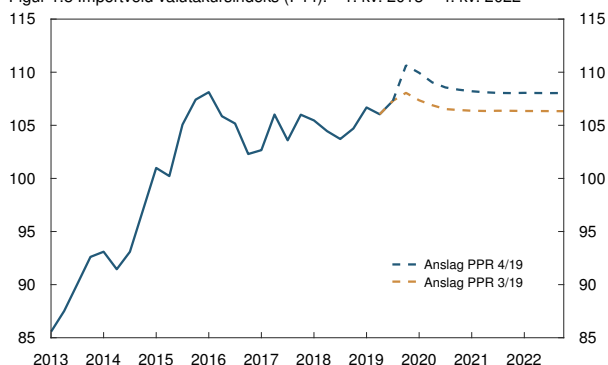
1) Kvartalsvis nasjonalregnskap. Sesongjustert. 2) Rapportert sysselsettingsvekst siste tre måneder konvertert til kvartalstall. Kvartalstallene er beregnet som en sammenvæktning av tremånederstall basert på når intervjuene er foretatt. For 4. kv. 2019 brukes en sammenvæktning av historisk og forventet vekst, mens for 1. kv. 2020 brukes forventet vekst. 3) Anslag for 4. kv. 2019 – 1. kv. 2020. Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 1.7 KPI og KPI-JAE¹⁾. Tolv månedersvekst. Prosent. Januar 2013 – mars 2020²⁾



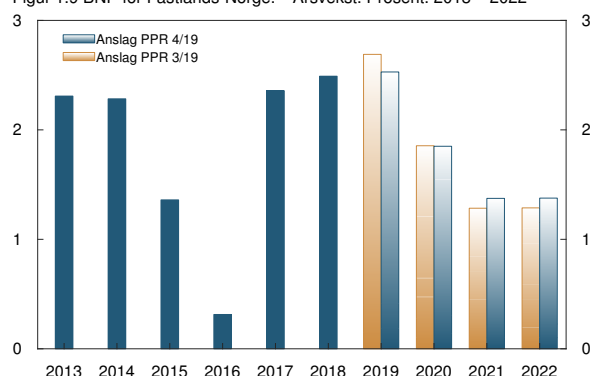
1) KPI justert for avgiftsendringer og uten energivarer. 2) Anslag for desember 2019 – mars 2020. Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 1.8 Importveid valutakursindeks (I-44).¹⁾ 1. kv. 2013 – 4. kv. 2022²⁾



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

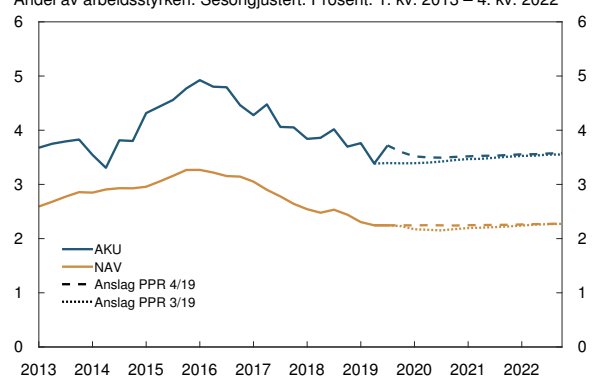
Figur 1.9 BNP for Fastlands-Norge.¹⁾ Årsvekst. Prosent. 2013 – 2022²⁾



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

Figur 1.10 Arbeidsledige ifølge AKU¹⁾ og NAV²⁾.

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



1) Arbeidskraftundersøkelsen. 2) Registrert arbeidsledighet. 3) Anslag for 4. kv. 2019 – 4. kv. 2022.
Kilder: NAV, Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

1.3 PENGEPOLITIKK OG PROGNOSE

Rente nær dagens nivå

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 oppbyggingen av finansielle ubalanser.

Siden september i fjor er styringsrenten hevet gradvis. Pengepolitikken er blitt mindre ekspansiv. Hovedstyret har besluttet at renten holdes uendret på 1,50 prosent, og prognosen indikerer at renten vil være nær dette nivået også fremover, se figur 1.1a.

Prognosen er om lag uendret fra forrige rapport. En svakere krone enn anslått tilsier isolert sett en høyere rentebane. På den annen side ser oppgangen i norsk økonomi ut til å være litt mer moderat enn tidligere lagt til grunn. Det tilsier isolert sett en lavere rentebane. Med en styringsrente i tråd med prognosen anslår vi at den gjennomsnittlige boliglånsrenten vil holde seg om lag uendret de neste årene og være 3,1 prosent i 2022.

Prognosene er usikre, og usikkerheten øker utover i prognoseperioden. Skulle de økonomiske utsiktene eller risikobildet endre seg, kan også renteutviklingen bli en annen enn prognosen indikerer.

Normal kapasitetsutnyttning og inflasjon nær målet

Med en renteutvikling i tråd med prognosen er det utsikter til at kapasitetsutnyttningen avtar gradvis mot et normalt nivå, se figur 1.1b. Anslagene for kapasitetsutnyttningen er litt lavere enn i forrige rapport de neste par årene og lite endret mot slutten av prognoseperioden.

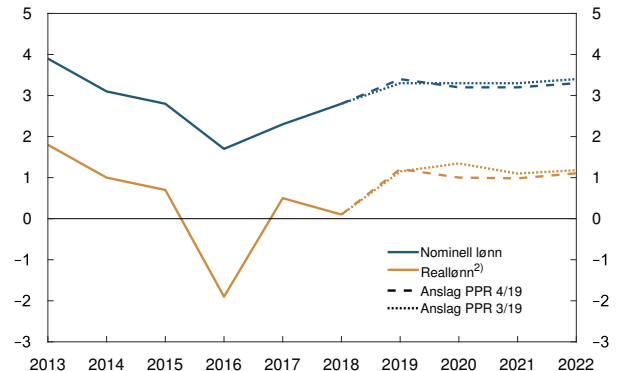
Vi anslår at prisveksten vil holde seg nær inflasjonsmålet de neste årene, se figur 1.1c-d. Kronesvekkelsen den siste tiden bidrar til at inflasjonsanslagene er litt høyere enn i forrige rapport. Anslagene for kronkursen er svakere enn i forrige rapport gjennom hele prognoseperioden, se figur 1.8.

For årene fremover venter vi at veksten i fastlandsøkonomien avtar, se figur 1.9. Vekstbildet preges av at store investeringsprosjekter på norsk sokkel ferdig-

stilles. Svakere krone bidrar i motsatt retning. Anslagene for BNP-veksten er samlet sett lite endret fra forrige rapport.

Utsikter til fortsatt vekst i norsk økonomi tilsier at flere kommer i jobb i årene fremover, men sysselsettingsveksten er ventet å avta gjennom prognoseperioden. Anslagene innebærer at arbeidsledigheten forblir lav, se figur 1.10. Vi venter at lønnsveksten holder seg nokså stabil fremover, se figur 1.11. Lav lønnsomhet i deler av næringslivet bidrar til å dempe lønnsveksten. At kapasitetsutnyttningen i norsk økonomi er over et normalt nivå, trekker i motsatt retning. Lavere kapasitetsutnyttning enn tidligere anslått bidrar til at lønnsanslagene er litt lavere enn i forrige rapport, til tross for utsikter til at prisveksten kan bli litt høyere.

Figur 1.11 Lønn. Årsvekst. Prosent. 2013 – 2022¹⁾

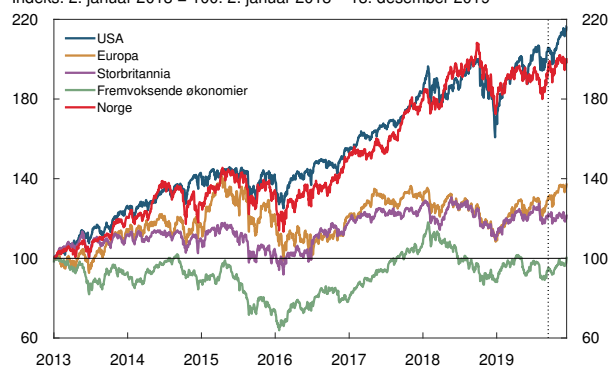


1) Anslag for 2019 – 2022. 2) Nominell lønn deflatert med KPI.
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

2 Internasjonal økonomi

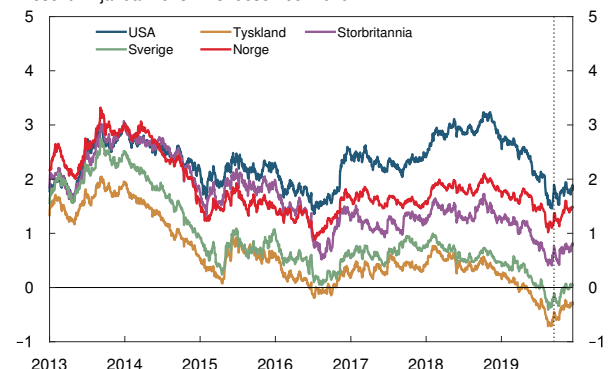
Veksten hos handelspartnerne har avtatt siden 2017, blant annet som følge av usikkerhet knyttet til økte handelsrestriksjoner og Storbritannias utmelding fra EU. Kapasitetsutnyttningen er nær et normalt nivå, og arbeidsledigheten er lav. BNP-veksten anslås å ta seg litt opp mot slutten av prognoseperioden, om lag som vi anslo i septemberrapporten. Rentene hos handelspartnerne har økt noe siden forrige rapport.

Figur 2.1 Aksjekursindekser i utvalgte land.¹⁾
Indeks. 2. januar 2013 = 100. 2. januar 2013 – 13. desember 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 3/19 var basert på informasjon til og med 13. september 2019, markert ved vertikal linje.
Kilde: Bloomberg

Figur 2.2 Renter på tiårs statsobligasjoner i utvalgte land.
Prosent. 2. januar 2013 – 13. desember 2019¹⁾



¹⁾ PPR 3/19 var basert på informasjon til og med 13. september 2019, markert ved vertikal linje.
Kilde: Bloomberg

2.1 VEKST, PRISER OG RENTER

Utsikter til fortsatt moderat vekst

Veksten hos handelspartnerne har avtatt siden 2017. Utviklingen har særlig vært preget av handelskonflikter og nedgang i industrien. Siden septemberrapporten har USA og Kina blitt enige om en avgrenset handelsavtale som blant annet innebærer en liten reduksjon av tollsatsene mellom de to landene. I en ramme på side 17 omtaler vi effektene av handelskonfliktene for veksten i Norge og hos handelspartnerne og ulike scenarier for utviklingen fremover. Samtidig ser det nå ut til at Storbritannia vil forlate EU i begynnelsen av 2020 med en utmeldingsavtale. Aksjemarkedene har steget i både industriland og fremvoksende økonomier, se figur 2.1. Langsiktige renter har økt i flere europeiske land, men de er om lag uendret i USA, se figur 2.2. USA har satt ned styringsrenten to ganger siden forrige rapport. Samlet sett har markedsaktørenes forventninger til styringsrentene hos våre viktigste handelspartnere økt siden septemberrapporten, se figur 2.3.

BNP-veksten hos handelspartnerne var om lag uendret fra andre til tredje kvartal. Veksten har vært noe sterkere enn ventet i Storbritannia, USA og Kina. Aktiviteten i tjenestenæringene har holdt seg relativt godt oppe, og aktivitetsindikatorer kan tyde på at utviklingen i industrien er i ferd med å stabiliseres, se figur 2.4. Samlet antas kapasitetsutnyttningen å være nær et normalt nivå.

Utviklingen i arbeidsmarkedet har vært positiv de siste årene, med oppgang i sysselsettingen og nedgang i arbeidsledigheten. Bedringen har bidratt til god vekst i husholdningenes konsum. Den siste tiden har imidlertid sysselsetningsveksten falt noe, og flere indikatorer peker mot en videre avdemping, se figur 2.5. Vi venter at dette vil bidra til noe lavere konsumvekst. Usikkerhet knyttet til handelskonfliktene og Storbritannias utmelding fra EU har bidratt

til lavere investeringer de siste årene. Det kan dempe den underliggende vekstevnen i økonomiene.

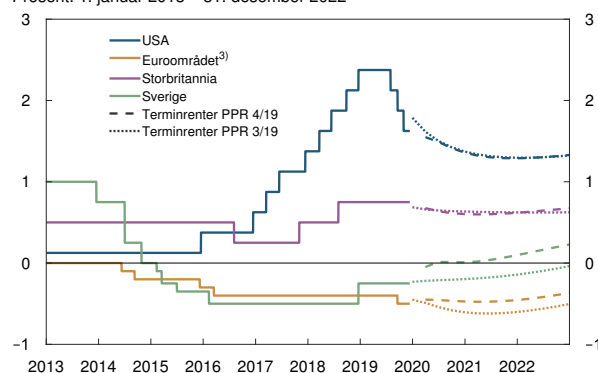
Vi legger til grunn at det ikke kommer ytterligere handelspolitiske tiltak utover de endringer i tollsatser og restriksjoner som allerede er innført eller avtalt. Vi bygger våre anslag på at Storbritannia både forlater EU med en utmeldingsavtale og kommer til enighet med EU om en handelsavtale. Gitt disse forutsetningene venter vi at usikkerheten om den internasjonale økonomiske utviklingen vil dempe veksten også neste år, men usikkerheten vil avta etter hvert. Det vil bidra til en moderat oppgang i investeringene. Ekspansiv pengepolitikk bidrar positivt til veksten i flere land, og finanspolitikken vil trolig bli mer ekspansiv neste år i flere land i Europa enn tidligere lagt til grunn. Vi venter at BNP-veksten hos handelspartnerne øker litt etter hvert som investeringsviljen tar seg opp igjen, se tabell 1 i vedlegget. Anslagene for BNP-veksten er om lag som i forrige rapport. Importveksten hos våre viktigste handelspartnere har vært lavere enn ventet, og anslaget for importveksten i 2019 og 2020 er nedjustert fra septemberrapporten, se figur 2.6.

Litt lavere prisvekstanslag

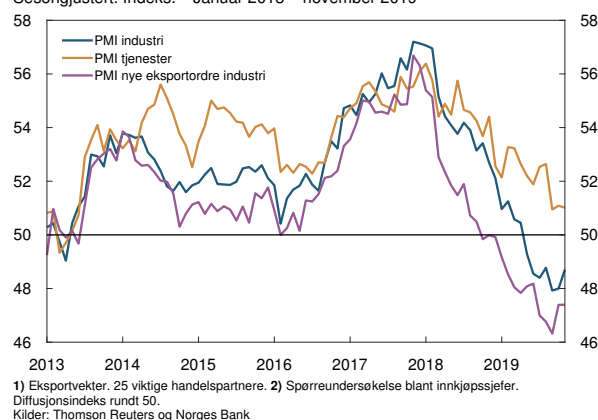
Lav vekst i energi- og matvarepriser har bidratt til at den samlede prisveksten hos våre viktigste handelspartnere har avtatt de siste årene, se figur 2.7. Kjerneprisveksten, der disse komponentene holdes utenom, har imidlertid tiltatt noe de siste månedene. Det har trolig sammenheng med at lønnsveksten både i USA og Europa tok seg opp i løpet av 2018. Oppgangen fortsatte inn i 2019, men den har vært svakere enn ventet. Anslagene for lønnsveksten i årene fremover er derfor litt lavere enn i septemberrapporten. Dette vil bidra til svakere prisvekst enn tidligere ventet. Vi anslår nå en konsumprisvekst i underkant av 2 prosent i år og neste år, før den øker litt mot slutten av prognoseperioden, se tabell 2 i vedlegget. Spotprisen på olje har den siste tiden ligget rundt 65 dollar per fat. Prisen er høyere enn ved forrige rapport, mens terminprisene ved utgangen av 2022 er lite endret siden septemberrapporten (figur 1.4). Oljeprisen er omtalt i en ramme på side 16.

Prisveksten på konsumvarer som Norge importerer, målt i utenlandsk valuta, økte markert gjennom 2018. Siden septemberrapporten har imidlertid prisveksten avtatt og vært litt lavere enn anslått for de fleste varegrupper. Anslagene er nedjustert for i år, se tabell 2 i vedlegget.

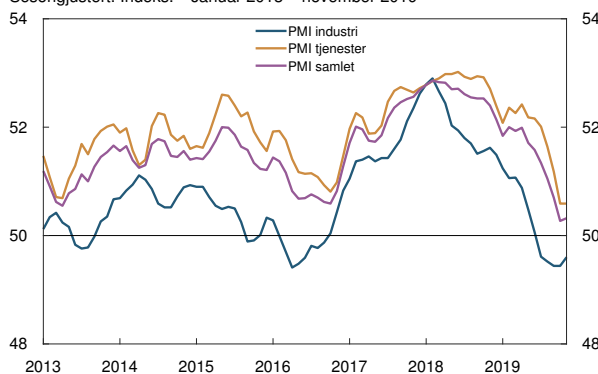
Figur 2.3 Styringsrenter og beregnede terminrenter¹⁾ i utvalgte land. Prosent. 1. januar 2013 – 31. desember 2022²⁾



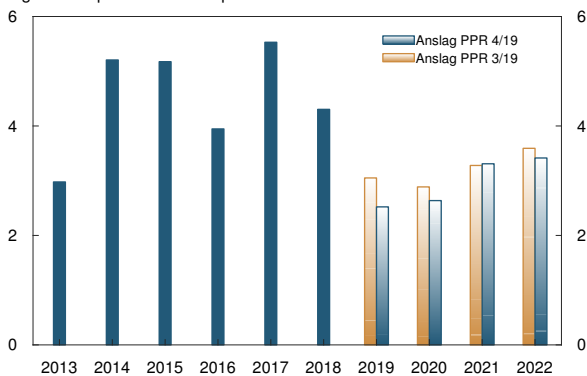
Figur 2.4 PMI hos handelspartnerne.¹⁾ Sesongjustert. Indeks.²⁾ Januar 2013 – november 2019



Figur 2.5 Global PMI: Sysselsetting.¹⁾ Sesongjustert. Indeks.²⁾ Januar 2013 – november 2019

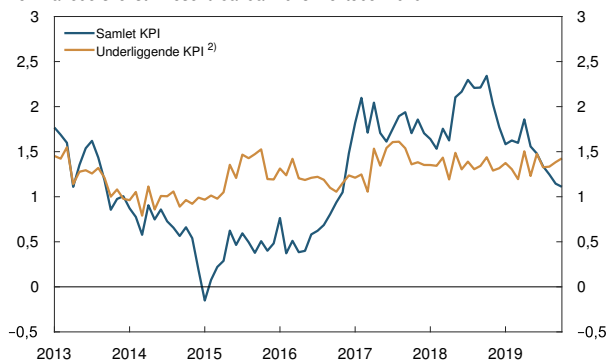


Figur 2.6 Import hos handelspartnere.¹⁾ Årsvekst. Prosent. 2013 – 2022²⁾



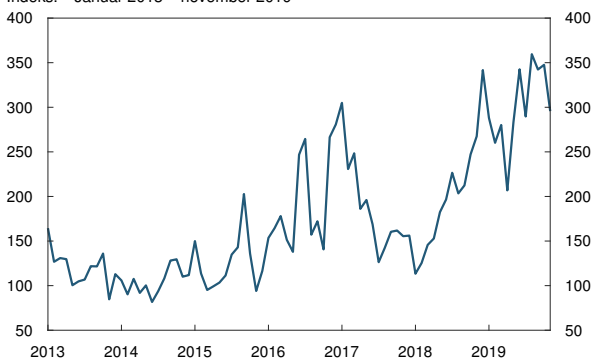
1) Eksportvekter. 25 viktige handelspartnere. 2) Anslag for 2019 – 2022.
Kilder: Thomson Reuters og Norges Bank

Figur 2.7 Konsumpriser i utvalgte land.¹⁾
Tolv månedersvekst. Prosent. Januar 2013 – oktober 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

Figur 2.8 Global økonomisk-politisk usikkerhet.¹⁾
Indeks.²⁾ Januar 2013 – november 2019



1) Indikator som måler forekomsten av ordet "usikkerhet" i forbindelse med "økonomi" og "politikk" i avisartikler. 2) Vektet etter PPP-justert BNP. Stigende kurve indikerer større usikkerhet.
Kilde: policyuncertainty.com

Nedsiderisikoer dominerer fortsatt

Det er fortsatt betydelig usikkerhet knyttet til utviklingen internasjonalt. Usikkerhetsindikatorer i finansmarkedene har avtatt siden forrige rapport, mens tekstbaserte usikkerhetsindikatorer har holdt seg på høye nivåer, se figur 2.8. Det er usikkert i hvilken grad nedgangen i industrien globalt vil smitte over på andre deler av økonomien. Dersom det blir enighet om nye handelsavtaler eller nåværende tollsatser reduseres ytterligere, kan veksten bli sterkere enn anslått. Dersom handelskonfliktene trappes opp igjen, kan veksten hos våre handelspartnere bli lavere enn anslått. Våre beregninger indikerer at de negative konsekvensene av en eskalering kan være betydelig større enn de positive effektene av en løsning på handelskonfliktene (se mer i rammen om handelskonfliktene på side 17). Dersom Storbritannia og EU ikke kommer til enighet om en handelsavtale, vil trolig veksten i Europa bli lavere enn vi nå ser for oss. Tidlige avklaringer mellom Storbritannia og EU kan imidlertid bidra til at veksten i Europa blir sterkere enn lagt til grunn, se ramme i PPR 3/19.

2.2 LAND OG REGIONER

Oppgangen fortsetter i USA

Oppgangen i amerikansk økonomi fortsetter, og kapasitetsutnyttningen er trolig høyere enn normalt. BNP-veksten var 0,5 prosent i både andre og tredje kvartal, se figur 2.9. Veksten holdes oppe av sterk oppgang i privat konsum og et oppsving i boliginvesteringene. Foretaksinvesteringene har på den annen side falt to kvartaler på rad og importen har vært nær uendret så langt i år. Sysselsettingsveksten har avtatt noe de siste månedene, og lønnsveksten har vært stabil i overkant av 3 prosent.

Den amerikanske sentralbanken har satt ned styringsrenten to ganger siden forrige rapport, og styrer nå mot en rente mellom 1,50 og 1,75 prosent. Markedsprisingen indikerer nå et rentekutt høsten 2020.

Vi venter at BNP-veksten avtar fra 2,3 prosent i år til 2,0 prosent neste år. Anslagene er høyere enn i forrige rapport. Avdempingen skyldes at effekter av tidligere skatteutt og offentlige utgiftsøkninger avtar. Vi venter også at sysselsettingsveksten gradvis blir lavere etter hvert som det blir færre ledige ressurser i arbeidsmarkedet. Samtidig vil trolig rentenedgangen stimulere til en videre oppgang i boliginvesteringene.

Tolløkningene de siste årene bidrar til at konsumprisveksten tar seg litt opp. Anslaget for konsumprisene er likevel litt lavere enn i forrige rapport som følge av lavere lønnsvekst enn tidligere lagt til grunn, og fordi tollsatsene på kinesiske varer antas å bli redusert når den avgrensede handelsavtalen mellom USA og Kina trer i kraft.

Lav vekst i euroområdet

Den økonomiske veksten i euroområdet har avtatt markert siden konjunkturtoppen i 2017. Veksten i tredje kvartal var 0,2 prosent, om lag som ventet i septemberrapporten. Det har vært en liten bedring i aktivitetsindikatorer for industrien de siste månedene, mens indikatorer for tjenestenæringene har falt litt, se figur 2.10. Kapasitetsutnyttningen for euroområdet samlet anslås å være nær et normalt nivå.

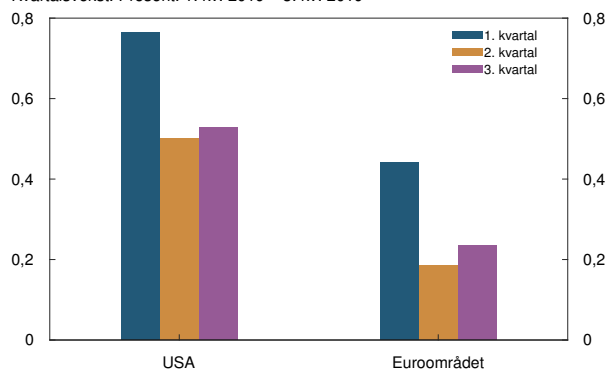
Den europeiske sentralbanken har gjenopptatt sine obligasjonskjøp og iverksatt et nytt system med differensiert rente for bankenes reserver. Pengemarkedsrentene har økt litt siden forrige rapport. Det har ikke kommet nye pengepolitiske signaler siden septemberrapporten, og markedsprisingen tilsier uendret styringsrente frem til 2022.

De nærmeste årene venter vi at ekspansiv finanspolitikk vil bidra positivt til den økonomiske aktiviteten. Lave realrenter vil bidra til å holde veksten oppe. Etter hvert som usikkerheten knyttet til handelskonfliktene og Storbritannias utmelding fra EU avtar, venter vi at veksten i investeringene og eksporten tar seg opp. Sammenlignet med forrige rapport er vekstanslagene litt høyere for i år og litt lavere for 2022. Anslagene for prisveksten er om lag uendret fra forrige rapport.

Veksten i fremvoksende økonomier ventes å tilta

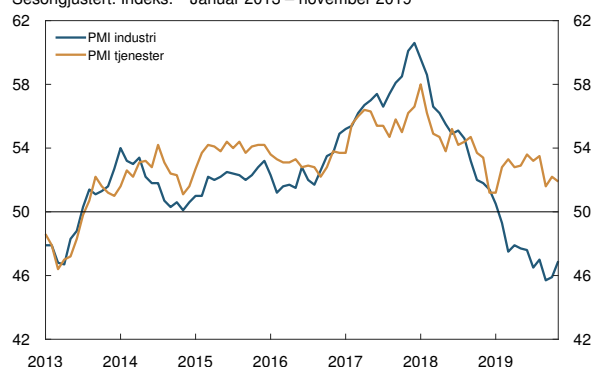
Handelskonflikten mellom USA og Kina har bidratt til en avdemping i flere land i Asia, se figur 2.11. I Kina avtok firekvarteralsveksten i BNP til 6 prosent i tredje kvartal. Det er den svakeste veksten på over 20 år. Vi anslår at BNP-veksten i Kina vil avta fra 6,1 prosent i år til 5,6 prosent i 2022. Anslagene er litt høyere enn i forrige rapport som følge av enigheten mellom USA og Kina om en avgrenset handelsavtale. Etter en periode med særlig lav vekst i Brasil, India, Russland og Tyrkia venter vi at oppgangen i disse landene vil tilta og bidra til at veksten for de fremvoksende økonomiene samlet vil øke gjennom prognoseperioden.

