



NORGES BANK

3 | 18
SEPTEMBER

**PENGEPOLITISK
RAPPORT**
MED VURDERING AV FINANSIELL STABILITET

Norges Bank

Oslo 2018

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

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

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

Pengepolitisk rapport med vurdering av finansiell stabilitet

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

På møtet 12. september 2018 drøftet hovedstyret de økonomiske utsiktene, hovedlinjene i pengepolitikken og behovet for en motsyklisk kapitalbuffer i bankene. På grunnlag av denne drøftingen og en tilråding fra bankens ledelse fattet hovedstyret i møtet 19. september 2018 vedtak om styringsrenten. Hovedstyret vedtok også Norges Banks råd til Finansdepartementet om nivået på den motsykliske kapitalbufferen. Hovedstyrets vurdering av de økonomiske utsiktene og pengepolitikken er gjengitt i avsnittet «Hovedstyrets vurdering». Rådet om nivået på den motsykliske kapitalbufferen sendes Finansdepartementet i forbindelse med publisering av rapporten. Rådet offentliggjøres når Finansdepartementet har fattet sin beslutning.

Rapporten er tilgjengelig på www.norges-bank.no.

Innhold

HOVEDSTYRETS VURDERING	5
DEL 1: PENGEPOLITIKKEN	7
1 HOVEDBILDET	7
1.1 Utvikling og utsikter ute	8
1.2 Den økonomiske situasjonen i Norge	8
1.3 Pengepolitikk og prognoser	9
2 INTERNASJONAL ØKONOMI	12
2.1 Vekst, priser og renter	12
2.2 Land og regioner	14
<i>Handelskonflikter skaper usikkerhet</i>	18
3 NORSK ØKONOMI	20
3.1 Finansielle forhold	20
3.2 Produksjon og etterspørsel	21
3.3 Arbeidsmarked og produksjonsgap	26
3.4 Kostnader og priser	29
4 PENGEPOLITISK ANALYSE	36
4.1 Mål og tilbakeblikk	36
4.2 Ny informasjon og nye vurderinger	37
DEL 2: FINANSIELL STABILITET	42
5 VURDERING AV FINANSIELL STABILITET - BESLUTNINGSGRUNNLAG FOR MOTSYKLISK KAPITALBUFFER	42
5.1 Internasjonalt	42
5.2 Kreditt	43
5.3 Eiendomspriser	44
5.4 Bankene	46
<i>Økt gjeld i husholdningene i 2016</i>	47
VEDLEGG	51
Oversikt over rentemøter i Norges Bank	52
Tabeller og detaljerte anslag	53

PENGEPOLITIKKEN I NORGE

MÅL

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

GJENNOMFØRING

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

BESLUTNINGSPROSESS

Styringsrenten fastsettes av Norges Banks hovedstyre. Vedtak om renten vil normalt bli truffet i hovedstyrets rentemøter. Hovedstyret har åtte rentemøter i året.

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

RAPPORTERING

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

MOTSYKLISK KAPITALBUFFER

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

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

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

Bufferkravet skal som hovedregel være mellom 0 og 2,5 prosent av bankenes beregningsgrunnlag for kapitalkrav. Kravet vil gjelde for alle banker som har virksomhet i Norge.

Hovedstyrets vurdering

Norges Banks hovedstyre har besluttet å heve styringsrenten med 0,25 prosentenheter til 0,75 prosent. Slik hovedstyret nå vurderer utsiktene og risikobildet, vil styringsrenten mest sannsynlig bli satt videre opp i første kvartal 2019.

Konjunkturoppgangen hos Norges handelspartnere fortsetter. Arbeidsledigheten har fortsatt å falle i mange land. Usikkerhet, blant annet som følge av handelskonfliktene internasjonalt, demper oppgangen. I årene fremover vil trolig kapasitetsbegrensninger bidra til at veksten avtar. Vekstanslagene er litt lavere enn i junirapporten. Hos flere handelspartnere er den underliggende prisveksten fortsatt lavere enn inflasjonsmålene. Tiltakende lønnsvekst vil trolig bidra til at prisveksten øker. Styringsrentene internasjonalt er på vei opp og ventes å øke videre i årene som kommer. Terminrentene er lite endret siden juni.