Figur 2.9 BNP i USA og euroområdet.
Kvartalsvekst. Prosent. 1. kv. 2019 – 3. kv. 2019



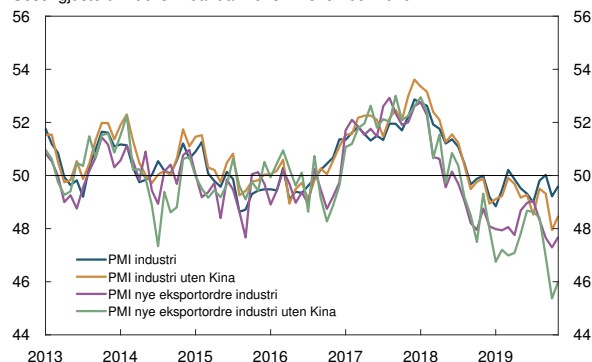
Kilde: Thomson Reuters

Figur 2.10 PMI i euroområdet.
Sesongjustert. Indeks.¹⁾ Januar 2013 – november 2019



¹⁾ Spørreundersøkelse blant innkjøpsjefer. Diffusjonsindeks rundt 50.
Kilde: Thomson Reuters

Figur 2.11 PMI i fremvoksende økonomier.¹⁾
Sesongjustert. Indeks.²⁾ Januar 2013 – november 2019



¹⁾ Eksportvekter. Kina, Thailand, Brasil, Tyrkia, India, Russland, Indonesia og Polen.
²⁾ Spørreundersøkelse blant innkjøpsjefer. Diffusjonsindeks rundt 50.
Kilder: Markit, Thomson Reuters, Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

UTVIKLINGEN I PRISENE PÅ OLJE OG GASS

Spotprisen på olje har den siste tiden ligget rundt 65 dollar fatet. Prisen er høyere enn ved forrige rapport. Globalt oljeforbruk utviklet seg svakt i første halvår, men har tatt seg opp så langt i andre halvår og ventes å bli høyere i 2020 enn i 2019. Videre fall i produksjonen i Iran og Venezuela bidrar til lavere tilbud av olje. Veksten i skiferoljeproduksjonen i USA har avtatt den siste tiden og kan reduseres ytterligere fremover, se figur 2.A. På den annen side tiltar oljeproduksjonen i land som Brasil og Norge. For å forebygge et tilbuds-overskudd av olje besluttet OPEC+ i desember å kutte ytterligere i produksjonen fra begynnelsen av 2020 og ut første kvartal. Landene skal etter planen vurdere kuttavtalen igjen i mars 2020.

Vi legger til grunn at oljeprisen vil utvikle seg i tråd med terminprisene (figur 1.4). Terminprisen indikerer nå at oljeprisen vil avta til rundt 57 dollar per fat ved utgangen av 2022. Det er om lag som lagt til grunn i september.

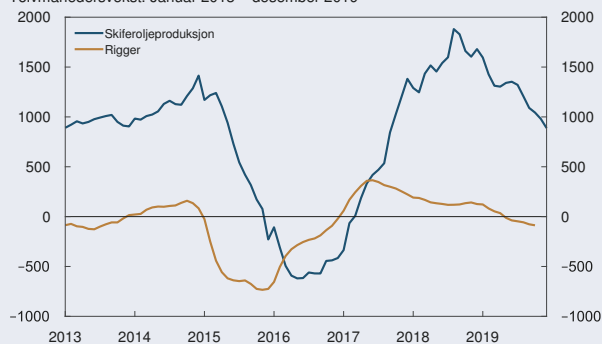
Prisen kan falle mer enn terminprisene indikerer hvis usikkerheten tiltar igjen og utsiktene for verdens-økonomien svekkes. Økt energieffektivisering og vridning mot nye energikilder med sikte på å nå de langsiktige klimamålene i Paris-avtalen kan medføre at veksten i oljeforbruket dempes over tid. Prisen kan også holdes nede hvis veksten i oljeproduksjonen utenfor OPEC blir høyere enn ventet.

På den annen side kan prisen øke hvis USAs sanksjoner mot Iran og Venezuela fører til ytterligere nedgang i oljeeksporten fra disse landene. Hvis det samtidig blir høy oppfyllelse av produksjonsbegrensningene i OPEC+ kan oljelagrene i OECD-landene holdes nede. Politiske spenninger i Midtøsten kan også blusse opp igjen. Over tid kan oljeprisen øke som følge av høyere kostnader for å utvinne gjenværende oljeressurser. Det kan for eksempel gjenspeile mer krevende geologi eller høyere krav til avkastning som følge av økt risiko.

God tilgang på flytende gass globalt (LNG) og russisk gass i rør ga høye gasslagre i Nordvest-Europa og bidro til at prisen på europeisk gass falt mye i første halvår 2019, se figur 2.B. Fra november har prisen steget. Gassprisene stiger normalt inn mot vinteren, men oppgangen kan i tillegg ses i sammenheng med usikkerhet knyttet til russisk gasseksport gjennom Ukraina til Europa fra begynnelsen av 2020.

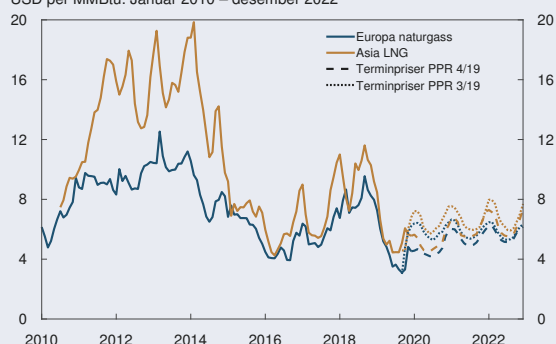
Vi legger til grunn at gassprisene utvikler seg i tråd med terminprisene. Terminprisene for europeisk gass indikerer litt høyere priser fremover, men prisene for 2020 er lavere enn ved forrige rapport. Hvis russisk gasseksport gjennom Ukraina opprettholdes inn i 2020, kan gassprisen falle ytterligere ettersom gasslagrene i Nordvest-Europa er historisk høye. Fortsatt god tilgang på LNG fra blant annet USA og Australia kan også dempe prisoppgangen. En eventuell kald vinter på den nordlige halvkule og økt LNG-import i land i Asia kan trekke i motsatt retning.

Figur 2.A Skiferoljeproduksjon¹⁾ og antall rigger i USA. Tolvmånedersvekst. Januar 2013 – desember 2019²⁾



1) Vekst målt i tusen fat per dag. 2) Tall for skiferoljeproduksjon i november og desember 2019 er anslag fra US Energy Information Administration. Tall for antall rigger er til og med oktober 2019. Kilder: US Energy Information Administration og Norges Bank

Figur 2.B Priser på naturgass¹⁾. USD per MMBtu. Januar 2010 – desember 2022²⁾



1) Verdvektet gjennomsnitt av priser på naturgass i Nederland og Storbritannia. 2) Terminpriser per 13. september 2019 for PPR 3/19 og per 13. desember 2019 for PPR 4/19. Kilder: Norsk Petroleum, Thomson Reuters og Norges Bank

HANDELSKONFLIKTENE DEMPER VEKSTEN

Siden starten av 2018 er det iverksatt en rekke proteksjonistiske tiltak globalt. Mesteparten har vært bilaterale tiltak på handel mellom Kina og USA. Det gjennomsnittlige tollnivået mellom disse landene har økt fra rundt 5 prosent i 2018 til i overkant av 20 prosent nå. Tiltakene har bidratt til å reversere en langsiktig trend med handelsliberalisering og lavere tollsatser globalt. I denne rammen ser vi på effektene av handelskonfliktene så langt og hvordan en opptrapping eller nedtrapping av konfliktene vil kunne påvirke utsiktene framover.

Handelskonfliktene kan påvirke den økonomiske utviklingen gjennom ulike kanaler. Direkteeffekten av økt toll vil avhenge av om eksportørene tilpasser seg gjennom økte priser eller reduserte marginer. Lavere marginer vil redusere lønnsomheten, mens høyere priser vil øke kostnadene for bedrifter og konsumenter i importlandet og dempe etterspørselen. I begge tilfellene vil trolig veksten i handel og investeringer dempes. Effektene kan forplante seg via verdikjeder innenlands og utenlands og dermed også ramme sektorer og land som ikke omfattes direkte av økte tollsatser. Særlig vil toll på biler trolig ramme bredt. Forventninger om ytterligere proteksjonistiske tiltak kan også føre til usikkerhet som i seg selv kan gi lavere investeringer og negative utslag i finans- og råvaremarkedene. Lavere vekst i internasjonal handel kan også redusere veksten på lengre sikt som følge av svakere konkurranse og mindre teknologioverføring og spesialisering på tvers av land.

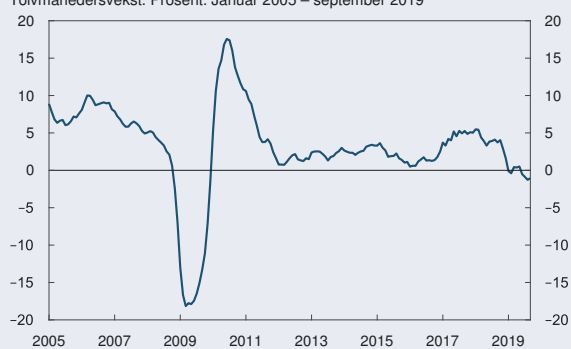
Vi ser tydelige effekter fra handelskonfliktene i løpende statistikk. I løpet av det siste året har handelen mellom USA og Kina falt brått og bidratt til en nedgang i varehandelen globalt for første gang siden finanskrisen, se figur 2.C. Indekser for handelspolitisk usikkerhet har økt til historisk høye nivåer, se figur 2.D, og investeringsveksten hos Norges viktigste handelspartnere er nå den svakeste på over fem år. I USA har prisene økt på en rekke konsumvarer som er ilagt toll. Dette reduserer kjøpekraften og vil trolig bidra til å dempe konsumveksten. Siden starten av 2018 har vi i Pengepolitisk rapport flere ganger nedjustert anslagene for veksten hos Norges handelspartnere. Anslaget for BNP-nivået hos handelspartnerne i 2020 er om lag 1 prosent lavere i denne rapporten enn det var i PPR 1/18.

Vi har benyttet en global DSGE-modell utviklet av IMF for å illustrere effektene av handelskonfliktene hos Norges handelspartnere.¹ Modellen omfatter fem regioner og inkluderer bilaterale handelsstrømmer og relative priser, noe som gjør den godt egnet til å se på effektene av endringer i tollsatser. I tillegg har vi tatt hensyn til effektene av økt usikkerhet på investeringer² og produktivitetseffektene av mindre handel mellom

1) Global Integrated Monetary and Fiscal Model (GIMF).

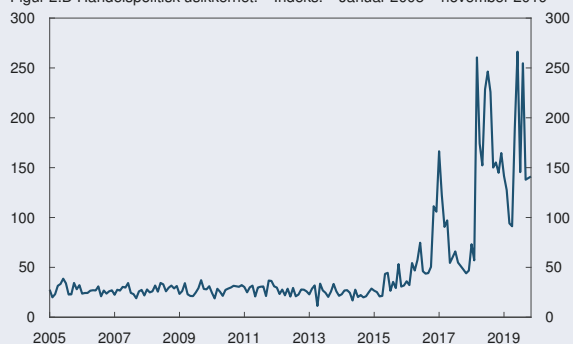
2) Vi har benyttet estimater fra Caldara et. al (2019) for sammenhengen mellom handelspolitisk usikkerhet og investeringer: Caldara, D., M. Iacoviello, P. Molligo, A. Prestipino og A. Raffo (2019) «The Economic Effects of Trade Policy Uncertainty». *International Finance Discussion Papers* 1256.

Figur 2.C Global varehandel.¹⁾
Tolv månedersvekst. Prosent. Januar 2005 – september 2019



1) Indeks for global varehandel er beregnet som et gjennomsnitt av global import og eksport.
Kilder: Thomson Reuters og Norges Bank

Figur 2.D Handelspolitisk usikkerhet.¹⁾ Indeks.²⁾ Januar 2005 – november 2019



1) Indikator som måler forekomsten av ordet "usikkerhet" i forbindelse med "handelspolitikk" i avisartikler.
2) Stigende kurve indikerer større usikkerhet.
Kilde: Caldara, D., M. Iacoviello, P. Molligo, A. Prestipino og A. Raffo, "The Economic Effects of Trade Policy Uncertainty", revidert november 2019, *Journal of Monetary Economics*, kommende.

land³. Vi antar at effektene av usikkerhet er større i land der utenrikshandel utgjør en større andel av verdiskapingen. Vi antar også at produktivitetseffektene av lavere internasjonal handel er større i fremvoksende økonomier enn i industrialiserte land, blant annet på grunn av mindre teknologioverføring.

Beregningene indikerer at handelskonfliktene, gjennom direkte og indirekte effekter, har bidratt til at BNP-nivået hos Norges handelspartnere nå er rundt ¾ prosent lavere enn i en situasjon uten proteksjonistiske tiltak. Beregningene inkluderer alle tollendringene globalt fra januar 2018 og frem til i dag og økningen i handelspolitisk usikkerhet i denne perioden. For Norges viktigste handelspartnere dominerer de indirekte effektene av økt usikkerhet, mens for Kina og USA er de direkte effektene av økte tollsatser også betydelige, se figur 2.E.

I anslagene i denne rapporten legger vi til grunn at det ikke kommer ytterligere handelspolitiske tiltak, og at usikkerheten knyttet til handelspolitikken gradvis avtar. Vi ser her på to alternative scenarier for utviklingen fremover. I scenario 1 antar vi at konfliktene trappes opp, med innføring av toll på den resterende handelen mellom USA og Kina og toll på handel med biler og bildeler til og fra USA.⁴ I scenario 2 antar vi at all straffetoll reverseres i 2020.

Figur 2.F viser effektene på BNP hos handelspartnerne. I scenario 1 vil BNP hos handelspartnerne kunne bli nesten én prosent lavere i 2021. Det skyldes blant annet at europeiske land i større grad rammes direkte av økt toll dersom det innføres toll på handel med biler og bildeler. Samtidig vil trolig usikkerheten øke ytterligere, og dempe investeringene i lengre tid fremover. På en annen side, dersom tiltakene som allerede er innført reverseres og usikkerheten avtar raskt, viser beregningene at BNP vil kunne bli rundt ¼ prosent høyere enn vi nå anslår. De positive konsekvensene ved en reversering av de proteksjonistiske tiltakene synes dermed betydelig mindre enn de negative effektene ved en opptrapping av handelskonfliktene i tråd med scenario 1.

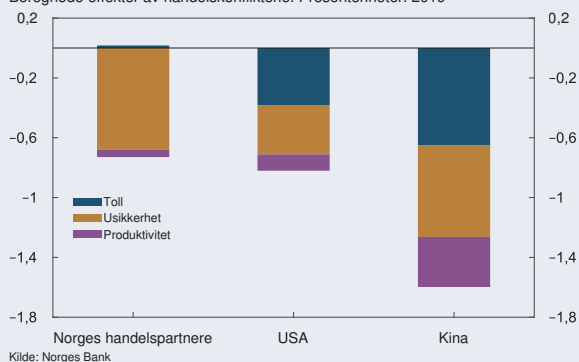
Effektene på norsk økonomi

Som en liten, åpen økonomi påvirkes Norge av utviklingen i handelskonfliktene. Samtidig har veksten i norsk økonomi vært god de siste årene til tross for svakere vekst blant våre handelspartnere. De direkte effektene av handelskonfliktene på norsk økonomi har til nå trolig vært begrenset.

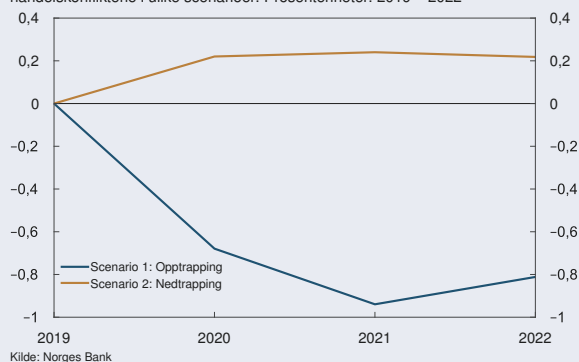
3 Vi har benyttet estimater fra ECB (2017) for sammenhengen mellom internasjonal verdikjedehandel og produktivitet. I beregningene har vi antatt et fast forhold mellom handel og bruk av globale verdikjeder, se *ECB Economic Bulletin, Issue 7/2017* «Does trade play a role in helping to explain productivity growth?»

4 I scenario 1 antar vi at det innføres 15 prosent straffetoll på import til USA fra Kina verdt om lag 280 milliarder, og på import verdt om lag 40 milliarder dollar til Kina fra USA. I tillegg har vi lagt til grunn at USA innfører 20 prosent toll på import av biler og bildeler, og at USAs handelspartnere svarer med tilsvarende mottiltak.

Figur 2.E Produksjonsgap for Norges handelspartnere, USA og Kina. Beregnede effekter av handelskonfliktene. Prosentenheter. 2019



Figur 2.F Produksjonsgap for Norges handelspartnere. Beregnede effekter av handelskonfliktene i ulike scenarier. Prosentenheter. 2019 – 2022



Norsk økonomi er imidlertid ikke immun mot negative impulser fra utlandet. En opptrapping av handelskonfliktene i tråd med scenario 1 vil mest sannsynlig ha negative konsekvenser for norsk økonomi. Lavere vekst hos våre handelspartnere vil gi lavere etterspørsel etter norske eksportvarer. I tillegg vil lavere global vekst kunne redusere etterspørselen etter olje og gi en lavere oljepris. Norge har også en betydelig eksport som er tilknyttet bilindustrien. Eksempler på dette er bildeler, aluminium og ferrolegeringer. Disse varegruppene utgjør til sammen i underkant av 10 prosent av eksporten fra Fastlands-Norge. Det er derfor grunn til å tro at en tolløkning på biler og bildeler til og fra USA vil ha en større direkte effekt på norsk økonomi enn tiltakene som til nå er innført.

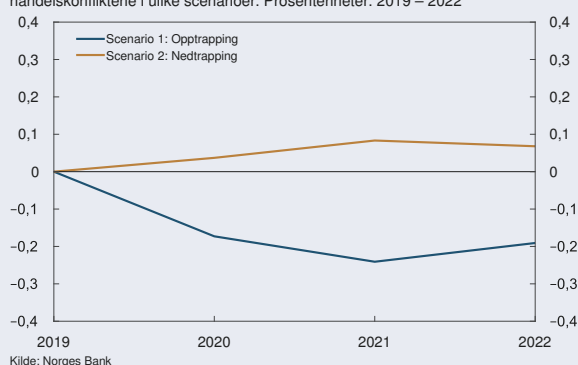
På den annen side vil en nedtrapping i tråd med scenario 2 trolig være positivt for norsk økonomi gjennom høyere vekst hos våre handelspartnere og en litt høyere oljepris.

Vi har brukt vår makroøkonomiske hovedmodell NEMO for å illustrere hvordan scenarioene kan påvirke norsk økonomi. Figurene 2.G og 2.H viser effektene på produksjonsgapet og styringsrenten. Det er viktig å understreke at dette kun er en modellteknisk illustrasjon. Effektene av disse scenarioene på våre handelspartnere og på norsk økonomi er svært usikre.

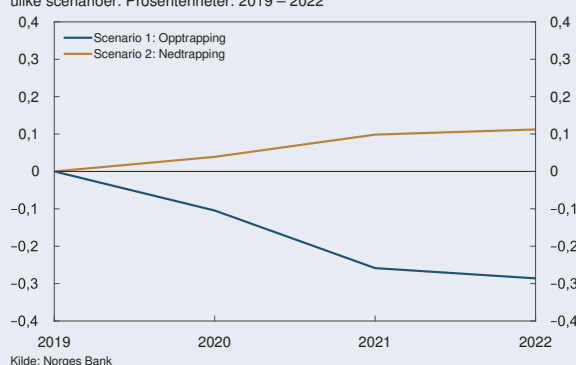
Opptrappingen av handelskonfliktene i scenario 1 fører til lavere vekst i tradisjonell eksport via lavere etterspørsel fra utlandet og gjennom direkteeffekter av biltoll. Samtidig vil en lavere oljepris føre til svakere utvikling for oljeleverandørindustrien gjennom lavere oljeinvesteringer på norsk sokkel og lavere eksport. Dette gir svakere utvikling i norsk økonomi, og produksjonsgapet vil falle raskere enn anslått i rapporten. En svakere krone som følge av lavere oljepris vil bidra til å dempe fallet i eksporten. Sentralbanken vil i modellen reagere på de svakere vekstutsiktene ved å sette ned renten. Prisene på importerte varer øker som følge av svakere krone, mens lavere kapasitetsutnyttning demper lønnsveksten og innenlandsk prisvekst. Samlet sett er prisveksten om lag uendret. Isolerte effekter av økt usikkerhet er ikke hensyntatt i analysen av norsk økonomi og kan gjøre utslagene større, blant annet gjennom en nedgang i investeringene.

En nedtrapping av handelskonfliktene i tråd med scenario 2 vil kunne gi litt høyere vekst, en sterkere krone og litt høyere rente. Effektene er mindre enn ved en opptrapping av handelskonfliktene. Dette henger blant annet sammen med at de direkte effektene på norsk økonomi av de til nå innførte tiltakene trolig er små, og at oppsiden internasjonalt også er mindre.

Figur 2.G Produksjonsgap for Norge. Beregnede effekter i NEMO av handelskonfliktene i ulike scenarioer. Prosentenheter. 2019 – 2022



Figur 2.H Styringsrente. Beregnede effekter i NEMO av handelskonfliktene i ulike scenarioer. Prosentenheter. 2019 – 2022



3 Finansielle forhold

Boliglånsrenten har steget gradvis det siste året, men mindre enn styringsrenten. Vi venter at boliglånsrenten vil holde seg nær uendret de neste årene og være 3,1 prosent i 2022. Kronen har svekket seg betydelig og er svakere enn vi anslo i september. Vi venter at kronen holder seg svak også i årene fremover. Samlet synes de finansielle forholdene å være litt mer lempelige enn lagt til grunn i forrige rapport.

PENGEPOLITIKKEN SIDEN SEPTEMBER

På rentemøtet 18. september ble styringsrenten hevet fra 1,25 til 1,50 prosent. Analysene i septemberrapporten indikerte at renten fremover ville være nær dette nivået. Med en slik utvikling i styringsrenten ble inflasjonen anslått å holde seg nær målet, samtidig som arbeidsledigheten ville forbli lav.

På rentemøtet 23. oktober ble ny informasjon vurdert opp mot anslagene fra septemberrapporten. Oppgangen i norsk økonomi hadde fortsatt om lag som ventet, og den underliggende prisveksten hadde vært som anslått. Vekstutsiktene for Norges handelspartnere syntes å være litt svakere enn lagt til grunn. Kronen hadde svekket seg markert. Hovedstyrets vurdering var at renteutsiktene for den nærmeste tiden var lite endret siden septemberrapporten. Usikkerheten om utviklingen internasjonalt vedvarte, og rentene ute var svært lave. Samtidig kunne svekkelsen av kronen gi høyere prisvekst fremover. Hovedstyret vedtok å holde styringsrenten uendret på 1,50 prosent.

3.1 UTLÅNSRENTENE

Økt boliglånsrente

Den gjennomsnittlige boliglånsrenten var 2,9 prosent ved utgangen av oktober. Utviklingen i listepriser for renter på bankenes utlån indikerer at boliglånsrenten vil være i overkant av 3,0 prosent ved utgangen av året. Det er litt lavere enn vi la til grunn i forrige rapport.

Mens styringsrenten har blitt hevet med til sammen 1,0 prosentenheter fra september i fjor til september i år, ser det ut til at den samlede økningen i boliglånsrenten vil være i overkant av 0,6 prosentenheter ved utgangen av 2019, se figur 3.1. Utviklingen i utlånsrenten må ses i sammenheng med konkurranse-situasjonen i banksektoren og bankenes samlede finansieringskostnader.

Flere banker rapporterer om sterk konkurranse i markedet for utlån til bolig. Det kan ha bidratt til å dempe oppgangen i utlånsrentene. Samtidig rapporterer bankene om svakere konkurranse i innskuddsmarkedet, og bankene har økt sine innskuddsrenter mindre enn styringsrenten også i tredje kvartal. Lavere kostnader i innskuddsmarkedet kan ha gitt bankene rom for å tilby lavere utlånsrenter enn utviklingen i styringsrenten skulle tilsi.

Også renten på bankenes markedsfinansiering har økt mindre enn styringsrenten det siste året. For markedsfinansiering betaler bankene pengemarkedsrenten Nibor pluss et risikopåslag. Risikopåslaget er lite endret siden forrige rapport, mens tremåneders Nibor har steget.

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. Pengemarkedspåslaget, slik vi beregner det, har steget litt siden forrige rapport. Så langt i fjerde kvartal har påslaget i gjennomsnitt vært i overkant av 0,3 prosentenheter. Det er litt lavere enn anslått.

Bankenes utlånsrente til foretak er ofte direkte knyttet til Nibor og har økt litt siden forrige rapport. Ved utgangen av oktober var foretakenes utlånsrente 3,9 prosent. Større foretak kan i tillegg hente finansiering direkte i obligasjonsmarkedet. Risikopåslagene i obligasjonsmarkedet har falt så langt i år og er lite endret siden sist.

Utlånsrente på 3,1 prosent

Anslagene i denne rapporten innebærer at boliglånsrenten vil holde seg nær uendret de neste årene og være 3,1 prosent i 2022. Anslagene for boliglånsrenten er litt lavere enn i forrige rapport.

Lavere anslag på utlånsrenter følger av en liten nedjustering av anslagene for pengemarkedspåslaget i Nibor, se figur 3.2. Vi venter at pengemarkedspåslaget vil ligge nær 0,35 prosentenheter ut prognoseperioden, ned fra 0,4 prosentenheter i forrige rapport. Nedjusteringen har sammenheng med at markedet priser inn litt lavere pengemarkedspåslag i dollar fremover, og at påslaget over en periode har vært lavere enn anslått i våre rapporter.

Fremtidige norske pengemarkedsrenter er høyere enn i forrige rapport. Markedsprisingen indikerer at styringsrenten de nærmeste årene vil bli værende om lag på dagens nivå, se figur 3.3

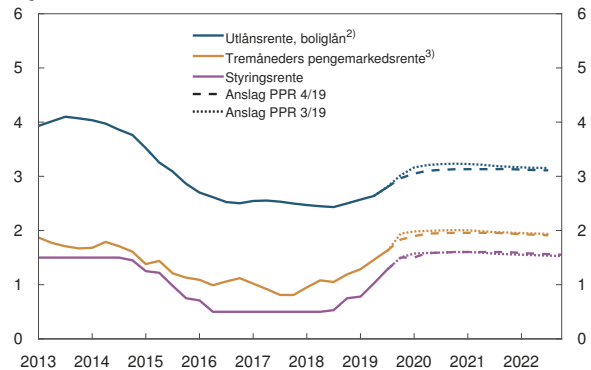
3.2 KRONEKURSEN

Kronen har svekket seg

Kronen, målt ved den importveide kursindeksen I-44, har svekket seg med om lag 2 prosent siden forrige rapport, se figur 3.4. I løpet av perioden har kronekursen nådd rekordsvake nivåer både mot euro og målt ved I-44.

Kronekursen er svakere enn vi la til grunn i september. Historisk har det vært en nær sammenheng mellom

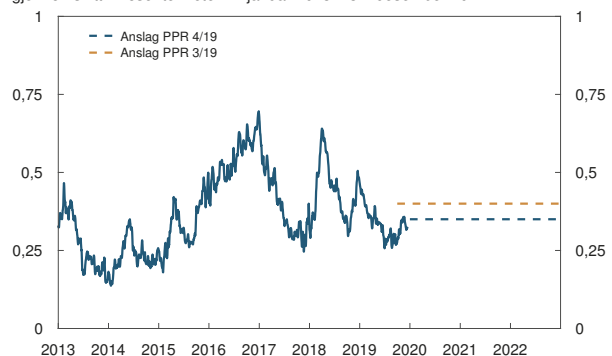
Figur 3.1 Renter. Prosent. 1. kv. 2013 – 4. kv. 2022¹⁾



1) Anslag for 4. kv. 2019 – 3. kv. 2022 (boliglånsrente og tremåneders pengemarkedsrente) / 4. kv. 2022 (styringsrente). 2) Gjennomsnittlig rente på utestående nedbetalingslån med pant i bolig til husholdninger for utvalget av banker og kredittforetak som inngår i Statistisk sentralbyrås månedlige rentestatistikk. 3) Anslagene er beregnet som tokvartalers glidende gjennomsnitt av styringsrenten pluss anslag på pengemarkedspåslaget.

Kilder: Statistisk sentralbyrå, Thomson Reuters og Norges Bank

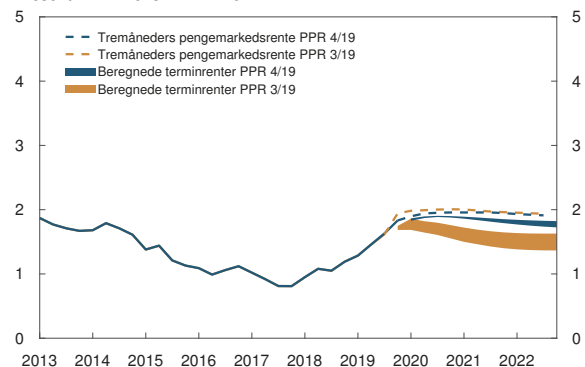
Figur 3.2 Påslag i norsk tremåneders pengemarkedsrente.¹⁾ Femdaggers glidende gjennomsnitt. Prosentenheter. 1. januar 2013 – 31. desember 2022²⁾



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

Kilder: Thomson Reuters og Norges Bank

Figur 3.3 Tremåneders pengemarkedsrente¹⁾ og beregnede terminrenter²⁾. Prosent. 1. kv. 2013 – 4. kv. 2022³⁾



1) Anslag for pengemarkedsrenten er beregnet som tokvartalers glidende gjennomsnitt av styringsrenten pluss anslag på pengemarkedspåslaget. 2) Terminrentene er basert på rentene i pengemarkedet og renteswapper. Oransje og blå intervall viser høyeste og laveste rente i henholdsvis perioden 2. september – 13. september 2019 (PPR 3/19) og perioden 2. desember – 13. desember 2019 (PPR 4/19). 3) Anslag for 4. kv. 2019 – 3. kv. 2022 (pengemarkedsrente) / 4. kv. 2022 (terminrenter).

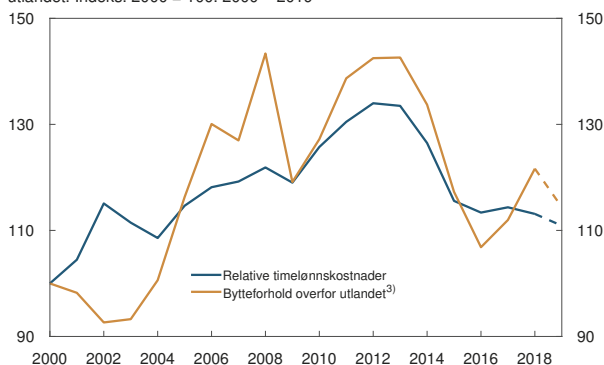
Kilder: Thomson Reuters og Norges Bank

Figur 3.4 Importveid valutakursindeks (I-44).¹⁾
3. desember 2018 – 13. desember 2019



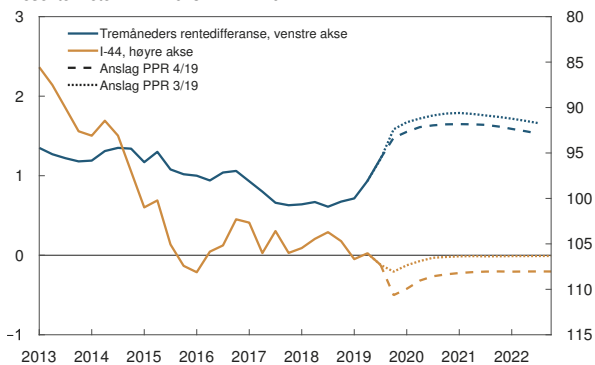
1) Stigende kurve indikerer svakere kronkurs. 2) Anslag for gjennomsnitt i 4. kv. 2019.
Kilder: Thomson Reuters og Norges Bank

Figur 3.5 Relative timelønnskostnader¹⁾ i industrien og bytteforholdet overfor utlandet. Indeks. 2000 = 100. 2000 – 2019²⁾



1) Timelønnskostnader i industrien i Norge i forhold til industrien hos handelspartnerne i EU i felles valuta. 2) Anslag for 2019. 3) Bytteforholdet er definert som eksportpriser dividert med importpriser.
Kilder: Det tekniske beregningsutvalg for inntektsoppgjørene (TBU), Statistisk Sentralbyrå og Norges Bank

Figur 3.6 Importveid valutakursindeks (I-44).¹⁾ Differanse mellom tremåneders pengemarkedsrente i Norge²⁾ og hos handelspartnerne³⁾. Prosentenheter. 1. kv. 2013 – 4. kv. 2022⁴⁾



1) Stigende kurve indikerer sterkere kronkurs. 2) Anslagene for pengemarkedsrenten er beregnet som tokvartalers glidende gjennomsnitt av styringsrenten pluss anslag på pengemarkedspåslaget. 3) Terminterer for handelspartnerne beregnet per 13. september (PPR 3/19) og per 13. desember 2019 (PPR 4/19). Beregningen er beskrevet i Norges Bank (2015) «Beregning av aggregatet for handelspartnerens renter». Norges Bank Memo 2/2015. 4) Anslag for 4. kv. 2019 – 3. kv. 2022 (pengemarkedsrente) / 4. kv. 2022 (I-44).
Kilder: Thomson Reuters og Norges Bank

kronkursen og utviklingen i oljeprisen og rentedifferanser mot handelspartnerne. Oljeprisen er noe høyere enn ved forrige rapport, og rentedifferansen mot handelspartnerne har økt litt. Det skulle isolert sett tilsa en sterkere krone.

Vedvarende usikkerhet om utviklingen internasjonalt kan ha bidratt til at kronen over noe tid har utviklet seg svakere enn vi har anslått i våre rapporter. Usikkerheten kan ha bidratt til en høyere risikopremie på norske kroner og andre valutaer med begrenset likviditet.¹ Det er fortsatt betydelig usikkerhet knyttet til utviklingen internasjonalt, selv om USA og Kina har blitt enige om en avgrenset handelsavtale og det nå er utsikter til at Storbritannia forlater EU på nyåret med en utmeldingsavtale.

Forverringen av bytteforholdet etter oljeprisfallet i 2014 og usikkerheten omkring det fremtidige aktivitetsnivået i petroleumsnæringene har trolig bidratt til at kronen har holdt seg svak. Over tid har det vært en relativt nær sammenheng mellom Norges bytteforhold overfor utlandet og realvalutakursen, definert som forholdet mellom timelønnskostnader ute og hjemme målt i felles valuta, se figur 3.5. Oljeprisfallet i 2014 førte til en markert forverring av bytteforholdet. Tilpasningen til et svakere bytteforhold kan skje i form av en svakere nominell kurs og gjennom lavere relativ lønnsvekst. Etter oljeprisfallet i 2014 har vi observert begge deler. Utviklingen i bytteforholdet kan tale for at realkursen ikke skal tilbake til nivåene fra før oljeprisfallet.

Kronen holder seg svak fremover

Vi legger til grunn at forholdene som har bidratt til svekkelsen av kronen, vil bidra til at kronen holder seg svak også i årene fremover. Vi venter imidlertid at risikopremien reduseres noe. Det tilsier en moderat styrking av kronen det nærmeste året, se figur 3.6. I perioden venter vi at rentedifferansen mot våre handelspartnere vil ligge nær dagens nivå. Anslagene for kronkursen er svakere enn i forrige rapport gjennom hele prognoseperioden.

1 Se Akram, Q.F. «Oil price drivers, geopolitical uncertainty and oil exporters' currencies». Working Paper 15/2019. Norges Bank.

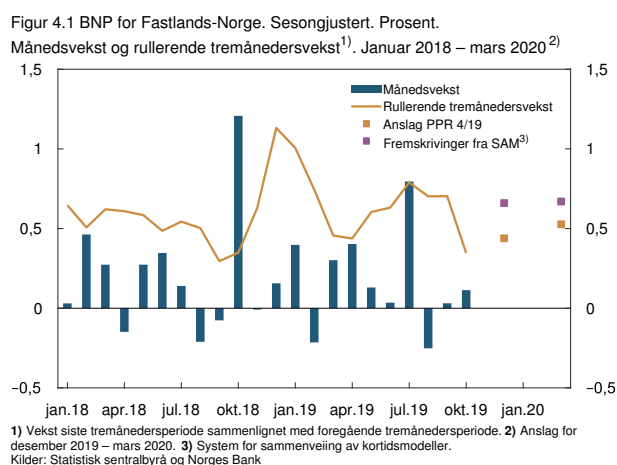
Anslagene på kronkursen er usikre

Kronekursen kan utvikle seg annerledes enn vi anslår. Avtar usikkerheten internasjonalt kan 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.

4 Norsk økonomi

Siden 2016 har det vært god vekst i norsk økonomi. Sysselsettingen har økt, og arbeidsledigheten har falt. Kapasitetsutnyttningen ser nå ut til å være noe over et normalt nivå, og prisveksten er nær inflasjonsmålet.

Veksten i fastlandsøkonomien er nå i ferd med å avta. Fremover venter vi lavere vekst i investeringene. Det er utsikter til at kapasitetsutnyttningen avtar gradvis fremover. Etter oppgang i år ventes lønnsveksten å holde seg nokså stabil de neste årene. Vi anslår at prisveksten vil være litt over 2 prosent ut prognoseperioden.



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 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.

4.1 PRODUKSJON OG ETTERSØRSEL

Veksten i fastlandsøkonomien er i ferd med å avta

Det har vært god vekst i norsk økonomi siden 2016. Oppgang internasjonalt, bedret kostnadsmessig konkurranseevne og høyere oljepris har bidratt til oppgangen. Lave renter har trukket i samme retning.

Veksten i fastlandsøkonomien fortsatte inn i tredje kvartal. Nasjonalregnskapet viser at BNP for Fastlands-Norge økte med 0,7 prosent fra kvartalet før, drevet av særlig sterk vekst i juli. Ifølge månedlig nasjonalregnskapstall til og med oktober har veksten i fastlandsøkonomien avtatt siden juli, se figur 4.1. BNP-veksten har vært svakere enn vi anslø i forrige rapport.

Også Norges Banks regionale nettverk melder om lavere aktivitetsvekst gjennom høsten. Veksten har avtatt i alle næringer, men mest i varehandelen og bygge- og anleggsnæringen, se figur 4.2. Fremover venter bedriftene i Regionalt nettverk at veksten avtar litt videre. Fortsatt god vekst i tjenesteytende næringer bidrar til å holde den samlede produksjonsveksten oppe.

Månedlig nasjonalregnskap indikerer at veksten har avtatt fra tredje til fjerde kvartal. I tråd med forventningene i Regionalt nettverk, venter vi at den lavere veksttakten fortsetter inn i neste år. Anslagene er litt lavere enn fremskrivingene fra vårt system for sammenveiling av korttidsmodeller (SAM).

Utsikter til lavere vekst fremover

Vi venter at BNP for Fastlands-Norge øker med 2,5 prosent i år. Veksten i fastlandsøkonomien er anslått å avta til 1,9 prosent neste år, og videre til 1,4 prosent i 2021 og 2022 (figur 1.9).

Vekstbildet preges av utviklingen i petroleumsinvesteringene. Etter å ha falt kraftig fra 2013 til 2017 økte investeringene gjennom fjoråret. I år har veksten i petroleumsinvesteringene vært betydelig, se figur 4.3. Fremover vil flere større investeringsprosjekter på norsk sokkel fullføres. Vi anslår at petroleumsinvesteringene vil vokse saktere neste år for så å avta i 2021 og 2022, se ramme på side 36. Veksten i andre foretaksinvesteringer er også ventet å avta inn i neste år etter å ha økt mye over flere år. Klart lavere vekst i investeringene bidrar til å dempe veksten i norsk økonomi.

På den annen side bidrar en svakere krone positivt til økonomien. En svakere krone forbedrer den kostnadsmessige konkurransevnen for norske bedrifter. Det trekker i retning av økt nettoeksport og kan også bidra til økte foretaksinvesteringer. Samtidig gjør en svakere krone at importerte varer og tjenester blir dyrere. Det reduserer husholdningenes disponible realinntekt og kan bidra til å dempe veksten i konsumet.

I anslagene er veksten hos våre handelspartnere nokså moderat. Pengepolitikken her hjemme har blitt gradvis mindre ekspansiv de siste årene. Vi legger til grunn at finanspolitikken vil virke svakt ekspansivt gjennom prognoseperioden, se ramme på side 35. Veksten i den offentlige etterspørselen er ventet å avta etter å ha økt mye i 2019. Samtidig legger vi til grunn at veksten i overføringene til husholdningene tiltar.

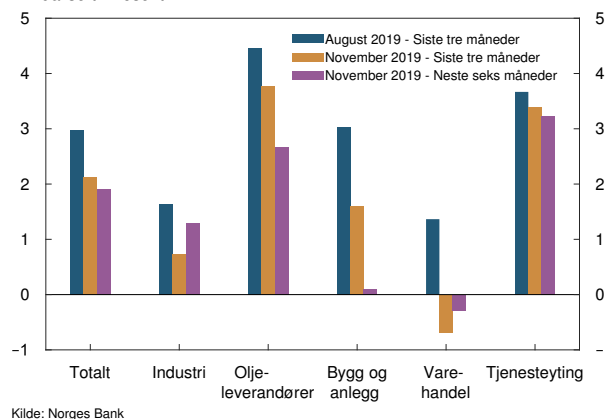
Anslagene for BNP for Fastlands-Norge er samlet sett lite endret siden forrige rapport.

Nær nullvekst i foretaksinvesteringene

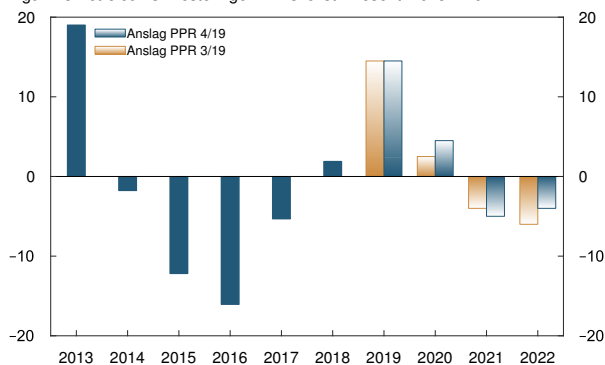
Investeringene blant norske fastlandsbedrifter har økt markert siden 2015 og har bidratt til oppgangen i norsk økonomi. Foretaksinvesteringene som andel av BNP for Fastlands-Norge er nå på et høyt nivå, se figur 4.4.

I 2019 er det særlig investeringene i industrien som har økt. Ifølge investeringstillingen fra Statistisk sentralbyrå vil investeringene i både kraft og industri avta markert neste år, blant annet som følge av at større investeringsprosjekter ferdigstilles. Det bidrar til at veksten i investeringene trolig avtar fremover, se figur 4.5. Utsikter til fortsatt økende investeringer i tjenesteytende næringer og annen vareproduksjon bidrar til å holde investeringsveksten oppe.

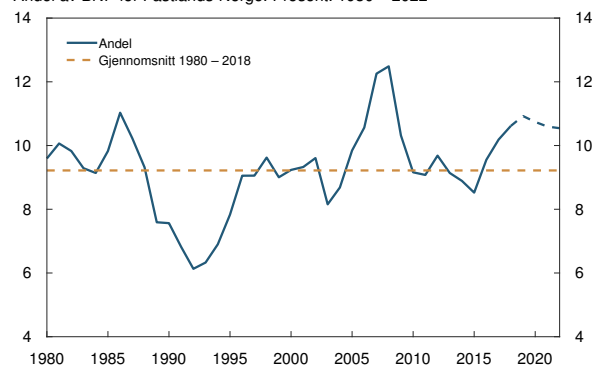
Figur 4.2 Produksjonsvekst i ulike næringer ifølge Regionalt nettverk. Annualisert. Prosent



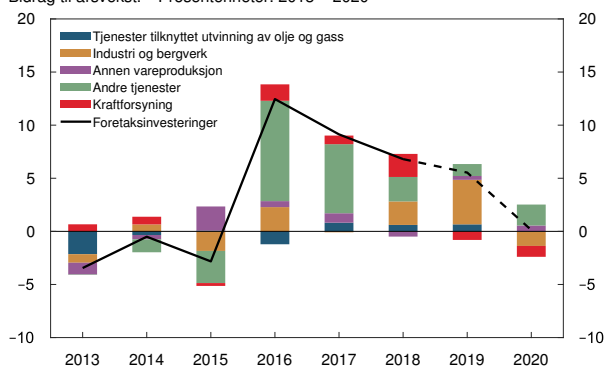
Figur 4.3 Petroleumsinvesteringer.¹⁾ Årsvekst. Prosent. 2013 – 2022²⁾



Figur 4.4 Foretaksinvesteringer i Fastlands-Norge.¹⁾ Andel av BNP for Fastlands-Norge. Prosent. 1980 – 2022²⁾



Figur 4.5 Foretaksinvesteringer i Fastlands-Norge.¹⁾
Bidrag til årsvekst.²⁾ Prosentenheter. 2013 – 2020³⁾



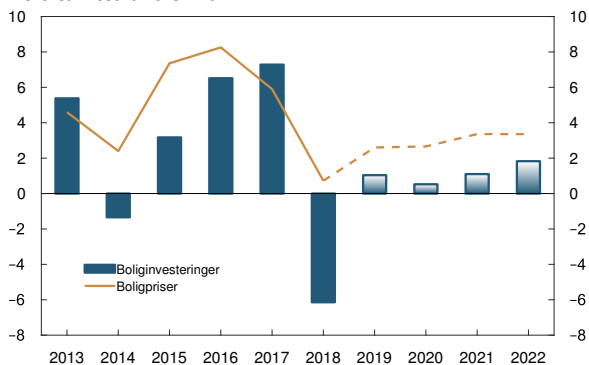
1) Virkedagskorrigert. 2) I statistikken forekommer avvik mellom summen av komponentene og aggregerte foretaksinvesteringer for basisåret 2017. 3) Anslag for 2019 og 2020.
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Vi venter at investeringene målt som andel av fastlands-BNP avtar i årene fremover, men blir liggende over sitt historiske gjennomsnitt. Kapasitetsutnyttningen i norsk økonomi synes å være noe over et normalt nivå. Det kan bidra til å holde investeringene oppe. Kronekurssvakkelsen bedrer lønnsomheten i eksportbedriftene og bidrar i samme retning.

Moderat vekst i boliginvesteringene

Også veksten i boliginvesteringene er ventet å avta litt den nærmeste tiden. Etter at et markert fall i boligprisene i andre halvdel av 2017 trakk ned investeringene i en periode, har boliginvesteringene økt gradvis siden i fjor sommer. Den siste tiden har veksten i boligprisene vært moderat. Gjennom høsten har tolv månedersveksten i prisene vært mellom 2 og 4 prosent.

Figur 4.6 Boliginvesteringer og nominelle boligpriser.
Årsvekst. Prosent. 2013 – 2022¹⁾



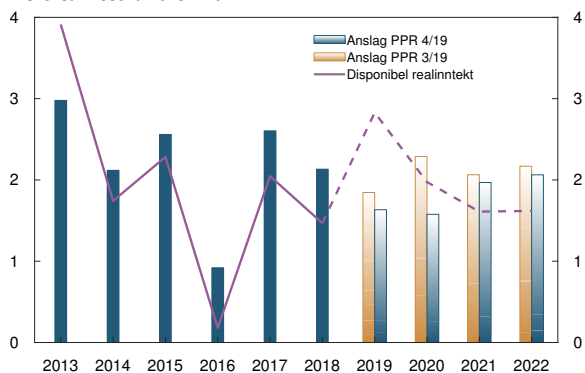
1) Anslag for 2019 – 2022.
Kilder: Eiendom Norge, Eiendomsverdi, Finn.no, Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Omsetningen i bruktboligmarkedet har vært høy gjennom 2019. Samtidig fullføres det mange nye boliger. Sammen med den høyere boliglansrenten vil det trolig bidra til moderat boligprisvekst også i årene som kommer, se figur 4.6. Moderat utvikling i boligprisene og mange usolgte boliger tilsier at veksten i boliginvesteringene avtar litt de neste kvartalene. Deretter venter vi stabil vekst i boliginvesteringene, om lag på linje med utviklingen i realboligprisene. Boligmarkedet er nærmere omtalt i kapittel 6.

Midlertidige faktorer demper konsumveksten

Etter god vekst de siste årene er veksten i privat forbruk lavere i år, og lavere enn veksten i husholdningenes disponible realinntekt, se figur 4.7. Mål på forbrukertillit er lavere enn ved forrige rapport og ligger nå nær, men litt under sine historiske gjennomsnitt, se figur 4.8. Flere husholdninger vurderer økonomien sin som strammere nå enn for ett år siden. Høyere renter har bidratt til at konsumveksten har avtatt, og at spareraten blant norske husholdninger har økt. Vi venter at spareraten fortsetter å øke litt den nærmeste tiden, se figur 4.9.

Figur 4.7 Husholdningenes konsum¹⁾ og disponibel realinntekt^{2),3)}
Årsvekst. Prosent. 2013 – 2022⁴⁾



1) Virkedagskorrigert. 2) Utenom aksjeutbytte. 3) Inkluderer ideelle organisasjoner. 4) Anslag for 2019 – 2022.
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Konsumveksten i år og neste år dempes av flere midlertidige forhold. Nye europeiske utslippskrav for bilprodusenter fører trolig til at leveranser av elbiler blir utsatt fra 2019 til 2020. Det demper konsumveksten i år. Over nyttår vil NRK-lisensen erstattes av skattefinansiering. Det innebærer at finansieringen av NRK omklassifiseres fra privat til offentlig konsum i nasjonalregnskapet. Det demper konsumet i våre anslag

og øker offentlig etterspørsel tilsvarende. Samtidig innebærer omreguleringen at skattene øker, slik at disponibel inntekt reduseres. Tiltak for å regulere forbrukslån og opprettelsen av nye gjeldsregistre, har bidratt til at veksten i forbrukslån har avtatt. Det demper trolig også konsumveksten noe.

Etter hvert venter vi lavere vekst i lønninger og sysselsetting. Sammen med den svakere kronekursen, vil det innebære at veksten i disponibel realinntekt avtar. Vi venter likevel at konsumveksten øker litt ettersom effekten av de midlertidige faktorene fases ut. Anslagene innebærer at husholdningenes sparerate avtar litt.

Sterk eksportvekst i år

Veksten i fastlandseksporten har tiltatt de siste par årene, og har vokst markert i 2019, se figur 4.10. Enkelte eksportbedrifter i Regionalt nettverk melder at de merker effektene av internasjonale handelskonflikter, men den svake kronekursen har samtidig bedret konkurranseevnen for mange. Svakere kronekurs og høyere etterspørsel fra global petroleumsindustri bidrar til at eksporten øker markert i år, til tross for svakere vekst hos Norges handelspartnere. Det er spesielt oljerettet eksport som har økt, men eksporten av andre tjenester og sjømat har også vokst en del i år.

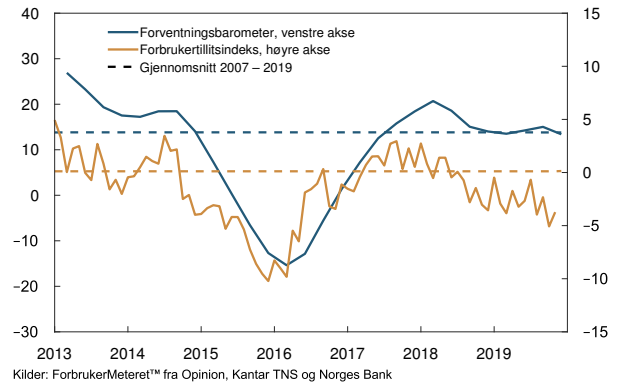
Neste år venter vi at eksportveksten avtar, i stor grad drevet av lavere impulser fra global petroleumsvirksomhet. Utover i prognoseperioden venter vi at eksportveksten tiltar litt i takt med at veksten hos våre handelspartnere tar seg opp.