Det har vært god vekst i norsk økonomi siden høsten 2016, og arbeidsmarkedet har vært i bedring. Oppgangen internasjonalt, høyere oljepris og lave renter har bidratt til å løfte veksten. Det er utsikter til god vekst også fremover. Høyere sysselsetting og økt lønnsvekst vil trolig bidra til å holde veksten i husholdningenes konsum oppe. Høyere oljeinvesteringer globalt ventes å løfte eksportveksten. De neste årene vil trolig også investeringene på norsk sokkel øke betydelig.

Veksten i fastlandsøkonomien har så langt i år vært litt lavere enn anslått i forrige rapport. Også utviklingen i arbeidsmarkedet har vært noe svakere enn ventet. Veksten i boligprisene har avtatt siden i vår. Siden juni har oljeprisen steget litt, og prisene på leveranser frem i tid er noe høyere enn lagt til grunn i junirapporten.

Prisveksten har steget markert i år. I august var tolv månedersveksten i konsumprisindeksen (KPI) 3,4 prosent. Oppgangen skyldes både høyere elektrisitetspriser og at den underliggende prisveksten har økt. Tolv månedersveksten i KPI justert for avgifts- endringer og uten energivarer (KPI-JAE) var 1,9 prosent i august. Det er høyere enn anslått i junirapporten. Lønnsveksten tok seg opp i fjor. Tilstrammingen i arbeidsmarkedet tilsier at den vil øke videre, men trolig litt mindre enn tidligere anslått. Kronekursen har styrket seg den siste tiden, men er fortsatt svakere enn lagt til grunn i juni.

I drøftingen av risikobildet var hovedstyret særlig opptatt av hvilke konsekvenser økende proteksjonisme internasjonalt og uro i enkelte fremvoksende økonomier vil få for norsk økonomi. Økte handelsbarrierer og vedvarende usikkerhet kan dempe importveksten hos handelspartnerne, men det kan også gjøre at kronekursen holder seg svakere enn lagt til grunn. Det er usikkert i hvor stor grad oppgangen i oljeprisen og økt aktivitet i oljenæringen vil bidra til å løfte lønnsveksten. En lang periode med lave renter og tiltakende gjeldsbelastning i husholdningene har gitt økt usikkerhet om virkningene av høyere renter.

I vurderingen av pengepolitikken legger hovedstyret vekt på at oppgangen i norsk økonomi fortsetter. Det blir gradvis mindre ledige ressurser i økonomien, og kapasitetsutnyttningen synes nå nær et normalt nivå. Den underliggende prisveksten er nær inflasjonsmålet på 2 prosent.

Utsiktene og risikobildet tilsier samlet sett en gradvis renteoppgang i årene fremover. Dersom styringsrenten holdes på dagens nivå for lenge, kan priser og lønninger skyte fart og finansielle ubalanser bygge seg videre opp. Da øker risikoen for et kraftig tilbakeslag i økonomien frem i tid. Usikkerhet om virkningene av høyere renter taler for å gå varsomt frem i rentesettingen.

Renteutsiktene er lite endret fra forrige rapport. Med en gradvis renteoppgang anslås inflasjonen å være nær målet noen år frem, samtidig som arbeidsledigheten fortsatt er lav.

Hovedstyret vedtok å heve styringsrenten med 0,25 prosentenheter til 0,75 prosent. Slik hovedstyret nå vurderer utsiktene og risikobildet, vil styringsrenten mest sannsynlig bli satt videre opp i første kvartal 2019. Beslutningen var enstemmig.