Også importen har økt markert i år. Det følger av oppgangen i oljeinvesteringene, men også av sterk vekst i de øvrige foretaksinvesteringene og i eksporten. Utsikter til at investeringsveksten avtar tilsier lavere importvekst fremover. Svakere krone bidrar isolert sett til å dempe etterspørselen etter utenlandske varer og tjenester. Vi legger imidlertid til grunn at denne effekten er relativt beskjeden.¹

Anslagene er usikre

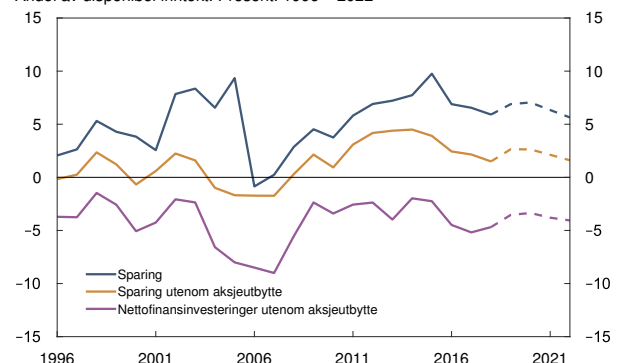
Vi anslår at veksten i norsk økonomi vil avta inn i neste år, men er usikre på hvor sterkt omslaget blir. Dersom investeringsaktiviteten i næringslivet holder seg oppe

Figur 4.8 Forbrukertillit. Netttotal. Kantar TNS Forventningsbarometer for husholdningene. 1. kv. 2013 – 4. kv. 2019. Opinions forbrukertillitsindeks (CCI). Januar 2013 – november 2019



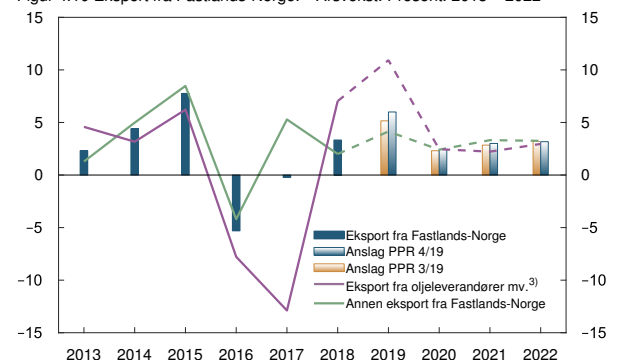
Kilder: ForbrukerMeteret™ fra Opinion, Kantar TNS og Norges Bank

Figur 4.9 Husholdningenes sparing og nettofinansinvesteringer. Andel av disponibel inntekt. Prosent. 1996 – 2022¹⁾



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

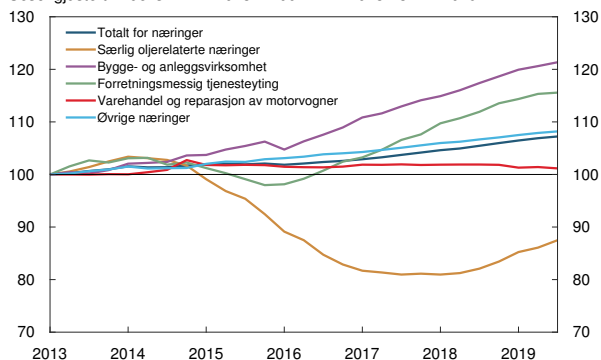
Figur 4.10 Eksport fra Fastlands-Norge.¹⁾ Årsvekst. Prosent. 2013 – 2022²⁾



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

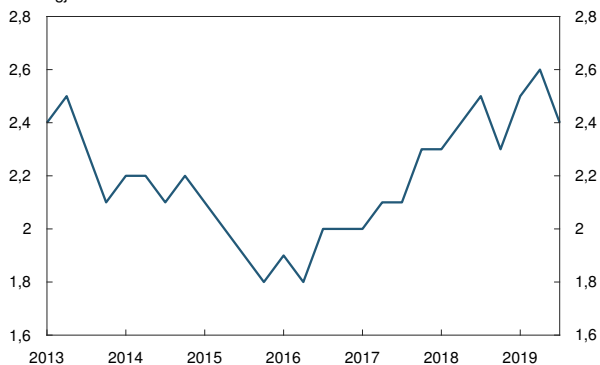
1 Det er i tråd med historiske sammenhenger, se Naug, B. og E. Nordbø (2018) «Hvor mye drahjelp har vi fått av kronekursen del 2». Innlegg publisert på *Bankplassen blogg* 23. november 2018.

Figur 4.11 Sysselsatte personer. Lønnstakere og selvstendige. Sesongjustert. Indeks. 1. kv. 2013 = 100. 1. kv. 2013 - 3. kv. 2019



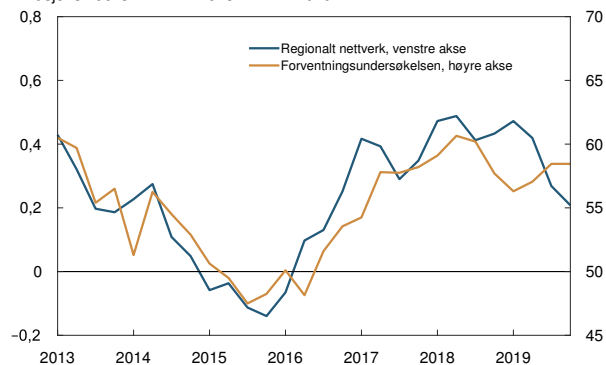
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 4.12 Ledige stillinger. Andel av totalt antall stillinger. Sesongjustert. Prosent. 1. kv. 2013 – 3. kv. 2019



Kilde: Statistisk sentralbyrå

Figur 4.13 Forventet sysselsetting. Regionalt nettverk.¹⁾ Kvartalsvekst. Sesongjustert. Prosent. Norges Banks forventningsundersøkelse. Diffusjonsindeks.²⁾ 1. kv. 2013 – 4. kv. 2019



1) Forventet endring i sysselsetting neste tre måneder. 2) Andel av næringslivsledere som venter "flere ansatte" i egen bedrift neste tolv måneder + 0,5 * andel som venter "like mange ansatte". Kilder: Epinion, Opinion og Norges Bank

lenger, kan oppgangen fortsette lenger enn vi ser for oss. På den annen side kan vedvarende usikkerhet internasjonalt gi lavere vekst hos våre handelspartnere enn det vi legger til grunn i denne rapporten. Det vil kunne dempe eksportveksten. Dersom internasjonale handelskonflikter forverres, er det en risiko for at veksten i norsk økonomi blir lavere enn vi anslår. Konsekvenser av ulike utfall av de pågående handelskonfliktene for veksten ute og hjemme er nærmere omtalt i en ramme på side 17.

4.2 ARBEIDSMARKED OG PRODUKSJONGAP

Sysselettingsveksten har avtatt

Det har vært høy vekst i sysselsettingen siden 2016. Veksten fortsatte i tredje kvartal i år, men oppgangen var mer moderat enn i de foregående kvartalene og noe svakere enn vi anslo i septemberrapporten. Siden tredje kvartal i fjor har antall personer i jobb økt med 47 000. Av disse er 8 000 lønnstakere på korttidsopphold i Norge.

Det har vært en avdemping av veksten i sysselsettingen innenfor de fleste næringer. Forretningsmessig tjenesteyting er blant næringene der veksten har avtatt mest, se figur 4.11. I varehandelen har sysselsettingen utviklet seg svakt over flere år, og i tredje kvartal var det nedgang i antall sysselsatte. På den annen side har sysselsettingsveksten tatt seg ytterligere opp i de oljerelaterte næringene.

Andelen ledige stillinger har falt siden forrige rapport, se figur 4.12, og vårt regionale nettverk indikerer at veksten i sysselsettingen vil avta videre inn i 2020. Kontaktene har dessuten nedjustert sine forventninger til sysselsettingsveksten, se figur 4.13. Forventningsundersøkelsen kan tyde på at sysselsettingsveksten ikke vil avta fremover.

Arbeidsledigheten falt fra begynnelsen av 2016 og frem til våren 2019, se figur 4.14. Siden har ledigheten endret seg lite. I november var den registrerte ledigheten 2,2 prosent. Det var i tråd med vårt anslag. Også andelen personer som mottar dagpenger, har holdt seg stabil den siste tiden. Arbeidskraftundersøkelsen (AKU) viser at arbeidsledigheten har økt siden forrige rapport, og at den var 3,9 prosent i september. AKU er en utvalgsundersøkelse, og det er betydelig usikkerhet knyttet til endringer i tallene på kort sikt. Sett over noe lengre tid bekrefter AKU likevel

inntrykket av at arbeidsledigheten kan ha nådd bunnen i denne konjunktursykelen.

Utsikter til at ledigheten holder seg lav

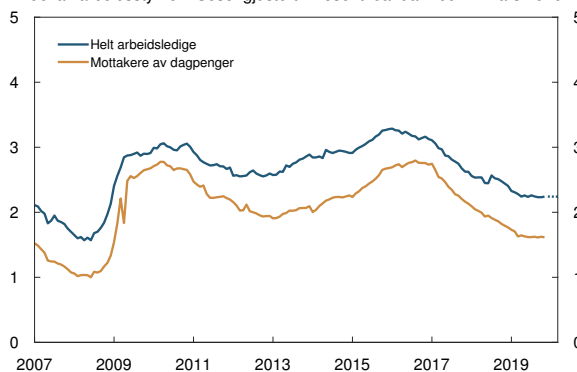
Normalt vil sysselsettingsveksten følge BNP-veksten med et lite tidsetterslep. BNP-anslagene tilsier at sysselsettingen fortsetter å øke, men at veksten avtar gjennom prognoseperioden. Ifølge anslagene øker antall sysselsatte med i overkant av 40 000 personer samlet fra utgangen av 2019 til utgangen av 2022. Vi ventet at arbeidsledigheten endrer seg lite fremover (figur 1.10).

Økonomien er nær toppen av konjunktursykelen

Siden 2016 har det vært oppgang i norsk økonomi, og det er blitt stadig færre ledige ressurser. Vår vurdering er at kapasitetsutnyttningen nådde et normalt nivå ved utgangen av 2018, og at den økte videre i første halvår i år (figur 1.1b). I forrige rapport anslo vi at kapasitetsutnyttningen ville ta seg videre opp gjennom tredje og fjerde kvartal.

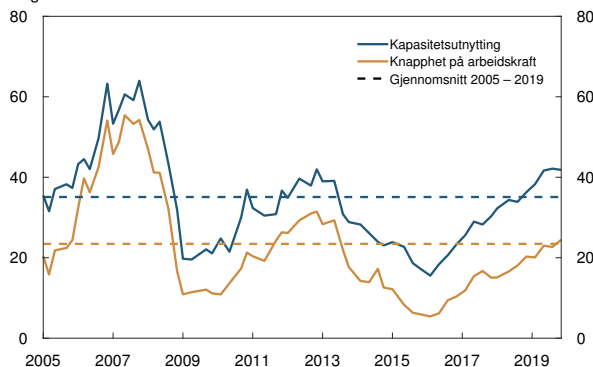
Ifølge bedriftene i Regionalt nettverk har den samlede kapasitetsutnyttningen endret seg lite siden i vår, se figur 4.15 og tabell 4.1. Andelen som melder om knapphet på arbeidskraft, har økt litt siden forrige rapport, men indikatoren er fortsatt nær sitt historiske gjennomsnitt. Antall sysselsatte som andel av befolkningen, sysselsettingsandelen, har tatt seg videre opp, se figur 4.16. Korrigert for effekten av at arbeidsstyrken blir eldre, er sysselsettingsandelen nå klart høyere enn den var i 2013, da kapasitetsutnyttningen etter vår vurdering var nær et normalt nivå.

Figur 4.14 Helt arbeidsledige og dagpengemottakere¹⁾ ifølge NAV. Andel av arbeidsstyrken. Sesongjustert. Prosent. Januar 2007 – mars 2020²⁾



1) Om lag halvparten av de helt arbeidsledige mottar dagpenger. I tillegg er det noen delvis arbeidsledige og personer på tiltak som har rett på dagpenger. 2) Anslag for desember 2019 – mars 2020. Kilder: NAV og Norges Bank

Figur 4.15 Kapasitetsutnyttning¹⁾ og knapphet på arbeidskraft²⁾ ifølge Regionalt nettverk. Prosent. Januar 2005 – november 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. Spørsmålet om arbeidskraft er bare stilt til de bedriftene som har oppgitt å ha full kapasitetsutnyttning, men serien viser andelen av alle kontaktene i intervjurunden. Kommune- og sykehussektoren svarer ikke på spørsmålet om kapasitetsutnyttning, men svarer likevel på spørsmålet om arbeidskraft. Kilde: Norges Bank

Tabell 4.1 Indikatorer for kapasitetsutnyttning¹⁾

Indikator type	Lav	Nær normal	Høy
Sysselsetting og arbeidsledighet	Arbeidsledighet (AKU)	Registrert arbeidsledighet (NAV)	Sysselsetting (KNR, 2013-trend) ²⁾
		Sysselsetting 25-54 (AKU)	Arbeidsstyrke (AKU, 2013-trend) ²⁾
Priser og lønn	Lønnsvekst	Innenlandsk inflasjon ³⁾	
Spørreundersøkelser bedrifter		Tilgang på arbeidskraft (RN) ⁴⁾	Kapasitetsutnyttning (RN) ⁴⁾
		Kapasitetsutnyttning (SSB) ⁵⁾	
Annet		Ledige stillinger (SSB)	Tilgang nye arbeidssøkere (NAV)

1) Plasseringen i de ulike kolonnene angir om indikatoren tilsier at kapasitetsutnyttningen er lav, nær normal eller høy. Fargen angir endring siden forrige rapport. Rødt angir lavere kapasitetsutnyttning. Grønn angir økt kapasitetsutnyttning.

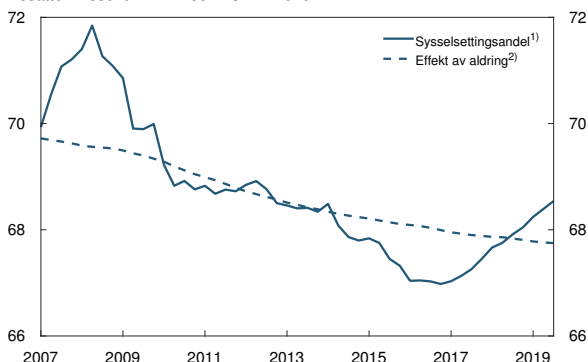
2) Utvikling i arbeidsstyrken og sysselsettingen dersom andelen for hvert femårige aldersstrinn hadde vært uendret på nivåene fra 2013.

3) Norskproduserte varer og tjenester i KPI-JAE.

4) Regionalt nettverk.

5) Konjunkturbarometeret for industri og bergverk.

Figur 4.16 Sysselsatte som andel av befolkning 15 – 74 år. Bosatte. Prosent. 1. kv. 2007 - 3. kv. 2019



1) Sysselsetting (KNR) fratrukket personer på korttidsopphold (registerdata). Serien for personer på korttidsopphold er justert for brudd i 2015. 2) Utvikling i sysselsettingsandelen dersom sysselsettingsandelene for hvert femårige årskull hadde vært uendret på nivåene fra 2013. Kurven faller på grunn av aldring av befolkningen 15–74 år. 2013 er valgt fordi kapasitetsutnyttningen etter vår vurdering var nær et normalt nivå dette året.
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

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 stabil pris- og lønnsvekst. Over tid bestemmes veksten i produksjonspotensialet av trendveksten i sysselsettingen 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 resultat av en samlet vurdering av en rekke indikatorer og modeller. I vurderingen legger vi særlig vekt på utviklingen i arbeidsmarkedet.

En sammenvekting av arbeidsmarkedsindikatorer tyder på at kapasitetsutnyttningen økte fra andre til tredje kvartal og nå er noe over et normalt nivå, se figur 4.17. En modellberegning som også tar hensyn til utviklingen i andre deler av økonomien, tilsier på sin side at kapasitetsutnyttningen har endret seg lite, og fortsatt er nær et normalt nivå.

Samlet sett vurderer vi at kapasitetsutnyttningen har økt litt siden forrige rapport, men mindre enn vi ventet. Vi anslår at kapasitetsutnyttningen har økt videre fra tredje til fjerde kvartal i år, og at økonomien nå er på toppen av konjunktursykelen. Fra neste år anslår vi at kapasitetsutnyttningen avtar gradvis mot et normalt nivå. Anslagene for kapasitetsutnyttningen er litt lavere enn i forrige rapport de nærmeste par årene og lite endret mot slutten av prognoseperioden. Sysselsettingen holder seg høy gjennom hele prognoseperioden, det vil si at den holder seg nær eller over det vi nå vurderer som sysselsettingspotensialet, se ramme på side 37.

Trendveksten i produktiviteten har avtatt over tid

Vi anslår at produksjonspotensialet i økonomien øker med i overkant av 1½ prosent årlig utover i prognoseperioden. Til grunn for anslaget ligger en vekst i trendproduktiviteten i underkant av 1 prosent og en vekst i sysselsettingspotensialet på omkring ¾ prosent i gjennomsnitt.

Vi anslår trendveksten i produktiviteten på grunnlag av utviklingen i den faktiske produktiviteten. Produktivitsveksten vil imidlertid variere gjennom konjunktursykelen. En indikator på trendveksten i produktiviteten kan derfor være den gjennomsnittlige produktivitsveksten gjennom en hel konjunktursykel. Gjennom den siste konjunktursykelen har veksten i produktiviteten i Fastlands-Norge vært i underkant av 1 prosent per år, se figur 4.18. Det er litt høyere enn i den forrige sykkelen, som omfatter finanskrisen, men vesentlig lavere enn i den foregående sykkelen. Den lavere veksten i produktiviteten de to siste konjunktursyklusene gjenspeiler nedgang i de fleste næringer.

Trendveksten i sysselsettingen anslås med utgangspunkt i befolkningsfremskrivninger fra Statistisk sentralbyrå. Lavere innvandring og aldring av befolkningen har trukket ned sysselsettingspotensialet de siste årene. Anslagene innebærer at arbeidsinnvandringen

øker litt gjennom prognoseperioden. Samtidig legger vi til grunn at antall lønnstakere på korttidsopphold fortsetter å øke.

Usikkerhet om trendveksten i produktiviteten

Det er usikkerhet om trendveksten i produktiviteten. Normalt vil den faktiske produktiviteten øke mer enn trendproduktiviteten i begynnelsen av en konjunkturoppgang. Ledig kapasitet i bedriftene vil utnyttes bedre når etterspørselen øker. Siden konjunkturoppgangen startet i midten av 2016, har veksten i produktiviteten i gjennomsnitt vært under 1 prosent. Det kan tilsa at trendveksten er lavere enn vi legger til grunn. Høye foretaksinvesteringer, ny teknologi og økende digitalisering kan på den annen side føre til at produktiviteten blir høyere fremover, selv om det kan ta tid før det slår ut i tallene.

4.3 KOSTNADER OG PRISER

Prisveksten har holdt seg nær målet

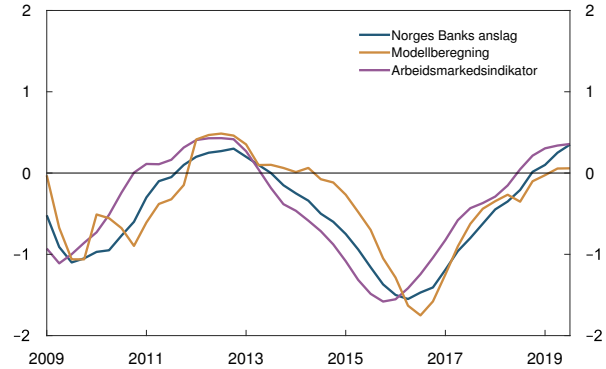
Prisstigningen økte markert gjennom fjoråret og var en periode over 3 prosent. Det skyldtes blant annet at strømprisene gikk mye opp, men også stigende lønnsvekst og økt kapasitetsutnytting bidro til høyere innenlandsk prisvekst. Samtidig steg prisene på varer vi importerer fra utlandet, se figur 4.19.

I år har prisveksten avtatt. I november var tolv månedersveksten i konsumprisindeksen (KPI) 1,6 prosent. Konsumprisindeksen justert for avgifter og uten energivarer (KPI-JAE) økte med 2,0 prosent. Andre indikatorer for underliggende inflasjon viste en tolv månedersvekst mellom 1,7 og 2,3 prosent i november, se ramme på side 34. Siden forrige rapport har prisveksten samlet sett endret seg lite.

Langsiktige inflasjonsforventninger falt litt fra tredje til fjerde kvartal, men ligger fortsatt litt over inflasjonsmålet, se ramme på side 34.

Siden septemberrapporten har tolv månedersveksten i KPI-JAE vært som anslått. Prisveksten på importerte konsumvarer har vært litt lavere enn ventet, mens prisveksten på norskproduserte varer og tjenester har vært om lag som anslått. Energiprisveksten har avtatt mindre enn ventet. Samlet har tolv månedersveksten i KPI vært litt høyere enn anslått.

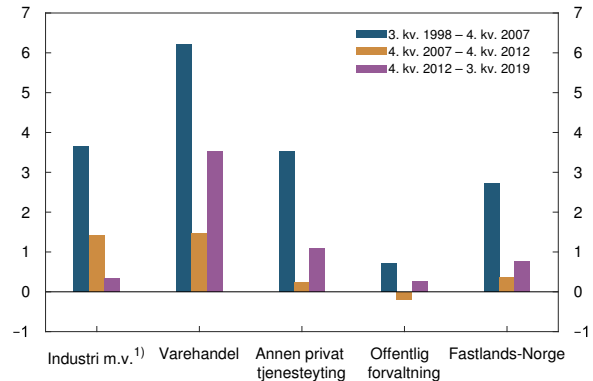
Figur 4.17 Estimer på produksjonsgapet.¹⁾ Prosent. 1. kv. 2009 – 3. kv. 2019



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

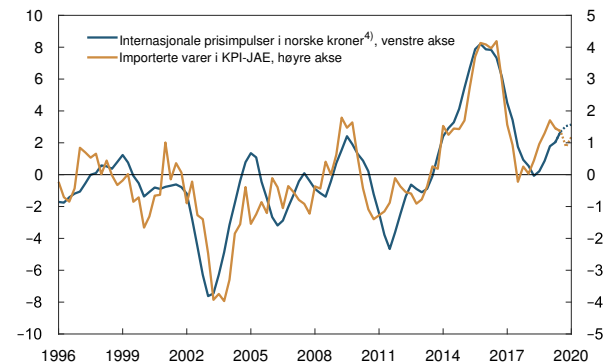
Figur 4.18 Produktivitetsvekst i ulike næringer.

Gjennomsnittlig årsvekst i ulike perioder. 3. kv. 1998 – 3. kv. 2019



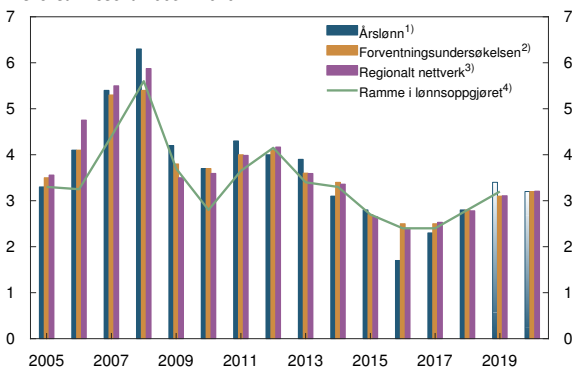
1) Industri og annen vareproduksjon.
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 4.19 Importerte varer i KPI-JAE¹⁾ og internasjonale prisimpulser i norske kroner²⁾. Firekvartalersvekst. 1. kv. 1996 – 1. kv. 2020³⁾



1) KPI justert for avgiftsendringer og uten energivarer. 2) Norges Banks indikator for internasjonale prisimpulser til importerte konsumvarer i norske kroner. 3) Anslag for 4. kv. 2019 – 1. kv. 2020.
4) Enkelt gjennomsnitt siste åtte kvartaler.
Kilder: Statistisk sentralbyrå, Thomson Reuters og Norges Bank

Figur 4.20 Lønn, lønnsramme og lønnsforventninger. Årsvekst. Prosent. 2005 – 2020



1) Faktisk årslønnsvekst fra Statistisk sentralbyrå. Norges Banks anslag for 2019 og 2020. 2) Partene i arbeidslivets forventninger til årslønnsvekst inneværende år målt ved Norges Banks forventningsundersøkelse i 4. kvartal hvert år og forventningene til årslønnsvekst i 2020 målt i 4. kvartal 2019. 3) Forventninger til årslønnsvekst inneværende år fra Regionalt nettverk i løpet av 4. kvartal hvert år og forventninger til årslønnsvekst i 2020 i november 2019. 4) Før 2014: For industriarbeidere, som anslått av riksmekler 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

Nokså stabil lønnsvekst fremover

Tilstrammingen i arbeidsmarkedet de siste årene har bidratt til at lønnsveksten har økt. Vi ventet at den øker videre til 3,4 prosent i år, se figur 4.20, i tråd med utviklingen i løpende statistikk. Anslaget er litt høyere enn rammen i lønnsoppgjøret og ligger også litt over forventningene i Norges Banks forventningsundersøkelse og hos bedriftene i Regionalt nettverk. God sysselsetningsvekst i næringer med høyt lønnsnivå (figur 4.11) bidrar til å trekke opp den samlede lønnsveksten i år.

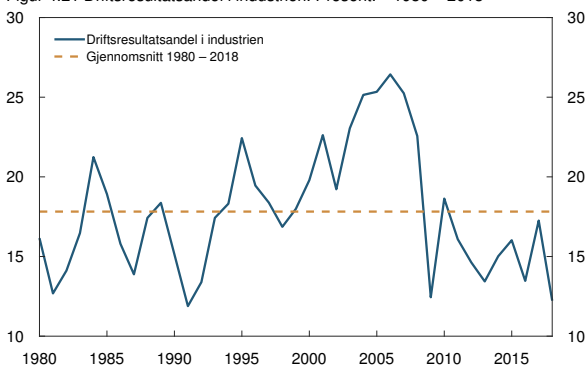
Forventningsundersøkelsen viser at partenes lønnsforventninger for neste år har ligget litt i overkant av 3 prosent de siste kvartalene, til tross for at arbeidsmarkedet har strammet seg til, og kronekursen har svekket seg. Det kan tilsa at lønnsveksten blir litt lavere enn vi tidligere har lagt til grunn. Vi anslår en lønnsvekst på 3,2 prosent neste år, i tråd med forventningene i forventningsundersøkelsen og hos bedriftene i vårt regionale nettverk.

Vi ventet at lønnsveksten holder seg nokså stabil videre utover i prognoseperioden. Lønnsomheten i industrien er lavere enn et historisk gjennomsnitt, se figur 4.21. Det gjenspeiler at lønnsomheten i enkelte industrinæringer fortsatt er lav. Det tilsier isolert sett en lavere lønnsvekst. At kapasitetsutnyttningen er over et normalt nivå, trekker i motsatt retning.

Anslagene innebærer at lønnsveksten holder seg lav sammenlignet med tidligere høykonjunkturer. Det må blant annet ses i sammenheng med nedgangen i produktivetsveksten, se figur 4.22. Ifølge Norges Banks forventningsundersøkelse ligger de langsiktige lønnsforventningene rundt 3 prosent, se figur 4.23. Det er lavere enn forventningene tidlig på 2000-tallet. Forverringen av bytteforholdet etter oljeprisfallet i 2014 og usikkerhet omkring det fremtidige aktivitetsnivået i oljenæringene kan ha bidratt til at lønnsforventningene har kommet ned.

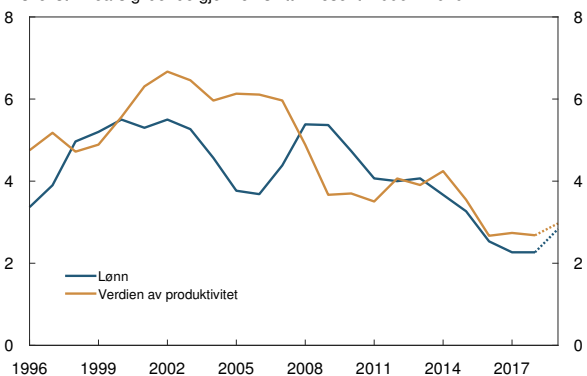
Lønnsanslaget for i år er litt høyere enn i septemberrapporten. Anslagene for årene fremover er justert ned sammenlignet med forrige rapport, til tross for utsikter til at prisveksten kan bli litt høyere. Det skyldes at kapasitetsutnyttningen ser ut til å bli lavere enn tidligere anslått, og at lønnsforventningene ikke tar seg opp slik vi hadde ventet.

Figur 4.21 Driftsresultatsandel i industrien. Prosent.¹⁾ 1980 – 2018



1) Driftsresultat for industrien i prosent av faktorinntekt. Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 4.22 Lønn og verdien av produktivitet¹⁾. Årsvekst. Treårs glidende gjennomsnitt. Prosent. 1996 – 2019²⁾



1) Nominelt BNP for Fastlands-Norge dividert med timeverk. 2) Anslag for 2019. Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Svakere krone gir høyere importert inflasjon

Vi venter at den underliggende inflasjonen vil holde seg nær 2 prosent de neste månedene. Anslagene er litt høyere enn fremskrivingene fra SAM, se figur 4.24, og gir en årsvekst i KPI-JAE i 2019 på 2,3 prosent. Årsanslaget er uendret fra forrige rapport.

Inflasjonen er ventet å tilta noe gjennom neste år etter hvert som kronesvekkelsen den siste tiden slår gjennom i importprisene. Lavere prisimpulser fra utlandet bidrar til å dempe oppgangen. Lenger frem vil importprisveksten avta etter hvert som effekten av kronesvekkelsen fases ut. Samtidig vil kapasitetsutnyttning over et normalt nivå og fortsatt vekst i lønnskostnader per produsert enhet bidra til å holde den innenlandske inflasjonen oppe. Samlet anslår vi at veksten i KPI-JAE vil holde seg litt over 2 prosent de neste årene.

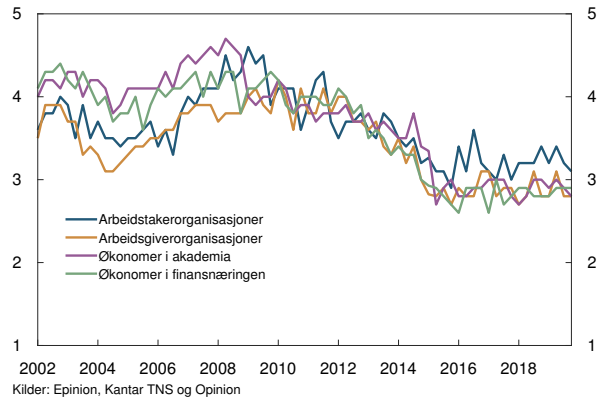
Inflasjonsanslagene er litt høyere enn i forrige rapport de nærmeste årene, se figur 4.25. Det skyldes i hovedsak utsikter til svakere krone enn tidligere lagt til grunn. Utsikter til lavere lønnsvekst og lavere kapasitetsutnyttning enn tidligere anslått trekker isolert sett anslagene for prisveksten ned.

Anslagene for KPI og lønnsveksten innebærer samlet sett at reallønnsveksten øker i år og deretter endrer seg lite. Anslagene innebærer at reallønnsveksten utover i prognoseperioden vil være på linje med produktivetsveksten.

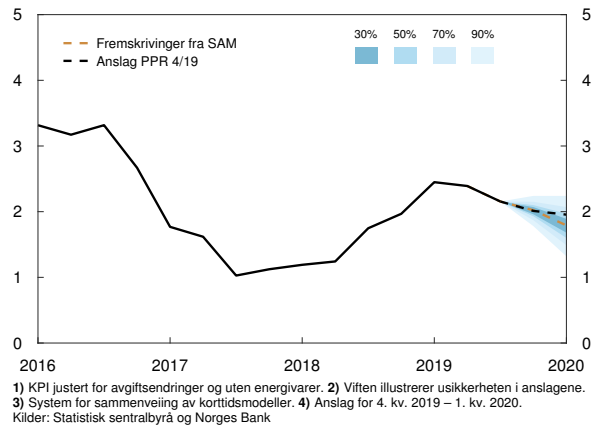
Anslagene er usikre

Vi er usikre på lønns- og prisveksten fremover. Den ventede oppgangen i prisveksten på importerte varer som følge av svekkelsen av kronen kan føre til høyere lønnsvekst enn vi legger til grunn. Da kan også prisveksten bli høyere. Sett i lys av at svekkelsen av kronen har vært relativt stor, er det også en risiko for at oppgangen i prisveksten kommer noe raskere enn vi har lagt til grunn. På den annen side kan lønnsomheten i næringslivet bli svakere enn vi anslår. Da kan lønns- og prisveksten blir lavere enn vi ser for oss.

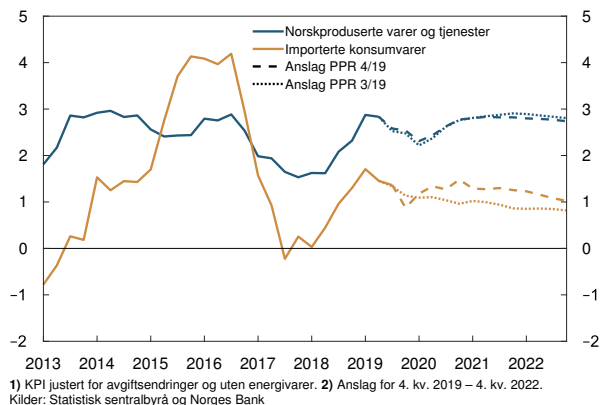
Figur 4.23 Forventet årslønnsvekst om fem år. Prosent. 1. kv. 2002 – 4. kv. 2019



Figur 4.24 KPI-JAE¹⁾ med usikkerhetsvitte²⁾ fra SAM³⁾. Firekvartalersvekst. Prosent. 1. kv. 2016 – 1. kv. 2020⁴⁾



Figur 4.25 Norskproduserte varer og tjenester og importerte konsumvarer i KPI-JAE¹⁾. Firekvartalersvekst. Prosent. 1. kv. 2013 – 4. kv. 2022²⁾



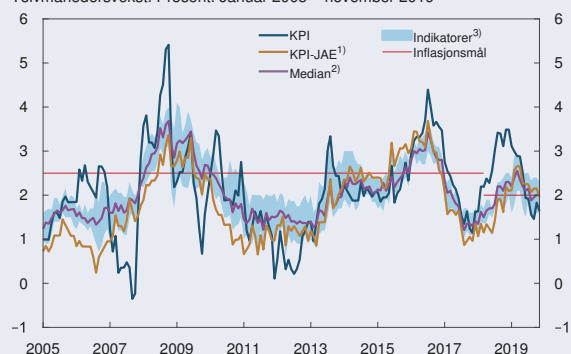
INDIKATORER FOR UNDERLIGGENDE INFLASJON

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 våre analyser er KPI-JAE, men det kan være nyttig å supplere den med andre indikatorer. Tolv månedersveksten i de andre indikatorene vi ser på var i november mellom 1,7 og 2,3 prosent, se figur 4.A. Gjennomsnittet av tolv månedersveksten i disse indikatorene var 2,0 prosent. Indikatorne for underliggende inflasjon økte klart frem til mars i år, men har siden avtatt.

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 4.A KPI og indikatorer for underliggende inflasjon. Tolv månedersvekst. Prosent. Januar 2005 – november 2019



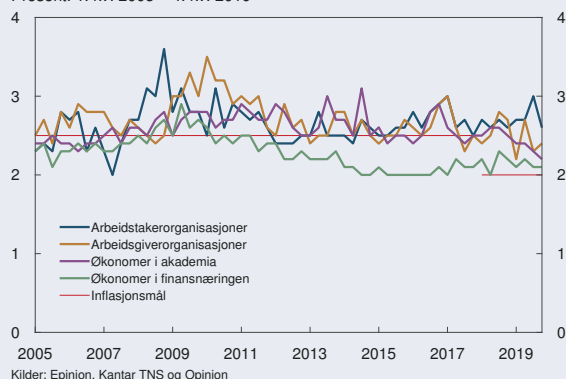
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

INFLASJONSFORVENTNINGER

Forventninger om fremtidig inflasjon har betydning for mange økonomiske beslutninger, blant annet prissetting og lønnsfastsettelse. Når forventningene til prisveksten på mellomlang og lang sikt reagerer lite på ny informasjon og ligger nær inflasjonsmålet, omtaler vi inflasjonsforventningene som forankret. Forankrede inflasjonsforventninger kan gjøre det lettere for pengepolitikken å oppfylle målet om prisstabilitet og bidra til å jevne ut svingninger i produksjon og sysselsetting.

Forventningene til prisveksten på lengre sikt, slik de måles i Norges Banks forventningsundersøkelse, har de siste årene samlet sett vært nær 2,5 prosent, se figur 4.B.¹ Inflasjonsmålet for pengepolitikken ble senket fra 2,5 til 2 prosent i mars 2018. 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. Forventningsundersøkelsen for fjerde kvartal² viste at de langsiktige inflasjonsforventningene samlet sett falt litt fra kvartalet før, men fortsatt ligger noe over målet. Over de siste kvartalene har økonomenes inflasjonsforventninger avtatt ned mot 2 prosent, mens arbeidslivsorganisasjonenes forventninger har holdt seg nær 2,5 prosent.

Figur 4.B Forventet tolv månedersvekst i KPI om fem år. Prosent. 1. kv. 2005 – 4. kv. 2019



¹ For en nærmere gjennomgang, se Erlandsen, S.K og P.B. Ulvedal (2017) «Er inflasjonsforventningene i Norge forankret?». Staff Memo 12/17. Norges Bank.
² Forventningsundersøkelsen ble gjennomført i perioden 28. oktober til 15. november 2019. For næringslivsledere ble undersøkelsen utført fra 28. oktober til 22. november 2019.

FORUTSETNINGER OM FINANSPOLITIKKEN

Våre forutsetninger om finanspolitikken bygger på statsbudsjettene for 2019 og 2020 og annen offentlig tilgjengelig informasjon. Bruken av oljepenger, målt ved det strukturelle, oljekorrigerede underskuddet, anslås å utgjøre 7,6 prosent av trend-BNP for Fastlands-Norge både i år og neste år. Det strukturelle underskuddet er nedjustert begge årene sammenlignet med forrige rapport, men de anslåtte underskuddene i 2021 og 2022 er ikke endret, se figur 4.C. Høye inntekter fra salg av klimavoter reduserer det strukturelle underskuddet både i år og neste år, men disse inntektene ventes å avta klart fra og med 2021.¹

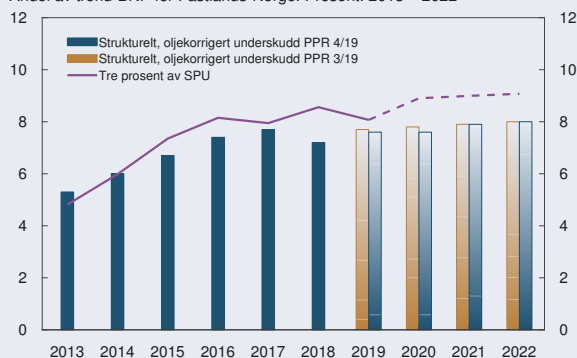
I år anslås den strukturelle bruken av oljepenger å tilsvare 2,8 prosent av verdien av Statens pensjonsfond utland ved inngangen til året. Uttaksandelen ser ut til å bli lavere gjennom resten av prognoseperioden. Dette skyldes at verdien av fondet har steget mye siden nyttår.

Siden 2013 har etterspørselen fra offentlig forvaltning vokst med mellom 2 og 3 prosent i året, se figur 4.D. De siste nasjonalregnskapstallene tyder på at den forholdsvis sterke veksten i den offentlige etterspørselen vil fortsette i år. Veksten ligger an til å bli klart høyere enn lagt til grunn både i forrige rapport og i Nasjonalbudsjettet 2020. Fremover bygger anslagene på at veksten i den offentlige etterspørselen avtar klart. Anslagene er i praksis om lag uendret fra forrige rapport. Oppjusteringen av veksten i 2020 skyldes at tjenestene NRK leverer fra nyttår vil bli regnet som offentlig konsum istedenfor privat konsum i nasjonalregnskapet. Dette har sammenheng med at NRK-lisensen erstattes av skattefinansiering. Anslaget på det private konsumet er nedjustert tilsvarende.

Overføringene til husholdningene anslås å utvikles seg som lagt til grunn i de flerårige fremskrivingene i budsjettet. Det innebærer at stønadsveksten ventes å ta seg opp. Skatter og avgifter anslås reelt sett å være uendret fra og med neste år.

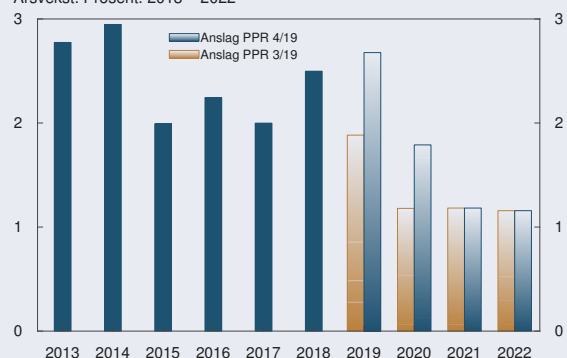
¹ Lavere inntekter fra salg av klimavoter kan i seg selv bidra til å øke det strukturelle underskuddet med 0,2 prosentenheter målt som andel av BNP fra 2020 til 2021. Ettersom kvotene omsettes på det europeiske markedet og i liten grad påvirker den økonomiske aktiviteten i Norge, har vi latt dette komme i tillegg til den vanlige, beregningstekniske forutsetning om en underskuddsøkning på 0,1 prosentenheter i år der det ikke foreligger et budsjett. I 2021 øker dermed underskuddet samlet sett med 0,3 prosentenheter. Økningen i 2022 er på 0,1 prosentenheter, som forutsatt i forrige rapport.

Figur 4.C Strukturelt, oljekorrigert underskudd og tre prosent av SPU¹⁾.
Andel av trend-BNP for Fastlands-Norge. Prosent. 2013 – 2022²⁾



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

Figur 4.D Etterspørsel fra offentlig forvaltning¹⁾.
Årsvekst. Prosent. 2013 – 2022²⁾



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

ANSLAG PÅ PETROLEUMSINVESTERINGER

Investeringene på norsk sokkel har tatt seg godt opp de siste par årene etter å ha falt markert fra 2013 til 2017, se figur 4.E. Det skyldes i hovedsak at oljeselskapene har kuttet kostnadene mye, at oljeprisen har økt kraftig siden starten av 2016 og at det ble gjort noen store funn på starten av 2010-tallet. Kostnads-kuttene 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. Vi forventer at de vil sette i gang flere utbygginger i prognoseperioden dersom olje- og gassprisene utvikler seg om lag som anslått, se ramme på side 16.

Investeringene i de pågående utbyggingene vil øke med godt over 20 prosent i år. Deretter vil de falle noe til neste år og markert i 2021 og 2022, i takt med at utbyggingsprosjektene blir ferdige. Denne nedgangen vil i noen grad bli motvirket av nye utbygginger som vil bli satt i gang fremover, se figur 4.F. 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 betydelig etter 2020.

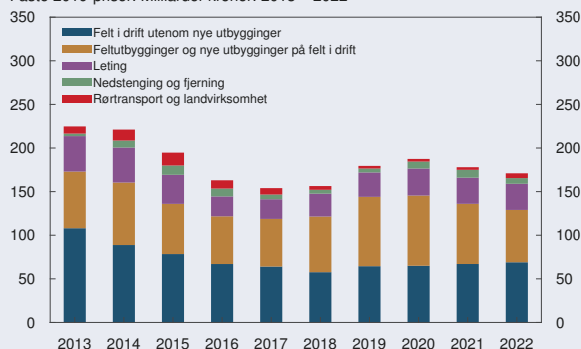
Vi anslår at de øvrige petroleumsinvesteringene vil øke klart i 2019 og 2020, i tråd med investeringstillingen for fjerde kvartal, og deretter vokse moderat i de to neste årene. Investeringene på *felt i drift* øker betydelig i år, mens økte investeringer innen *leting* og *nedstengning og fjerning* bidrar mest til den anslåtte veksten i 2020.

Samlet anslår vi at petroleumsinvesteringene vil øke med 14,5 prosent i år og med 4,5 prosent til neste år, for deretter å falle med 5 prosent i 2021 og 4 prosent i 2022. Vi har økt anslaget for investeringsnivået i 2020 med to prosent siden september, i hovedsak som følge av nye kostnadsanslag for to av de pågående utbyggingene (Njord og Martin Linge). Anslagene for 2021 og 2022 er også litt høyere enn i forrige rapport. Vi har oppjustert anslagene for *leting* og *felt i drift* som følge av at anslått oljepris er noe høyere enn sist. Samtidig har vi nedjustert anslagene for *utbygginger* i 2021 og 2022 i lys av ny informasjon om kommende utbyggingsprosjekter. Vi forventer nå at Fogelberg-utbyggingen vil bli kansellert og at utbyggingen av Brasse og Noaka-området vil komme i gang senere enn anslått i september.

1 Utbygging av Wisting, Alta-Gohta og Noaka-området kan gi investeringer på over 100 milliarder kroner totalt i perioden 2021–2026. Vi anslår at Wisting-utbyggingen vil komme i gang mot slutten av 2021 og at utbyggingen av Alta-Gohta og Noaka-området vil bli satt i gang mot slutten av 2022.

Figur 4.E Petroleumsinvesteringer.¹⁾

Faste 2019-priser. Milliarder kroner. 2013 – 2022²⁾

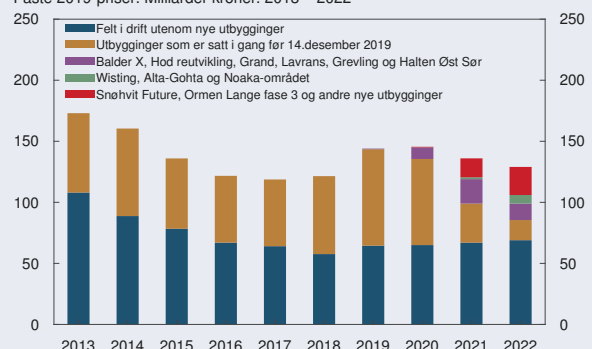


1) Tallene for 2013 – 2018 er hentet fra investeringstillingen til Statistisk sentralbyrå og er deflatert med prisindeksen for petroleumsinvesteringer i nasjonalregnskapet. Prisindeksen anslås å øke med 3 prosent i 2019 og 2 prosent i 2020. 2) Anslag for 2019 – 2022.

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 4.F Investeringer innen feltutbygging og felt i drift.¹⁾

Faste 2019-priser. Milliarder kroner. 2013 – 2022²⁾



1) Tallene for 2013 – 2018 er hentet fra investeringstillingen til Statistisk sentralbyrå og er deflatert med prisindeksen for petroleumsinvesteringer i nasjonalregnskapet. Prisindeksen anslås å øke med 3 prosent i 2019 og 2 prosent i 2020. 2) Anslag for 2019 – 2022.

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

HØY SYSSELSETTING

I pengepolitikken har Norges Bank som hovedoppgave å sikre lav og stabil inflasjon. Samtidig skal pengepolitikken bidra til høy og stabil produksjon og sysselsetting samt til å motvirke at finansielle ubalanser bygger seg opp.

Nivået på sysselsettingen avhenger av en rekke forhold både på tilbuds- og etterspørselssiden i økonomien. Tilbudet av arbeidskraft vil endre seg *over tid*, blant annet som følge av befolkningsendringer. Den underliggende utviklingen i arbeidstilbudet påvirkes også av skattesystemet, velferdsordninger, lønnsdannelsen og andre strukturelle forhold. For eksempel kan endringer i pensjonssystemet siden 2011 ha bidratt til å øke den underliggende trenden i arbeidstilbudet fordi flere står lenger i arbeid.

Samtidig vil både tilbudet og etterspørselen etter arbeidskraft svinge som følge av *konjunkturer*. I lavkonjunkturer, når etterspørselen etter arbeidskraft er lav og utsiktene til å få jobb er dårlige, vil arbeidstilbudet bli lavere enn den underliggende trenden. For eksempel kan unge velge å bli stående i utdanning fremfor å søke arbeid. Motsatt vil arbeidstilbudet periodevis bli høyere enn den underliggende trenden når etterspørselen etter arbeidskraft er høy og det er gode utsikter til å få jobb.

Over tid begrenses sysselsettingen av den underliggende trenden i arbeidstilbudet. Samtidig vil det alltid være noe arbeidsledighet i økonomien. Det skyldes blant annet at det alltid vil være noen som er ledige en kort periode mellom jobber, og at arbeidsgiveres behov ikke fullt ut samsvarer med kvalifikasjonene og lønnsforventningene til dem som ønsker jobb. I faglitteraturen omtales det som naturlig ledighet eller likevektsledighet. Denne ledigheten kan endres over tid dersom strukturen i arbeidsmarkedet endres. Den underliggende trenden i tilbudet av arbeidskraft fratrukket likevektsledigheten kan vi omtale som sysselsettingspotensialet. Det vil si det nivået på sysselsettingen som kan opprettholdes over tid. Dersom sysselsettingen blir værende over potensialet, vil det normalt oppstå et press slik at lønnsveksten øker og prisveksten kommer over inflasjonsmålet.

Vi tolker målet om høy og stabil sysselsetting som at vi skal søke å stabilisere etterspørselen etter arbeidskraft rundt sysselsettingspotensialet. Det vil si at vi sikter mot å stabilisere sysselsettingen nær det høyeste nivået som er forenlig med prisstabilitet over tid. Å forsøke å øke sysselsettingen utover potensialet gjennom systematisk ekspansiv pengepolitikk innebærer en risiko for at lønns- og prisveksten skyter fart, og for at finansielle ubalanser bygger seg opp.

Pengepolitikken kan ikke påvirke sysselsettingspotensialet direkte, men når andre politikkområder bidrar til å øke potensialet, kan pengepolitikken bidra til at også etterspørselen etter arbeidskraft tar seg opp. Ved å bidra til å holde sysselsettingen oppe ved tilbakeslag kan pengepolitikken dessuten motvirke såkalte hystereseeffekter, der arbeidsledigheten biter seg fast på høye nivåer eller arbeidstakere trekker seg varig ut av arbeidsmarkedet, slik at sysselsettingspotensialet reduseres.

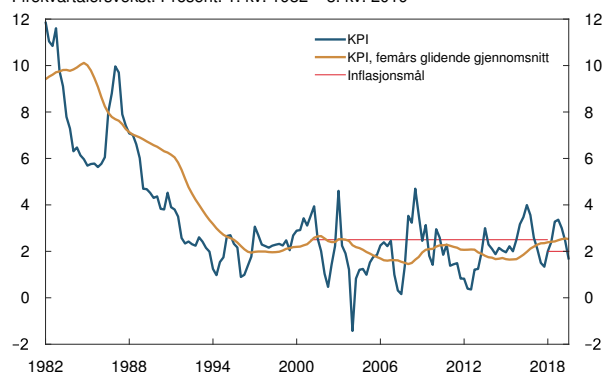
Det er ikke mulig å måle presist hvor høyt sysselsettingspotensialet er. Normalt er det en nær sammenheng mellom avviket mellom sysselsettingen og sysselsettingspotensialet på den ene siden og den samlede kapasitetsutnyttningen i økonomien på den andre. Når vi anslår at kapasitetsutnyttningen er over et normalt nivå, er vurderingen som regel også at sysselsettingen er over potensialet. Når kapasitetsutnyttningen anslås å være under et normalt nivå, ser vi rom for at sysselsettingen kan øke uten risiko for at lønns- og prisveksten skyter fart.

5 Pengepolitisk analyse

Styringsrenten ble holdt uendret på 1,50 prosent på dette rentemøtet. Prognosen tilsier at renten vil være nær dagens nivå fremover.

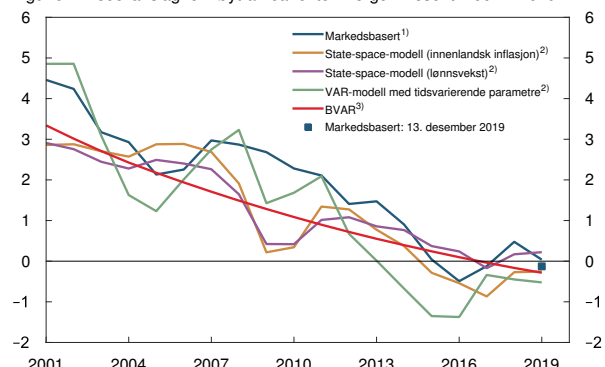
Renteprognozen er om lag uendret fra forrige rapport. Svakere krone tilsier isolert sett en høyere rentebane. På den annen side ser oppgangen i norsk økonomi ut til å være litt mer moderat enn tidligere anslått. Det trekker isolert sett rentebanen ned.

Figur 5.1 Konsumprisindeksen (KPI). Firekvarteralsvekst. Prosent. 1. kv. 1982 – 3. kv. 2019



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 5.2 Modellanslag for nøytral realrente i Norge. Prosent. 2001 – 2019



1) Implisitte femårs terminrenter om fem år basert på swaprenter med fem og ti års løpetid for Norge fratrukket inflasjonsmålet. 2) Nærmere utdypning er gitt i Brubakk, L., J. Ellingsen, Ø. Robstad (2018) «Estimates of the neutral rate of interest in Norway». Staff Memo 7/2018. Norges Bank. 3) Den underliggende trenden i renten i en Bayesiansk vektorautoregressiv modell. Kilde: Norges Bank

5.1 MÅL OG TILBAKEBLIKK

Lav og stabil inflasjon

Det overordnede målet for pengepolitikken er lav og stabil inflasjon. Fra innføringen av inflasjonsmålet i 2001 var det operative målet en årsvekst i konsumprisene på 2,5 prosent. I mars 2018 ble måltallet endret til 2 prosent. Årsveksten i konsumprisene har i gjennomsnitt vært om lag 2 prosent siden 2001, se figur 5.1.

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 svingninger i produksjon og etterspørsel vært relativt begrenset til tross for at økonomien har vært utsatt for store forstyrrelser. En fleksibel praktisering av inflasjonsstyringen har bidratt til å dempe utslagene i realøkonomien. Mål og avveieringer i pengepolitikken er nærmere beskrevet i en ramme på side 43.

Pengepolitikken er blitt mindre ekspansiv

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 realrenten er den renten som verken virker ekspansivt eller kontraktivt på økonomien. Den kan ikke observeres og må anslås. Modellberegninger og langsiktige renter hjemme og ute tyder på at den nøytrale realrenten har holdt seg lav også de siste årene, se figur 5.2. Vi anslår at den nøytrale realrenten i Norge, målt som tre måneders pengemarkedsrente fratrukket inflasjon, er nær 0. Usikkerheten rundt anslaget er stor.

Lenge holdt vi renten lav for å stimulere den økonomiske aktiviteten og stabilisere inflasjonen nær målet. De siste årene har det vært oppgang i norsk økonomi, og arbeidsledigheten har kommet ned. Siden september i fjor er styringsrenten gradvis hevet, og pengepolitikken er blitt mindre ekspansiv.

Pengemarkedsrenten har steget det siste året, se figur 5.3, i tråd med at styringsrenten er satt opp. Også realrenten har steget den siste tiden.

5.2 NY INFORMASJON OG NYE VURDERINGER

Uendret rente

Veksten i fastlandsøkonomien har avtatt i høst, men kapasitetsutnyttningen er fortsatt noe over et normalt nivå. Fremover er det utsikter til at store investeringsprosjekter på norsk sokkel ferdigstilles. Det vil bidra til lavere vekst i norsk økonomi. Den underliggende prisveksten har endret seg lite de siste månedene og er nær inflasjonsmålet på 2 prosent. Svekkelsen av kronen vil bidra til en oppgang i prisveksten på importerte konsumvarer gjennom neste år. Samtidig tyder lønnsforventningene blant partene i arbeidslivet på at lønnsveksten vil være moderat fremover.

Finansielle ubalanser bygger seg ikke lenger opp, og det er nå enkelte tegn til at de avtar. Husholdningenes gjeldsvekst har avtatt de siste par årene, og boligprisveksten har vært moderat. Siden forrige rapport har veksten i boligprisene og i husholdningenes gjeld vært litt lavere enn ventet.

En for lav rente over tid kan føre til at presset i økonomien øker slik at priser og lønninger skyter fart, og til at finansielle ubalanser igjen bygger seg opp. En for høy rente kan på den annen side dempe den økonomiske aktiviteten slik at arbeidsledigheten øker og prisveksten blir for lav.

Renteprognosen i forrige rapport indikerte en styringsrente nær dagens nivå fremover. En modellteknisk analyse av ny informasjon viser at med uendret rentebane vil inflasjonen øke litt fremover, men holde seg nær inflasjonsmålet. Kapasitetsutnyttningen vil avta gradvis mot et normalt nivå, se ramme på side 41. Sammenlignet med forrige rapport vil kapasitetsutnyttningen bli noe lavere og inflasjonen litt høyere. Ny informasjon gir ingen klare indikasjoner om endringer i rentebanen.

HVORDAN TOLKE RENTEBANEN?

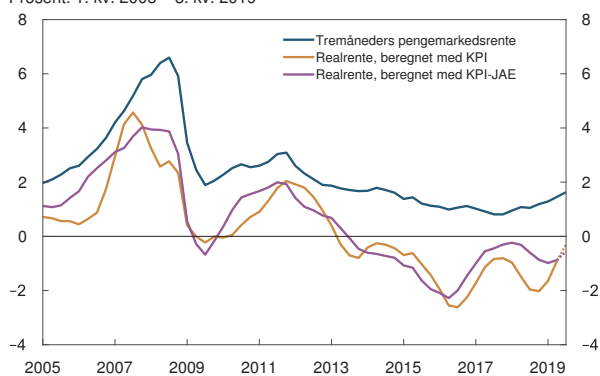
Norges Banks rentebane er vår prognose på utviklingen i styringsrenten, og uttrykker den renten vi mener gir en best mulig avveining mellom målene i pengepolitikken. Rentebanen viser hvordan vi ser for oss at styringsrenten vil utvikle seg, gitt den vurderingen vi nå har av tilstanden i økonomien, utsiktene, risikobildet og økonomiens virkemåte. Det er stor usikkerhet rundt renteprognosen. Dersom de økonomiske utsiktene, risikobildet eller vår vurdering av økonomiens virkemåte endrer seg, kan også renten bli en annen enn rentebanen indikerer. Viften rundt rentebanen illustrerer denne usikkerheten.

Rentebanen viser prognosen for gjennomsnittlig styringsrente i hvert kvartal. Banen i denne rapporten ligger mellom 1,50 og 1,60 prosent i hele prognoseperioden. Siden Norges Bank vanligvis endrer renten stegvis, ofte i kvarte prosentenheter, vil det i praksis ikke være mulig at den gjennomsnittlige styringsrenten blir lik det nivået som ligger i rentebanen.¹ Vi legger i utgangspunktet til grunn at usikkerheten rundt rentebanen er symmetrisk.² Siden rentebanen ligger nærmere 1,50 prosent enn 1,75 prosent, kan banen tolkes som at det er større sannsynlighet for at renten vil bli værende på 1,50 prosent enn at den blir satt opp til 1,75 prosent den nærmeste tiden. Rentebanen ligger dessuten nærmere 1,75 prosent enn 1,25 prosent. Det indikerer at vi vurderer det som mer sannsynlig at renten vil bli satt opp enn at den vil bli satt ned den nærmeste tiden. Selv om 1,50 prosent er det mest sannsynlige nivået på styringsrenten i hvert kvartal, er det lite sannsynlig at styringsrenten vil forbli uendret gjennom hele prognoseperioden. Usikkerhetsviften viser en betydelig sannsynlighet for at renten kan bli satt høyere eller lavere de neste årene.

1 Det ville kreve at renten ble hevet med mindre enn 0,25 prosentenheter, eller at renten ble satt først opp og så ned igjen i samme kvartal.

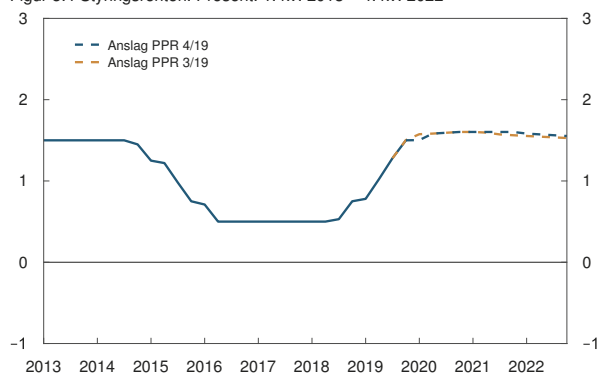
2 Siden det eksisterer en nedre grense for styringsrenten er ikke dette helt riktig. Det er likevel trolig en grei tilnærming i nærheten av rentebanen.

Figur 5.3 Tremåneders pengemarkedsrente og realrenter¹⁾. Prosent. 1. kv. 2005 – 3. kv. 2019²⁾



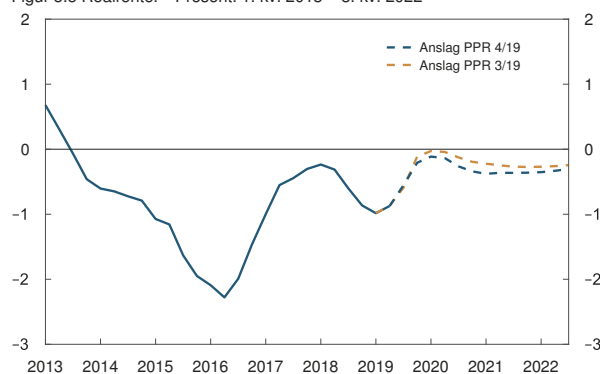
1) Tremåneders pengemarkedsrente deflatert med trekvarterers sentrert, glidende gjennomsnitt av firekvarterers prisvekst. 2) Anslag for 3. kv. 2019. Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 5.4 Styringsrenten. Prosent. 1. kv. 2013 – 4. kv. 2022¹⁾



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

Figur 5.5 Realrente.¹⁾ Prosent. 1. kv. 2013 – 3. kv. 2022²⁾



1) Tremåneders pengemarkedsrente fratrukket trekvarterers sentrert, glidende gjennomsnitt av firekvarterers prisvekst, målt ved KPI-JAE. 2) Anslag for 3. kv. 2019 – 3. kv. 2022. Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Handelskonfliktene bidrar fortsatt til stor usikkerhet om utviklingen internasjonalt, og rentenivået ute er svært lavt. Kronkursen har svekket seg mye, og det er usikkert hvor sterkt kronesvekkelsen vil påvirke lønns- og prisveksten. Norsk økonomi ser ut til å være nær toppen av konjunktursyklusen, der oppgang i kapasitetsutnyttningen avløses av nedgang. Oppgangen kan fortsette lenger enn vi ser for oss dersom investeringsveksten i næringslivet holder seg oppe fremover. På den annen side er det en risiko for at veksten blir lavere enn vi legger til grunn, for eksempel dersom de internasjonale handelskonfliktene forverres og oljeprisen faller.

Utsiktene og risikobildet tilsier samlet sett at styringsrenten holdes uendret på 1,50 prosent. Prognosen indikerer at renten vil holde seg nær dette nivået også fremover, se figur 5.4.

Om lag uendret rentebane

Prognosen for styringsrenten er om lag uendret fra forrige rapport. Kronkursen har vært svakere enn anslått. Svakere krone vil føre til høyere prisvekst på importerte varer og tilsier isolert sett en høyere rentebane. På den annen side ser oppgangen i norsk økonomi ut til å være litt mer moderat enn vi så for oss i forrige rapport. Det tilsier en lavere rentebane. I rammen på side 42 beskriver vi nærmere hvordan ulike faktorer har påvirket rentebanen.

Både realrenten og den nominelle renten kan ha betydning for hvordan pengepolitikken virker inn i norsk økonomi. I analysen legger vi til grunn at pengemarkedsrenten endrer seg lite gjennom prognoseperioden, i tråd med prognosen for styringsrenten (figur 3.1). Anslagene innebærer at realrenten øker den nærmeste tiden før den avtar litt gjennom neste år som følge av høyere prisvekst, se figur 5.5.

Vi anslår at prisveksten vil være nær inflasjonsmålet i årene fremover, mens kapasitetsutnyttningen gradvis avtar mot et normalt nivå. Sysselsettingen holder seg høy gjennom prognoseperioden, det vil si at den holder seg nær eller over det vi nå vurderer som sysselsettingspotensialet (ramme side 37).

MODELLTEKNISK TOLKNING AV NY INFORMASJON

For å vurdere hvordan ny informasjon og nye vurderinger påvirker utsiktene for inflasjonen og kapasitetsutnyttingen, gjør vi en modellteknisk øvelse der rentebanen fra forrige rapport ligger fast. Vi bruker Norges Banks makromodell NEMO¹ og tar utgangspunkt i våre oppdaterte anslag for inneværende og neste kvartal. Enkelte størrelser anslår vi utenfor modellen for hele prognoseperioden. Det gjelder importvekst, inflasjon og renter hos handelspartnerne, samt oljepris og pengemarkedspåslag, og offentlig etterspørsel og oljeinvesteringer her hjemme.

Over noe tid har kronen utviklet seg svakere enn vi har anslått i våre rapporter. Prognosene bygger på at forholdene som har bidratt til svekkelsen av kronen, vil bidra til at kronen holder seg svak også i årene fremover. Den svake kronen kan trolig delvis forklares med en vedvarende usikkerhet om utviklingen internasjonalt. I modellberegningene tolkes dette som en risikopremie på norske kroner som gradvis fases ut gjennom prognoseperioden. Forverringen av bytteforholdet etter oljeprisfallet i 2014 og usikkerhet omkring det fremtidige aktivitetsnivået i oljenæringene har trolig også bidratt til at kronen har holdt seg svak. I modellberegningen har vi ivaretatt dette ved å justere det langsiktige nivået på realvalutakursen. En svakere likevektkurs og svakere kapasitetsutnyttning gir litt lavere lønnsvekst fremover. Se ramme i PPR 1/19 for en nærmere omtale av hvordan en justering av likevektkursen virker i NEMO.

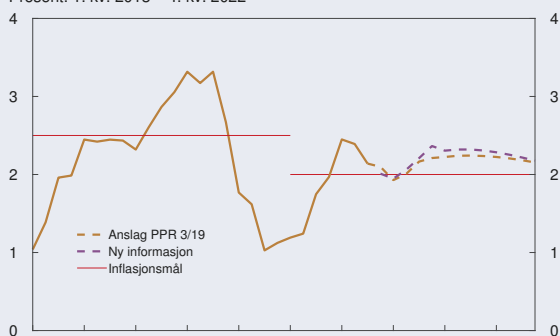
Den modelltekniske analysen tilsier at med uendret rentebane fra sist, blir prisstigningen målt med KPI-JAE litt høyere gjennom prognoseperioden enn vi anslo i forrige rapport, se figur 5.A. Oppjusteringen skyldes at svakere krone gir høyere importert inflasjon. Lavere lønnsvekst bidrar isolert sett til litt lavere inflasjon.

Kapasitetsutnyttningen holder seg lavere enn i forrige rapport frem til begynnelsen av 2022, se figur 5.B. Det skyldes i hovedsak at vi har nedjustert korttidsanslagene. Høyere oljeinvesteringer og høyere eksport som følge av høyere oljepris og svakere kronekurs enn anslått bidrar isolert sett til litt høyere kapasitetsutnyttning.

Høyere inflasjon og lavere kapasitetsutnyttning trekker i hver sin retning på renteutsiktene.

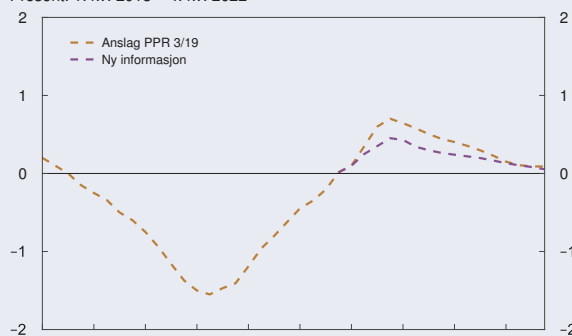
1 NEMO er beskrevet i Kravik, E.M. og Y. Mimir (2019) «Navigating with NEMO». Staff memo 5/19. Norges Bank.

Figur 5.A KPI-JAE.¹⁾ Anslag betinget på ny informasjon om den økonomiske utviklingen og prognosen for styringsrenten fra PPR 3/19. Firekvarteralsvekst. Prosent. 1. kv. 2013 – 4. kv. 2022²⁾



1) KPI justert for avgiftsendringer og uten energivarer. 2) Anslag for 4. kv. 2019 – 4. kv. 2022.
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 5.B Anslag på produksjonsgapet¹⁾. Betinget på ny informasjon om den økonomiske utviklingen og prognosen for styringsrenten fra PPR 3/19. 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.
Kilde: Norges Bank

FAKTORER BAK ENDRINGER I RENTEBANEN

De viktigste faktorene som har bidratt til endring i renteprognosen siden forrige rapport, er illustrert i renteregnskapet i figur 5.C. Søylene viser bidragene fra de ulike faktorene. Den svarte linjen viser den samlede endringen i rentebanen. 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.

Kronekursen har vært svakere enn anslått i forrige rapport. Vi legger til grunn at forholdene som har bidratt til svekkelsen av kronen, vil bidra til at kronen holder seg svak også i årene fremover. En svakere krone trekker rentebanen opp, se oransje søyler.

Oljeinvesteringene ser ut til å bli høyere i årene fremover enn anslått i forrige rapport og høyere enn utviklingen i oljeprisen isolert sett skulle tilsi. Det trekker isolert sett rentebanen litt opp. På den annen side har boligprisveksten vært litt lavere enn ventet. Dessuten er sysselsettingsveksten svakere enn ventet, og oppgangen i norsk økonomi ser ut til å være litt mer moderat enn tidligere lagt til grunn. Endringer i etterspørselsbildet trekker samlet sett i retning av en lavere rentebane, se mørkeblå søyler.

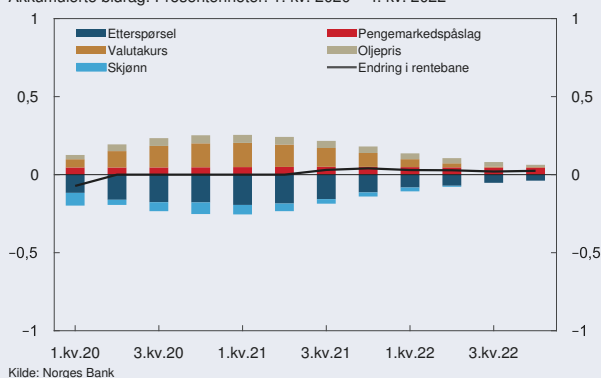
Oljeprisen har økt siden forrige rapport. Høyere oljepris bidrar til mer aktivitet i oljerelatert virksomhet og trekker i retning av en litt høyere rentebane, se beige søyler.

Påslaget i pengemarkedet har vært lavere enn ventet, og vi legger til grunn at det også fremover holder seg litt lavere enn vi anslo i forrige rapport. Det trekker isolert sett rentebanen litt opp, se røde søyler.

Terminrentene ute er noe høyere enn i forrige rapport. På den annen side ser det ut til at handelspartnernes importvekst blir litt lavere enn ventet, og pris- og lønnsveksten ute ser ut til å bli lavere enn tidligere lagt til grunn. Samlet sett bidrar vekst, priser og renter ute lite til endringer i rentebanen.

Hovedstyrets vurdering er at utsiktene og risikobildet samlet sett tilsier at renten holdes nær dagens nivå fremover. Det innebærer en litt lavere rentebane enn modellanalysen tilsier. De lyseblå søylene gjenspeiler hovedstyrets skjønnsutøvelse.

Figur 5.C Faktorer bak endringer i anslag for styringsrenten fra PPR 3/19. Akkumulerte bidrag. Prosentenheter. 1. kv. 2020 – 4. kv. 2022



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 rundt 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.

6 Vurdering av finansiell stabilitet

– beslutningsgrunnlag for motsyklisk kapitalbuffer

Norges Bank har gitt Finansdepartementet råd om å opprettholde kravet til motsyklisk kapitalbuffer på 2,5 prosent fra utgangen av 2019.¹ Dagens krav til motsyklisk kapitalbuffer på 2,0 prosent og den vedtatte økningen til 2,5 prosent har bakgrunn i at finansielle ubalanser har bygget seg opp over lang tid. Vår vurdering er at finansielle ubalanser ikke lenger bygger seg opp, og at det nå er enkelte tegn til at de avtar. Bankene har god lønnsomhet, lave tap og god tilgang på markedsfinansiering. Utviklingen i utlånsvest og kredittpraksis tyder på at foretak og husholdninger har god tilgang på kreditt. Bankene oppfyller kapitalkravene og ligger godt an til å møte varslede kapitalkrav. Stresstesten i *Finansiell stabilitet 2019* viser at bankene har kapital til å tåle store utlånstap, og at økningen i motsyklisk kapitalbuffer fra 2,0 til 2,5 prosent vil gjøre det lettere for banksektoren å opprettholde kredittilbudet ved et tilbakeslag i økonomien.

6.1 FINANSIELLE UBALANSER

Finansielle ubalanser bygger seg ikke lenger opp

Husholdningenes gjeldsbelastning er høy, og eiendomsprisene er høye. Den høye gjelden i husholdningene er den viktigste sårbarheten i det finansielle systemet. Husholdningenes gjeldsvekst har gradvis avtatt og er nå nær veksten i disponibel inntekt. Moderat boligprisvekst de siste årene har redusert sårbarheten i boligmarkedet. Den avdempede veksten i gjeld og boligpriser kan ses i sammenheng med krav til bankenes utlånspraksis og renteøkningene det siste året. I markedet for næringseiendom har den kraftige prisveksten avtatt. Fremover venter vi at det økte rentenivået og moderat boligprisvekst vil bidra til fortsatt dempet gjeldsvekst. Innen næringseiendom tilsier utviklingen at prisene trolig vil fortsette å vokse mer moderat enn tidligere. Vår vurdering er at finansielle ubalanser ikke lenger bygger seg opp, og at det nå er enkelte tegn til at de avtar.

I arbeidet med bufferrådet analyseres finansielle ubalanser for å vurdere systemrisiko som varierer over tid. Norges Banks temperaturkart er et nyttig utgangspunkt for en slik analyse. Kartet signaliserer om det er områder vi bør rette ekstra oppmerksomhet mot. Utviklingen i næringseiendomsmarkedet og

husholdningenes gjeldsbetjeningsgrad, det vil si andelen av disponibel inntekt som går til å betjene renter og normale avdrag, har lenge signalisert høy risiko, mens boligmarkedet i det siste har signalisert lav risiko, se ramme side 53.²

Høy gjeld i husholdningene er den viktigste sårbarheten i det finansielle systemet

Kreditten i Fastlands-Norge har lenge vokst raskere enn verdiskapingen, se kredittindikatoren i figur 6.1. De siste årene har imidlertid forskjellen i veksten avtatt. Kredittgapet, som viser avviket mellom indikatoren og en beregnet trend, er litt høyere enn i tredje kvartal i fjor, se figur 6.2.

Husholdningenes gjeldsbelastning, det vil si gjeld i forhold til disponibel inntekt, har økt over lang tid og er på et historisk høyt nivå, se figur 6.3. Det gjør husholdningene sårbare overfor et brått fall i inntektene eller en markert økning i rentenivået. De fleste husholdningene har enten rom til å utsette avdrag, tære på finansielle buffere eller stramme inn på konsumet dersom de utsettes for forstyrrelser. Faren for at mange husholdninger strammer inn på konsumet samtidig, utgjør en systemrisiko. Vi anser husholdningenes gjeld som den viktigste sårbarheten i det finansielle systemet, se *Finansiell Stabilitet 2019*.

1 Se Norges Banks brev: Råd om motsyklisk kapitalbuffer 4. kvartal 2019. Norges Bank publiserte 16. desember 2019 et revidert rammeverk for hva som bør inngå i beslutningsgrunnlaget for rådet om motsyklisk kapitalbuffer, se ramme på side 54. Rådet baserer seg på en vurdering av følgende fire hovedområder: (i) utviklingen i finansielle ubalanser, (ii) tilgang på kreditt, (iii) bankenes evne til å tåle tap og (iv) effekten av en endring i bufferkravet på bankene og økonomien.

2 Andre finansforetak enn banker signaliserer også høy risiko i temperaturkartet. En grunn er at livforsikringselskaper har økt sin kreditt til privat sektor. Vår vurdering er at økningen ikke gir grunn til bekymring fordi økningen er fra lave nivåer. Det er likevel viktig å følge utviklingen fordi økende vekst i kreditttyting utenfor banksektoren kan være en kilde til systemrisiko.

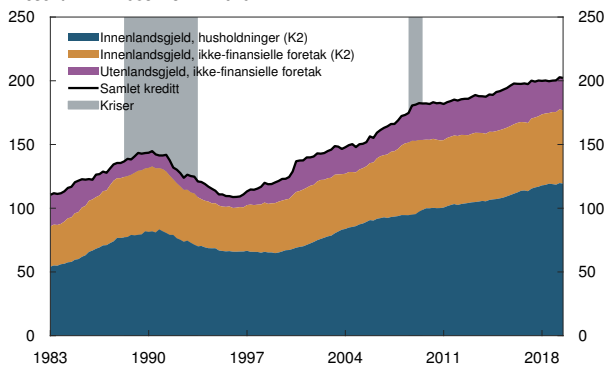
Gjeldsveksten i husholdningene har gradvis avtatt de siste årene og er nå nær veksten i disponibel inntekt, se figur 6.4. I starten av 2019 var gjeldsveksten den laveste på over 20 år. Siden da har veksten falt ytterligere, til 5,0 prosent i oktober, delvis som følge av endret periodisering for omgjøring av studielån til stipend fra november til juli. Statistisk sentralbyrå anslår at dette trekker tolv månedersveksten ned med 0,2 prosentenheter frem til november.

Rentehevingene det siste året har ført til litt høyere rentebelastning, det vil si husholdningenes renteutgifter i forhold til disponibel inntekt (figur 6.3). Rentebelastningen er imidlertid fortsatt lav i et historisk perspektiv som følge av det fortsatt lave rentenivået,

men den høye gjeldsbelastningen gjør at renteøkninger nå gir større utslag i husholdningenes rentebelastning enn tidligere. For en gitt løpetid på lånet, går også en større andel av husholdningenes disponible inntekt med til avdragsbetalinger.

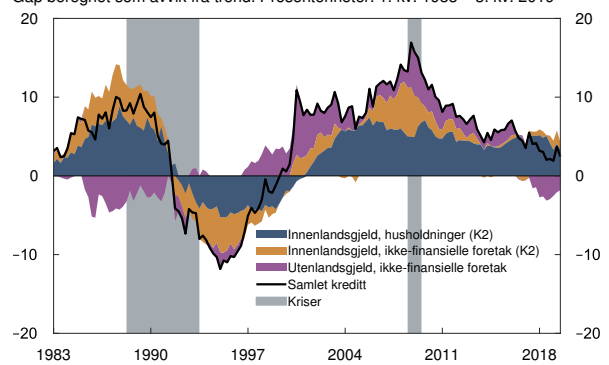
Likningstall for 2017, som er de siste tilgjengelige dataene på husholdningsnivå, viser at andelen husholdninger med en gjeldsgrad over fem og andelen gjeld holdt av disse husholdningene økte fra 2016 til 2017, se figur 6.5. Siden da har veksten i gjeld og boligpriser vært mer moderat, noe som kan tyde på at oppbyggingen av sårbarhet bremses opp. På den annen side indikerer Finanstilsynets boliglånsundersøkelse at andelen låntakere og andelen samlet låne-

Figur 6.1 Kreditt som andel av BNP. Fastlands-Norge. Prosent. 1. kv. 1983 – 3. kv. 2019



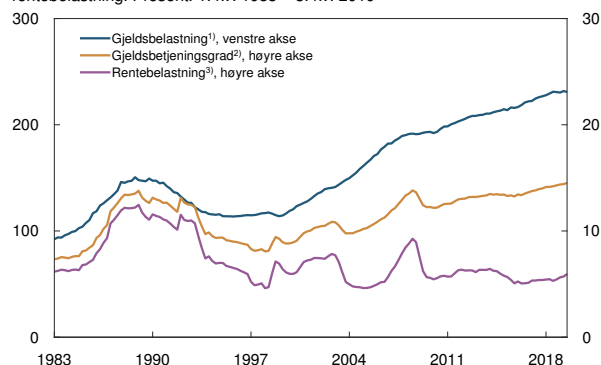
Kilder: IMF, Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 6.2 Dekomponert kredittgap. Kreditt som andel av BNP. Fastlands-Norge. Gap beregnet som avvik fra trend. Prosentenheter. 1. kv. 1983 – 3. kv. 2019



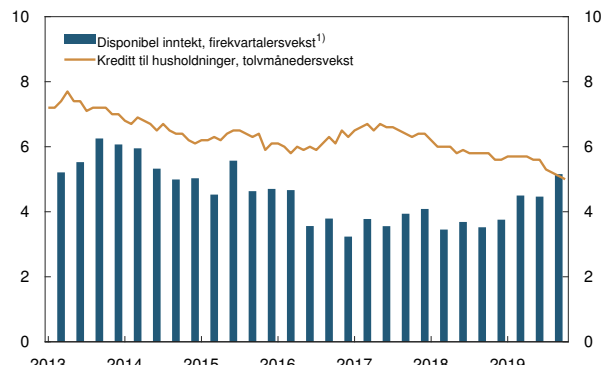
Kilder: IMF, Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 6.3 Husholdningenes gjeldsbelastning, gjeldsbetjeningsgrad og rentebelastning. Prosent. 1. kv. 1983 – 3. kv. 2019



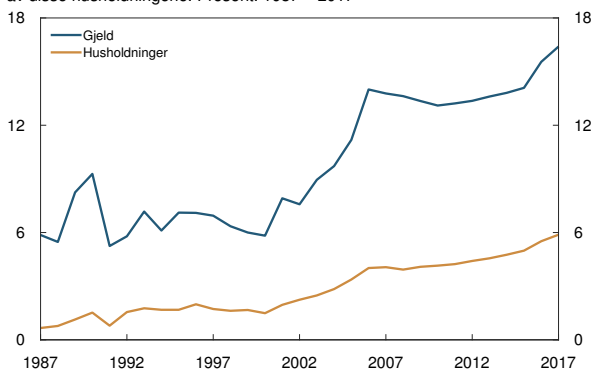
1) Lånegjeld som andel av disponibel inntekt. 2) Renteutgifter og anslått avdrag på lånegjelden som andel av disponibel inntekt og renteutgifter. 3) Renteutgifter som andel av disponibel inntekt og renteutgifter.
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 6.4 Kreditt til husholdninger og disponibel inntekt. Prosent. Januar 2013 – oktober 2019



1) Firekvartalersvekst i summen av disponibel inntekt siste fire kvartaler. Til og med 3. kv. 2019.
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 6.5 Andel husholdninger med gjeldsgrad¹⁾ over fem og andel gjeld holdt av disse husholdningene. Prosent. 1987 – 2017



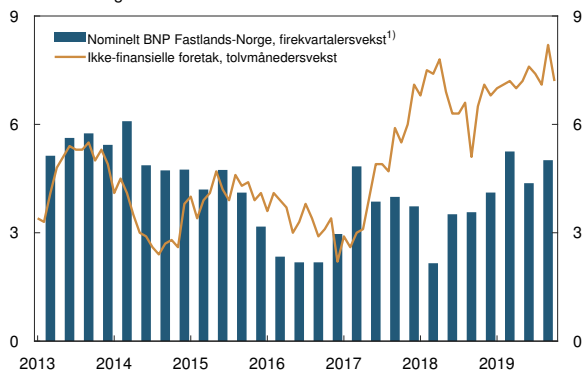
1) Gjeldsgrad er gjeld som andel av bruttoinntekt.
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

beløp som gikk utover kravene til gjeldsgrad i boliglånforskriften, økte litt i 2018 og 2019.

Forbruksgjeld utgjør bare 3–4 prosent av husholdningenes samlede gjeld. Veksten i forbrukslån var lenge høy, men har avtatt markert siden toppen i 2016. Lavere vekst henger trolig sammen med at myndighetene har innført flere tiltak for å regulere forbrukslån de siste årene, og at det har blitt opprettet gjeldsregistre for usikret gjeld.

I motsetning til utviklingen i husholdningenes gjeld, signaliserer gjeldsutviklingen i foretakene lav risiko i Norges Banks temperaturkart. Samlet gjeld i fastlandsforetakene vokste markert raskere enn verdiskapingen i årene før bank- og finanskrisen, men gjeldsnivået har siden vært nokså stabilt på rundt 80–85 prosent av BNP (figur 6.1). Dette er ikke særlig høyt sammenlignet med andre land.

Figur 6.6 Innenlandsk kreditt til ikke-finansielle foretak og nominelt BNP. Fastlands-Norge. Prosent. Januar 2013 – oktober 2019

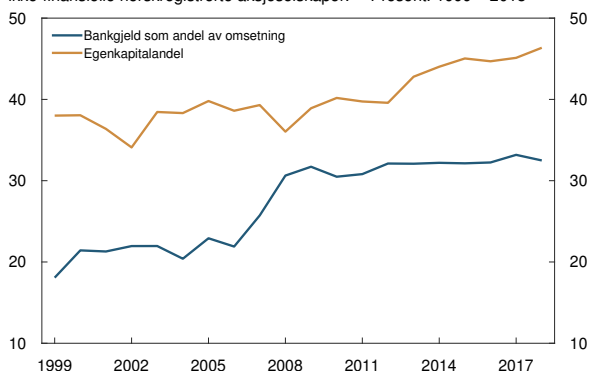


1) Firekvarterersvekst i summen over de siste fire kvartaler. Til og med 3. kv. 2019.
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Veksten i innenlandsk kreditt til fastlandsforetakene tiltok gjennom 2017 og har siden vokst raskere enn verdiskapingen i økonomien, se figur 6.6. Økningen må ses i sammenheng med veksten i foretaksinvesteringene, se kapittel 4.1. Tolvmånedersveksten var 7,2 prosent i oktober.

Økt gjeldsoptak gjør foretakene mer sårbare overfor brå inntektsfall. Samtidig viser regnskapsdata frem til 2018 at foretakene samlet sett synes å være mindre sårbare nå enn i årene før finanskrisen, se figur 6.7. Egenkapitalandelen har økt jevnt de siste ti årene. Høyere egenkapitalandel gjør foretakene mer robuste overfor store tap. I 2007 og 2008 vokste bankgjelden i foretakene markert raskere enn omsetningen. De siste årene har bankgjelden og omsetningen vokst om lag i takt.

Figur 6.7 Egenkapitalandel og bankgjeld som andel av omsetning i ikke-finansielle norskregistrerte aksjeselskaper.¹⁾ Prosent. 1999 – 2018



1) Kun foretak med total regnskapsmessig gjeld større enn 1 million kroner. Foretak innen utvinning av naturressurser er ekskludert.
Kilde: Norges Bank

Kredittveksten til husholdninger har vært litt lavere enn anslått, mens foretakenes kredittvekst har utviklet seg om lag som anslått i forrige rapport. Fremover venter vi at det økte rentenivået og moderat boligprisvekst vil bidra til fortsatt dempet gjeldsvekst i husholdningene, se tabell 3e og 4 i vedlegget. Videre venter vi at foretakenes kredittvekst vil bli gradvis lavere, i takt med at foretaksinvesteringene avtar.

Redusert sårbarhet i boligmarkedet

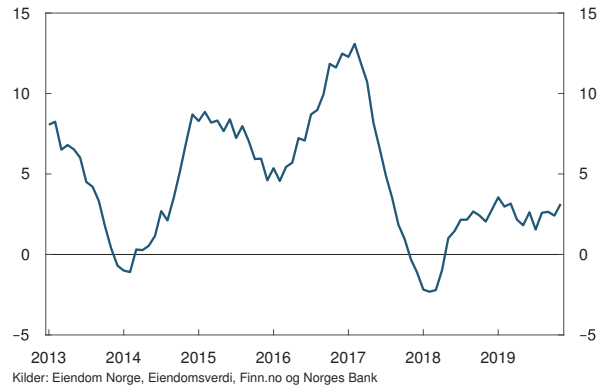
Boligprisene har økt betydelig over lengre tid og er i dag nominelt om lag 70 prosent høyere enn ved toppen før finanskrisen. Det høye nivået innebærer en sårbarhet i det finansielle systemet. Gjennom 2017 falt boligprisene noe, og siden har boligprisveksten vært moderat, se figur 6.8. Tolv månedersveksten har ligget mellom 2 og 4 prosent de siste månedene. Den sterke boligprisveksten før 2017 har ført til at boligprisindikatoren, det vil si boligpriser målt i forhold til disponibel inntekt per innbygger, er på et høyt nivå, se figur 6.9. Siden første kvartal 2017 har indikatoren falt med 6 prosent. Avdempningen i boligmarkedet har redusert risikoen for en brå og mer markert nedgang lenger frem, og sårbarheten er dermed noe redusert fra i fjor.

Aktiviteten i bruktboligmarkedet er fortsatt høy. Det har blitt lagt ut svært mange bruktboliger for salg i år og i fjor, noe som må ses i sammenheng med mange fullførte nye boliger. Den høye boligtilførselen har ført til en stor beholdning av usolgte bruktboliger, se figur 6.10. Samtidig er det høy omsetning, og de siste månedene har beholdningen av usolgte boliger kommet noe ned, også hensyntatt sesongvariasjoner.

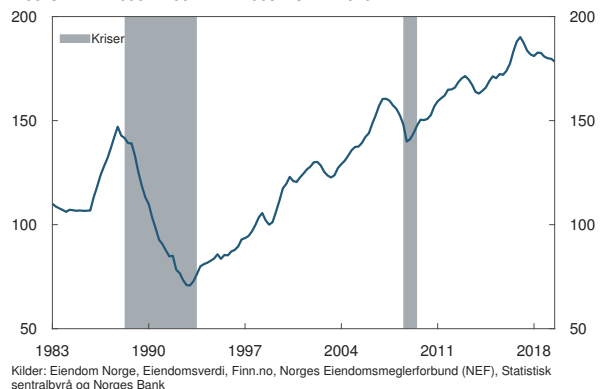
Boligbyggingen har vært høy i flere år, og det ble fullført svært mange boliger i fjor, se figur 6.11. Våre analyser viser at boligbyggingen over tid ikke er for høy i forhold til veksten i antall husholdninger, og at byggingen i hovedsak skjer der hvor veksten i antall husholdninger er størst.³ Så langt i år har det vært færre fullføringer enn ventet. Det tror vi skyldes at utbyggere har holdt tilbake prosjekter etter et svakere nyboligsalg over noe tid. Utviklingen indikerer at tilbudssiden justerer seg raskere enn vi tidligere har antatt. I våre anslag legger vi nå til grunn en større andel kansellerte prosjekter enn vi la til grunn tidligere. Men vi antar også at noe av fallet i fullføringer skyldes forsinkelser eller utsettelse av prosjekter, slik at en del av fullføringene tar noe lengre tid enn normalt.

Boligprisveksten har vært litt lavere enn anslått i forrige rapport. Fremover venter vi at det økte rentenivået og fortsatt mange fullførte boliger vil bidra til

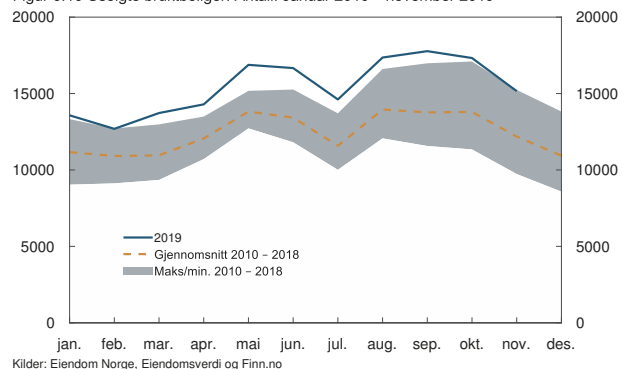
Figur 6.8 Boligprisvekst. Tolv månedersvekst. Prosent. Januar 2013 – november 2019



Figur 6.9 Boligpriser i forhold til disponibel inntekt per innbygger (15 – 74 år). Indeks. 4. kv. 1998 = 100. 1. kv. 1983 – 3. kv. 2019

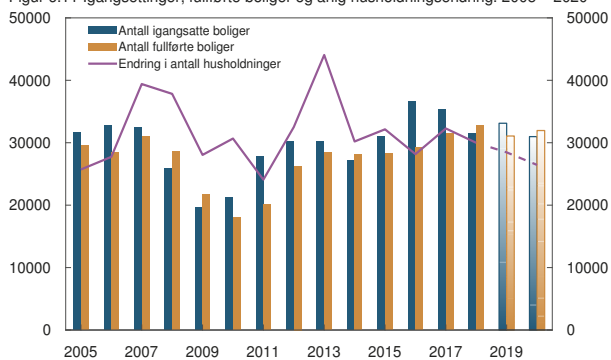


Figur 6.10 Usolgte bruktboliger. Antall. Januar 2010 – november 2019



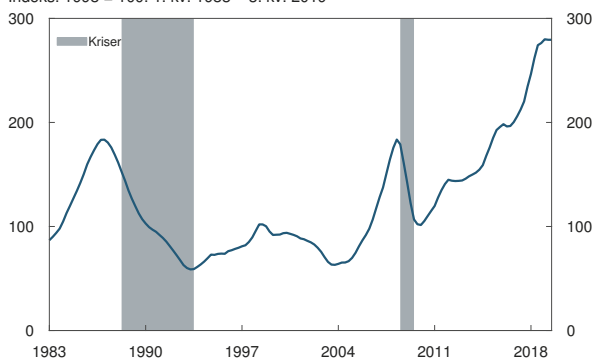
³ Se *Pengepolitisk rapport 3/19* og Mæhlum, S., P. M. Pettersen og H. Xu (2018) «Boligbygging og husholdningsvekst». *Staff Memo 12/2018*. Norges Bank.

Figur 6.11 Igangsettelser, fullførte boliger og årlig husholdningsendring, 2005 – 2020¹⁾



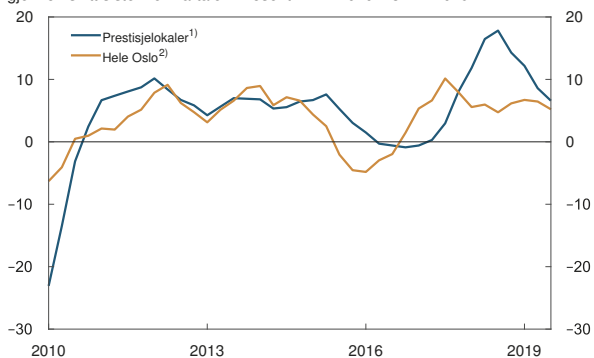
1) Anslag for 2019 og 2020.
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 6.12 Realpriser på næringseiendom.¹⁾
Indeks. 1998 = 100. 1. kv. 1983 – 3. kv. 2019



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

Figur 6.13 Leiepriser for kontorlokaler i Oslo. Firekvartalersvekst i glidende gjennomsnitt siste fire kvartaler. Prosent. 1. kv. 2010 – 3. kv. 2019



1) Markedsleie ifølge CBRE. 2) Gjennomsnittlig leiepris i signerte kontrakter ved dato for signering av kontraktene.
Kilder: Arealstatistikk og CBRE

at den moderate boligprisveksten fortsetter, se tabell 3d og 4 i vedlegget.

Fra kraftig til moderat vekst i næringseiendomspriser

Høye næringseiendomspriser er en av de viktigste sårbarhetene i det finansielle systemet. I Norge og mange andre land har lån til næringseiendom påført bankene store tap under finansielle kriser. Innen næringseiendom er kontormarkedet særlig viktig for finansiell stabilitet siden bankene har betydelig utlån til dette segmentet. En relativt stor andel av kontor-massen ligger i Oslo, og salgsprisene for de mest attraktive kontorlokalene (prestisjelokaler) i hovedstaden benyttes derfor som en viktig indikator for sårbarheten i næringseiendom. Historisk har disse prisene steget mye i forkant av finansielle kriser.

Salgsprisene for prestisjelokaler har økt kraftig over flere år, men veksten har avtatt det siste året, se figur 6.12. Salgsprisene beregnes ved hjelp av observerte leiepriser og et beregnet avkastningskrav (yield). Etter mange år med fall i lange renter og fallende avkastningskrav, har avkastningskravet på næringseiendom vært mer eller mindre uendret de siste årene. De siste to årene har leieprisveksten på prestisjelokalene i Oslo vært sterk, se figur 6.13.

Kontormarkedet i Oslo er sammensatt, og begrenset datatilfang har gjort det krevende å vurdere i hvilken grad prisutviklingen for prestisjelokaler er representativ for hele markedet og hva som driver utviklingen i leiepriser og avkastningskrav. Ved hjelp av kvartalsvise leieprisdata basert på faktiske kontrakter som dekker rundt to tredeler av kontormarkedet i Oslo, har vi utviklet en kvalitetsjustert leieprisindeks.⁴ En slik indeks gjør leieprisutviklingen mer sammenlignbar over tid ved at den kontrollerer for egenskaper ved kontorlokalene, som beliggenhet og kvalitet.

Leieprisene for prestisjelokaler i Oslo har beveget seg i samme retning som den kvalitetsjusterte indeksen for hele Oslo, se figur 6.14. Samtidig har leieprisene vokst kraftigere for prestisjelokaler, både under finans-krisen og rundt 2018. At leieprisene for de beste lokalene svinger mer er som ventet og indikerer at betalingsvilligheten for å leie de beste lokalene er mer

4 Se ramme på side 22 i *Finansiell stabilitet 2019* og Anundsen, A. og M. Hagen (2020) «Hedonic indices for rental prices in the Oslo office market». Kommende *Working paper*. Norges Bank.

syklisk enn for resten av markedet. Prisutviklingen i dette segmentet gir oss derfor signaler på når risikoen kan være i ferd med å bygge seg opp. Resultatene støtter opp om Norges Banks praksis med å følge leieprisene for prestisjelokaler som en indikator for finansielle ubalanser.

Avviket mellom leieprisveksten for prestisjelokaler og resten av Oslo i 2017–2018 tyder på at det var særlig i prestisjesegmentet at salgsprisene økte kraftig i denne perioden. Ifølge tall fra markedsaktører⁵ var i tillegg nedgangen i avkastningskravet for prestisjelokalene i perioden 2015–2017 mer markert enn for mer normal kontoreiendom. I sum indikerer dette at veksten i salgsprisene på de mest attraktive kontorlokalene i flere år har vært sterkere enn hva som kan sies å være representativt for hele Oslo.⁶

Risikoen for et markert fall i salgsprisene vil avhenge av om leieprisene og avkastningskravet er i tråd med tradisjonelle forklaringsvariabler. Vi har utviklet en modell for å analysere hva som driver kontorleieprisene i Oslo. Modellen estimerer en likevektspris basert på utviklingen i forklaringsvariabler som sysselsetting og tilbudet av kontorareal.⁷ Figur 6.15 viser at faktiske leiepriser har fulgt anslått likevektspris tett. I perioder med avvik indikerer resultatene at leieprisene raskt har korrigerert tilbake til likevekt. Resultatet kan tyde på at utviklingen i leiemarkedet for kontor i Oslo som helhet er godt i samsvar med utviklingen i økonomien. Det tilsier at leieprisene ikke vil falle markert uten forklaring i realøkonomiske forhold.

Fremover venter vi at næringsseiendomsprisene i Oslo vil fortsette å vokse moderat. Kontorledigheten er på et lavt nivå, men markedsaktører⁸ venter at den vil øke noe de neste årene, slik at leieprisveksten blir noe lavere, blant annet som følge av økt tilbud av nybygg i Oslo. Videre venter aktørene at avkastningskravet på de beste kontorlokalene (prime yield) i Oslo holder seg lavt, drevet av sterk etterspørsel etter gode investeringsobjekter og fortsatt lave lange renter.

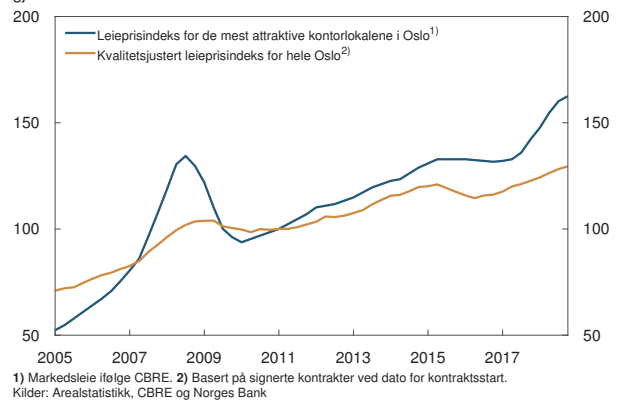
5 Se for eksempel DNB Næringsmegling.

6 Ifølge informasjon fra markedsaktører har nedgangen i avkastningskravet og oppgangen i leieprisene vært mer moderat i de andre store byene i Norge. Det indikerer også noe mer moderat vekst i salgsprisene i resten av landet.

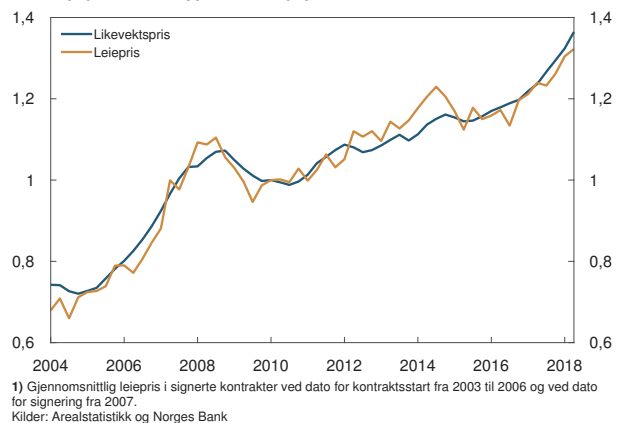
7 Se Bjørland, C. og M. Hagen (2019) «What drives office rents?». Staff Memo 12/2019. Norges Bank.

8 Se Entras Konsensusrapport for tredje kvartal 2019.

Figur 6.14 Leieprisindekser for kontorlokaler i Oslo. Firekvarterers glidende gjennomsnitt. Indeks. 1. kv. 2011 = 100. 1. kv. 2005 – 4. kv. 2018



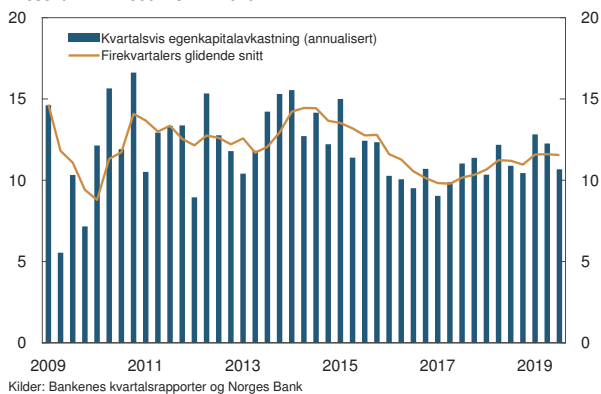
Figur 6.15 Kvalitetsjusterte leiepriser og estimerte likevektspriser.¹⁾ Indeks. 1. kv. 2010 = 1. 1. kv. 2004 – 2. kv. 2018



Figur 6.16 Risikopåslag i Norge. Differanse mot tremåneders Nibor.¹⁾ Femårs løpetid. Basispunkter. Uke 32 2015 – uke 50 2019²⁾

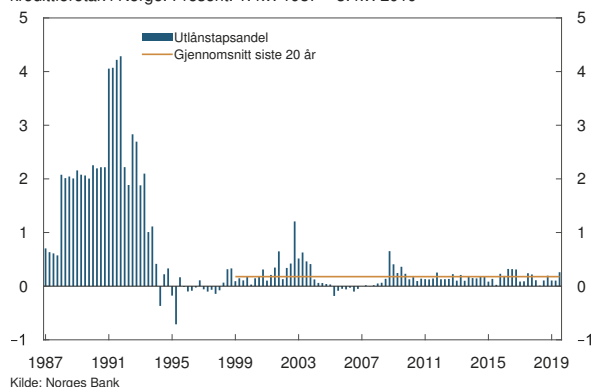


Figur 6.17 Egenkapitalavkastning i store norske banker. Prosent. 1. kv. 2009 – 3. kv. 2019



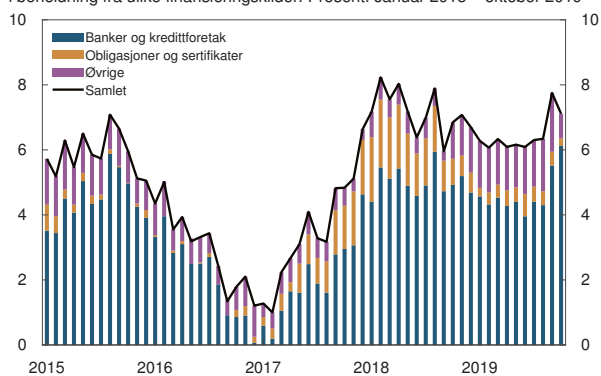
Kilder: Bankenes kvartalsrapporter og Norges Bank

Figur 6.18 Utlånstap som andel av brutto utlån til kunder. Alle banker og kredittforetak i Norge. Prosent. 1. kv. 1987 – 3. kv. 2019



Kilde: Norges Bank

Figur 6.19 Kreditt til norske ikke-finansielle foretak. Bidrag til tolv månedersvekst i beholdning fra ulike finansieringskilder. Prosent. Januar 2015 – oktober 2019



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

6.2 BANKENES TILPASNING OG TILGANGEN PÅ KREDITT

Stresstesten i *Finansiell stabilitet 2019* viser at bankene har kapital til å tåle store utlånstap, og at økningen i motsyklisk kapitalbuffer fra 2,0 til 2,5 prosent vil gjøre det lettere for banksektoren å opprettholde kreditttilbudet ved et tilbakeslag i økonomien, se ramme på side 52.

Bankenes finansieringsforhold synes ikke å begrense kreditttilbudet deres. Bankene har god tilgang på langsiktig finansiering i både norske og internasjonale finansmarkeder. Siden forrige rapport er risikopåslagene som de norske bankene betaler for seniorobligasjoner og obligasjoner med fortrinnsrett, lite endret, se figur 6.16.

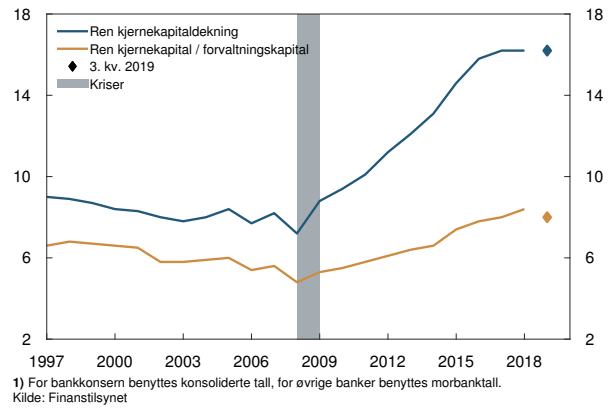
Bankenes lønnsomhet påvirker både evnen til å tåle tap og kreditttilbudet. De store norske bankene har opprettholdt lønnsomheten det siste året, og lønnsomheten ligger på et høyt nivå sammenlignet med andre europeiske banker. Egenkapitalavkastningen falt i tredje kvartal sammenlignet med de to foregående kvartalene, se figur 6.17. Nedgangen skyldes hovedsakelig høye ekstraordinære inntekter i første og andre kvartal, som trakk opp egenkapitalavkastningen i disse kvartalene. Utlånstapene økte i tredje kvartal og skyldes primært tap på ett enkelt engasjement hos DNB. I et historisk perspektiv er bankenes utlånstap det siste året fortsatt lave, se figur 6.18.

Utviklingen tyder på at bankene kan møte etterspørselen etter kreditt fra foretak og husholdninger fremover. De siste månedene har utlånsveksten til foretakene fra samtlige bankgrupper økt. Særlig DNB og filialer av utenlandske banker har trukket utlånsveksten ytterligere opp. I Norges Banks utlånsundersøkelse rapporterer bankene om uendret kredittpraksis og utlånsbetingelser i tredje kvartal til både husholdninger og foretak. Bankene venter heller ingen endringer i kredittpraksis fremover. Foretakene synes også å ha god tilgang på kreditt i obligasjonsmarkedene, selv om bidraget til utlånsveksten fra obligasjonsmarkedet har vært lavt sammenlignet med bidraget fra andre finansieringskilder, se figur 6.19.

Motsyklisk kapitalbuffer øker fra 2,0 prosent til 2,5 prosent ved årsslutt. Siden finanskrisen har den rene kjernekapitaldekningen, det vil si ren kjernekapital

målt som andel av risikovektede eiendeler, økt betydelig i norske banker, se figur 6.20. Ren kjernekapital målt som andel av forvaltningskapitalen har også økt. Høyere kapitaldekning har bidratt til at bankene er mer robuste mot tap og markedsuro. Når EUs kapitaldekningsregelverk (CRR/CRD IV) tas inn i norsk lov fra 31. desember 2019, faller imidlertid Basel I-gulvet bort og SMB-rabatten innføres i Norge. Når Basel-I gulvet oppheves vil risikovektede eiendeler falle for bankene som benytter risikovekter beregnet ved bruk av bankenes interne modeller (IRB).⁹ SMB-rabatten innebærer at bankenes kapitalkrav for utlån til små og mellomstore bedrifter vil bli redusert. Bortfallet av Basel I-gulvet og innføring av SMB-rabatten vil medføre en reduksjon i beregningsgrunnlaget (risikovektede eiendeler) for de fleste store bankene, og på den måten føre til en økning i ren kjernekapitaldekning. Uvektet kjernekapitaldekning, det vil si kjernekapitaldekning som andel av forvaltningskapitalen, vil ikke øke tilsvarende. For å forhindre et uønsket fall i uvektet kjernekapitaldekning i bankene vil Finansdepartementet øke systemrisikobufferkravet fra 3,0 til 4,5 prosent og innføre midlertidige minstekrav for gjennomsnittlig risikovekter på næringseiendoms lån og boliglån. Disse endringene i kapitalkravene trer i kraft fra utgangen av 2020. For de mindre bankene skal de nye kravene først gjelde fra utgangen av 2022. Alle ventede regelverksendringer tatt i betraktning, ligger bankene godt an til å nå kapitalmålene uten å måtte stramme inn på kredittpraksis.

Figur 6.20 Ren kjernekapitaldekning og ren kjernekapitalandel. Norske banker¹⁾. Prosent. 1997 – 3. kv. 2019



⁹ For mer om kapitaldekningsregelverket, se vedlegg 2 i *Det norske finansielle systemet 2019*.

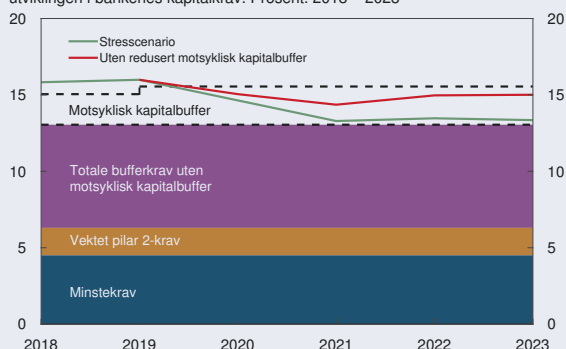
STRESSTESTEN I FINANSIELL STABILITET 2019

Historiske erfaringer og empiriske analyser viser at kriser og tilbakeslag er mer alvorlige når finansielle ubalanser har bygget seg opp i forkant.¹ Bankenes evne til å tåle tap må derfor vurderes i lys av nivået på finansielle ubalanser. Stresstesten i *Finansiell Stabilitet 2019* analyserer virkningen på bankenes utlånstap, kapitaldekning og tilpasning ved et kraftig makroøkonomisk tilbakeslag.² Scenarioet i stresstesten tar utgangspunkt i at finansielle ubalanser har bygget seg opp over lengre tid. Makrobankens³ rene kjernekapitaldekning faller markert i dette scenarioet, se figur 6.A. Fallet i kapitaldekningen begrenses av at makrobanken tilpasser seg for å oppfylle kapitalkravet blant annet ved å stramme inn på tilbudet av nye utlån. Dette forsterker tilbakeslaget. Nedgangen i økonomien dempes imidlertid av at kravet til motsyklisk kapitalbuffer på 2,5 prosent settes ned til 0. Dersom kravet hadde blitt værende på 2,5 prosent, ville bankene ha måttet stramme ytterligere inn på utlånspraksisen for å oppfylle bufferkravet. Det ville gitt en noe svakere utvikling i BNP og et betydelig større fall i kreditt, se figur 6.B.

Analysen viser betydningen av å ha tilstrekkelige tidsvarierende kapitalbuffer før krisen inntreffer. Økningen i motsyklisk kapitalbuffer fra 2,0 til 2,5 prosent vil gjøre det lettere for banksektoren å opprettholde kreditttilbudet ved et kommende tilbakeslag i økonomien (figur 6.B).

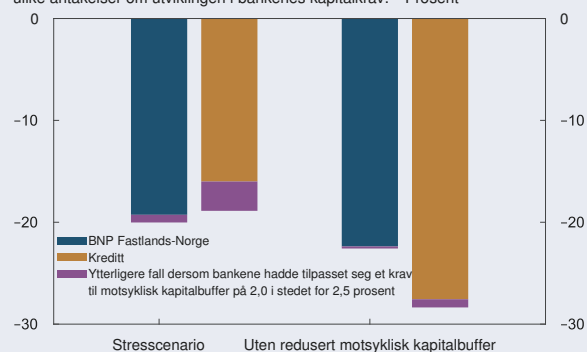
- 1 Se for eksempel Jordà, O., M. Schularick og A. Taylor (2013). «When Credit Bites Back». *Journal of Money, Credit and Banking* 45(2), desember, side 3–28.
 2 En detaljert beskrivelse av stresstestrammeverket er gitt i Andersen, H., K. Gerdrup, R.M. Johansen og T. Krogh (2019) «Et rammeverk for makrotilsyns-stresstester». *Staff Memo* 1/2019. Norges Bank.
 3 Makrobanken er summen av ni store banker i Norge.

Figur 6.A Makrobankens rene kjernekapitaldekning og krav til ren kjernekapitaldekning under pilar 1 og pilar 2¹⁾ ved ulike antakelser om utviklingen i bankenes kapitalkrav. Prosent. 2018 – 2023²⁾



1) Pilar 1- og pilar 2-kravene til de enkelte stresstestbankene er vektet med bankenes beregningsgrunnlag. 2) Fremskrivninger for stressperioden 2019 – 2023.
 Kilder: Finanstilsynet, SNL / S&P MI og Norges Bank

Figur 6.B Samlet endring i stressperioden i BNP Fastlands-Norge og kreditt ved ulike antakelser om utviklingen i bankenes kapitalkrav.¹⁾ Prosent



1) Definert som kumulativt avvik fra antatt trend for BNP og avvik fra antatt trend ved utgangen av stressperioden for samlet kreditt. Trendveksten for BNP i faste priser er satt til 1,2 prosent, og trendveksten i kreditt er satt til 3,7 prosent.
 Kilde: Norges Bank

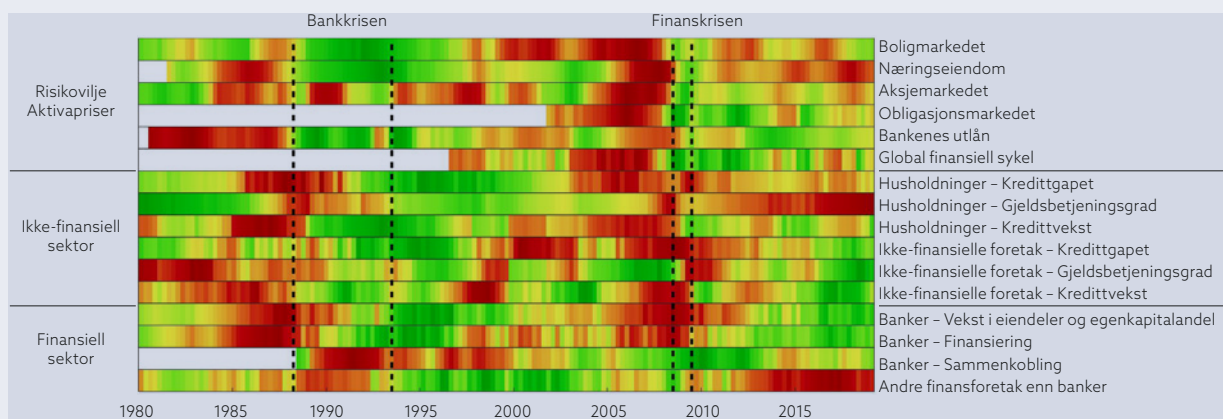
TEMPERATURKART FOR OVERVÅKING AV SYSTEMRISIKO

Norges Banks temperaturkart er et hjelpemiddel for å vurdere systemrisiko som varierer over tid i det norske finansielle systemet. Temperaturkartet følger utviklingen i et bredt sett av indikatorer innenfor tre hovedområder: risikovilje og aktivapriser, ikke-finansiell sektor (husholdninger og foretak) og 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 systemrisiko i det norske finansielle systemet i dag sammenlignet med historiske episoder. Sammensatte indikatorer er laget ved å ta et gjennomsnitt av individuelle indikatorer.

¹ For en detaljert beskrivelse av temperaturkartet og de enkelte indikatorene, se Arbatli, E. C. og R. M. Johansen (2017) «A Heatmap for Monitoring Systemic Risk in Norway». *Staff Memo 10/2017*. Norges Bank. Se også ramme på side 54 i *Pengepolitisk rapport 4/17*.

Figur 6.C Sammensatte indikatorer i temperaturkartet 1. kv. 1980 – 3. kv. 2019



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

NORGES BANKS RÅD OM MOTSYKLISK KAPITALBUFFER

Norges Bank skal utarbeide beslutningsgrunnlag og gi Finansdepartementet råd om nivået på bankenes motsykliske kapitalbuffer fire ganger i året. Motsyklisk kapitalbuffer skal som hovedregel utgjøre mellom 0 og 2,5 prosent av bankenes beregningsgrunnlag, men kan i særlige tilfeller settes høyere. Norges Bank publiserte 16. desember 2019 et revidert rammeverk for hva som bør inngå i beslutningsgrunnlaget for rådet, se *Norges Bank Memo 4/2019*.

- Bankene bør bygge opp og holde en motsyklisk kapitalbuffer når finansielle ubalanser bygger seg opp eller har bygget seg opp. Store finansielle ubalanser innebærer en fare for en brå nedgang i etterspørselen fra husholdninger og foretak og store tap i bankene. Bufferen bør aktiveres tidlig ved tegn til økende finansielle ubalanser.

Bufferen skal gjøre bankene mer motstandsdyktige ved tilbakeslag og bør ikke endres hyppig i forsøk på å styre kredittvekst eller formuespriser. Bufferkravet bør ikke uten videre trappes ned selv om det skulle være tegn til at finansielle ubalanser avtar. Dersom finansielle ubalanser avtar vesentlig over tid og utsiktene for finansiell stabilitet er gode, kan det vurderes å justere bufferkravet ned. Ved et kraftig tilbakeslag og klart redusert tilgang på kreditt bør bufferen settes ned for å motvirke at bankene strammer inn på utlån. Bufferkravet bør ses i lys av bankenes tilpasning til de samlede kapitalkravene.

Råd om nivå på motsyklisk buffer baserer seg på en vurdering av fire hovedområder:

- *Finansielle ubalanser* analyseres for å vurdere syklisk systemrisiko som kan utløse eller forsterke et kraftig tilbakeslag.
- *Tilgang på kreditt* analyseres for å vurdere om det er eller kan bli behov for å redusere bufferkravet fordi kredittverdige foretak og husholdninger ikke får kreditt.
- *Bankenes evne til å tåle tap* analyseres for å vurdere om nivået på bufferen er tilstrekkelig gitt vurderingene av finansielle ubalanser.
- *Effekten av en endring i bufferkravet på bankene og økonomien* vurderes før det gis råd om å endre bufferkravet.

Beslutningsgrunnlaget for Norges Banks råd legges frem i kapittel 6 i *Pengepolitisk rapport med vurdering av finansiell stabilitet* (PPR). I tillegg oppdateres et fast indikatorsett som gjøres tilgjengelig på Norges Banks nettsider. Vurderingene og rådet om nivå på motsyklisk buffer bygges på skjønn i tillegg til indikatorer og kvantitative analyser. Rådet sendes Finansdepartementet i forbindelse med publisering av PPR. Rådet offentliggjøres når departementet har fattet sin beslutning.

Vedlegg

Oversikt over rentemøter i Norges Bank

Tabeller og detaljerte anslag

Oversikt over rentemøter i Norges Bank

Dato ¹	Styringsrente ²	Endring
18. mars 2020		
22. januar 2020		
18. desember 2019	1,50	0
23. oktober 2019	1,50	0
18. september 2019	1,50	0,25
14. august 2019	1,25	0
19. juni 2019	1,25	0,25
8. mai 2019	1,00	0
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

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

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

Tabell 1 Anslag på BNP-vekst i utlandet

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

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 (markedskurser), 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 3/19 i parentes	Handels- partnere ⁴	Prosentvis endring fra foregående år				
		2018	2019	2020	2021	2022
USA	8	2,4 (0)	1,8 (0)	2,2 (-0,1)	2,3 (0)	2,3 (0)
Euroområdet	33	1,8 (0)	1,2 (0)	1,2 (-0,1)	1,5 (0)	1,6 (0)
Storbritannia	6	2,3 (0)	1,7 (-0,2)	1,7 (-0,4)	1,9 (-0,2)	2 (0)
Sverige ¹	13	2,1 (0)	1,7 (0)	1,8 (0)	1,9 (0)	2 (0)
Øvrige industriland ²	17	1 (-0,1)	0,6 (-0,1)	1,1 (-0,2)	1,4 (-0,2)	1,6 (0)
Kina	12	2,1 (0)	2,8 (0,4)	2,3 (0)	2,6 (0)	2,6 (0)
Øvrige fremvoksende økonomier ³	10	4,4 (0)	4,5 (-0,3)	4,4 (-0,3)	4,3 (-0,2)	4,2 (-0,3)
Norges handelspartnere ⁴	100	2 (0)	1,8 (0)	1,8 (-0,2)	2 (-0,1)	2,1 (0)
Underliggende prisvekst ⁵		1,4 (0)	1,4 (0)	1,6 (-0,1)	1,8 (0)	1,8 (0)
Lønnsvekst ⁶		2,6 (0)	2,4 (-0,1)	2,7 (-0,1)	2,7 (-0,1)	2,7 (-0,1)
Priser på konsumvarer Norge importerer ⁷		1,4 (0)	1,7 (-0,1)	0,6 (0)	0,6 (0)	0,7 (0)

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 (markedskurser).

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. Importvekter.

7 Målt i utenlandsk valuta. Inkludert vridningseffekter.

Kilder: IMF, Thomson Reuters og Norges Bank

Tabell 3a Konsumpriser. Tolv måneders vekst. Prosent

	sep	2019			jan	2020	
		okt	nov	des	feb	mar	
Konsumprisindeksen (KPI)							
Faktisk	1,5	1,8	1,6				
Anslag i PPR 3/19	1,4	1,8	1,4	1,5			
Anslag i PPR 4/19				1,6	1,8	1,9	1,9
KPI-JAE¹							
Faktisk	2,2	2,2	2,0				
Anslag i PPR 3/19	2,1	2,3	2,0	2,0			
Anslag i PPR 4/19				1,9	2,2	1,8	1,9
Importerte varer i KPI-JAE							
Faktisk	1,2	0,9	0,8				
Anslag i PPR 3/19	1,2	1,2	1,1	1,1			
Anslag i PPR 4/19				0,8	1,7	0,7	1,1
Norskproduserte varer og tjenester i KPI-JAE²							
Faktisk	2,6	2,7	2,5				
Anslag i PPR 3/19	2,4	2,7	2,4	2,3			
Anslag i PPR 4/19				2,4	2,4	2,3	2,2

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 3b BNP for Fastlands-Norge. Kvartalsvekst. Sesongjustert. Prosent

	2019			2020
	2. kv	3. kv	4. kv	1. kv
Faktisk	0,7	0,7		
Anslag i PPR 3/19		1,0	0,5	
Anslag i PPR 4/19			0,4	0,5

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

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

	2019				2020		
	sep	okt	nov	des	jan	feb	mar
Faktisk	2,2	2,2	2,2				
Anslag i PPR 3/19	2,2	2,2	2,2	2,2			
Anslag i PPR 4/19				2,2	2,2	2,2	2,2

Kilder: NAV og Norges Bank

Tabell 3d Boligpriser. Tolv måneders vekst. Prosent

	2019				2020		
	sep	okt	nov	des	jan	feb	mar
Faktisk	2,6	2,4	3,1				
Anslag i PPR 3/19	2,5	2,8	3,5	3,1			
Anslag i PPR 4/19				2,6	2,5	2,6	2,5

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

Tabell 3e Kreditt til husholdningene. Tolv måneders vekst. Prosent

	2019					2020		
	aug	sep	okt	nov	des	jan	feb	mar
Faktisk	5,2	5,1	5,0					
Anslag i PPR 3/19	5,2	5,2	5,2	5,5	5,5			
Anslag i PPR 4/19				5,2	5,2	5,1	5,1	5,0

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Tabell 4 Anslag på makroøkonomiske hovedstørrelser

Endring fra anslag i Pengepolitisk rapport 3/19 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)	2,2 (0)	2,2 (0,2)	2,2 (0)	2,2 (0)
KPI-JAE ¹		1,6 (0)	2,3 (0)	2,2 (0,1)	2,3 (0,1)	2,2 (0)
Årslønn		2,8 (0)	3,4 (0,1)	3,2 (-0,1)	3,2 (-0,1)	3,3 (-0,1)
Realøkonomi²						
Bruttonasjonalprodukt (BNP)	3531	1,5 (-0,1)	1,0 (-0,3)	2,4 (0,2)	2,0 (0,1)	1,6 (0)
BNP for Fastlands-Norge	2907	2,5 (-0,1)	2,5 (-0,2)	1,9 (0)	1,4 (0,1)	1,4 (0,1)
Produksjonsgap for Fastlands-Norge (nivå) ³		-0,2 (0)	0,3 (-0,1)	0,3 (-0,2)	0,2 (-0,1)	0,1 (0)
Sysselsetting, personer, KNR		1,7 (0)	1,7 (-0,1)	1,1 (-0,1)	0,4 (0,1)	0,4 (0,1)
AKU-ledighet ⁴ (rate, nivå)		3,8 (0)	3,6 (0,1)	3,5 (0,1)	3,5 (0)	3,6 (0,1)
Registrert ledighet (rate, nivå)		2,5 (0)	2,3 (0)	2,2 (0)	2,3 (0,1)	2,3 (0)
Etterspørsel²						
Etterspørsel fra Fastlands-Norge ⁵	3062	2,1 (0)	2,3 (0,3)	1,4 (-0,4)	1,4 (-0,1)	1,6 (-0,1)
– Husholdningenes konsum ⁶	1538	2,0 (0)	1,6 (-0,2)	1,6 (-0,7)	2,0 (-0,1)	2,1 (-0,1)
– Foretaksinvesteringer	311	6,8 (0)	5,5 (1,7)	0,1 (-2,5)	0,0 (-0,4)	0,9 (-0,3)
– Boliginvesteringer	194	-6,1 (0)	1,0 (0,1)	0,5 (-0,1)	1,1 (0)	1,8 (0,3)
– Offentlig etterspørsel ⁷	1020	2,5 (0)	2,7 (0,8)	1,8 (0,6)	1,2 (0)	1,2 (0)
Petroleumsinvesteringer ⁸	153	1,9 (0)	14,5 (0)	4,5 (2,0)	-5,0 (-1,0)	-4,0 (2,0)
Eksport fra Fastlands-Norge ⁹	661	3,3 (-0,1)	6,0 (0,8)	2,4 (0,1)	3,0 (0,2)	3,2 (0)
Import	1155	1,9 (0)	6,3 (2,0)	2,2 (1,0)	1,8 (-0,7)	2,1 (-0,3)
Boligpriser og gjeld						
Boligpriser ¹⁰		0,7 (0)	2,6 (-0,1)	2,7 (0,1)	3,4 (0,2)	3,4 (0,1)
Kreditt til husholdningene (K2) ¹¹		5,6 (0)	5,2 (-0,3)	5,2 (-0,2)	5,1 (-0,6)	4,9 (-0,9)
Rente og valutakurs (nivå)						
Styringsrente ¹²		0,6 (0)	1,1 (0)	1,6 (0)	1,6 (0)	1,6 (0,1)
Importveid valutakurs (I-44) ¹³		104,6 (0)	107,7 (0,7)	109,0 (2,2)	108,1 (1,7)	108,0 (1,7)
Pengemarkedsrente hos handelspartnere ¹⁴		0,4 (0)	0,5 (0)	0,3 (0)	0,3 (0,1)	0,4 (0,1)
Oljepris						
Oljepris Brent Blend. USD per fat ¹⁵		71 (0)	64 (1)	62 (5)	59 (3)	57 (1)

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 Endring fra sist er ikke i samsvar med publisert årsvekst i PPR 3/19 på grunn av feil i beregning av årsvekst i forrige rapport.

11 Kredittveksten er beregnet som firekvartalersveksten ved utgangen av året.

12 Styringsrenten er renten på bankenes innskudd i Norges Bank.

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

14 Basert på tremåneders pengemarkedsrenter og renteswapper.

15 Spotpris for 2018, mens 2019 er beregnet som gjennomsnittet av spotprisene så langt i år. Terminpriser for 2020–2022. Terminpriser per 13. desember 2019.

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

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 4|19 – desember