Øystein Olsen
19. september 2018

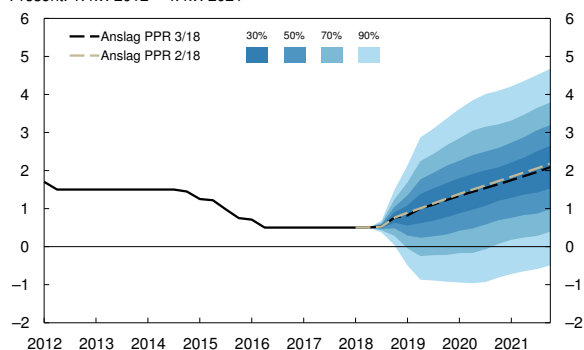
1 Hovedbildet

Det er god vekst i norsk økonomi og sysselsettingen stiger. Kapasitetsutnyttningen fortsetter å øke, og er trolig nær et normalt nivå. Inflasjonen har steget, og den underliggende prisstigningen er nær inflasjonsmålet på 2 prosent.

Styrringsrenten ble hevet med 0,25 prosentenheter på dette rentemøtet, til 0,75 prosent. Ifølge prognosen i denne rapporten økes renten igjen i første kvartal neste år. Deretter heves den gradvis, til om lag 2 prosent ved utgangen av 2021. Rentebanen er lite endret fra forrige rapport. Med en renteutvikling i tråd med prognosen anslås inflasjonen å være nær målet noen år frem, samtidig som arbeidsledigheten fortsatt er lav. Dersom styringsrenten holdes på dagens nivå for lenge, kan priser og lønninger skyte fart og finansielle ubalanser bygge seg videre opp. Da øker risikoen for et kraftig tilbakeslag i økonomien frem i tid.

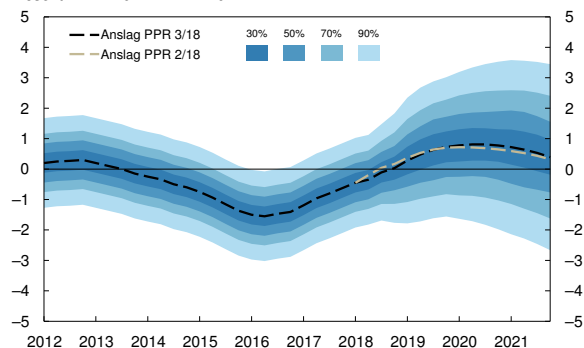
Vi venter god vekst i BNP for Fastlands-Norge det nærmeste året, før veksten dempes gradvis. Sysselsettingen anslås å øke i takt med oppgangen i fastlandsøkonomien, og lønnsveksten ventes å stige de neste årene.

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



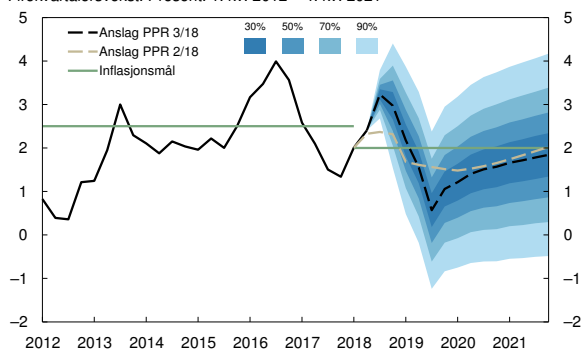
1) Usikkerhetsviften er basert på historiske erfaringer og stokastiske simuleringer fra vår makroøkonomiske hovedmodell, NEMO. Den tar ikke hensyn til at det eksisterer en nedre grense for renten.
2) Anslag for 3. kv. 2018 – 4. kv. 2021.
Kilde: Norges Bank

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



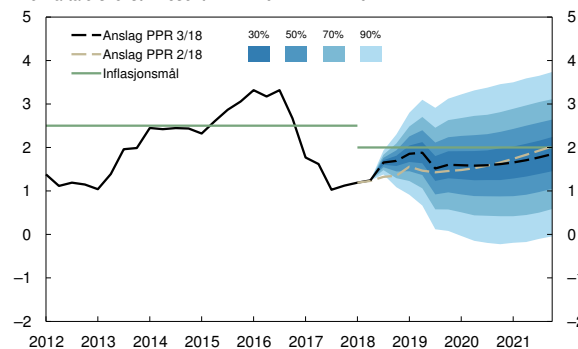
1) Produksjonsgapet måler den prosentvise forskjellen mellom BNP for Fastlands-Norge og anslått potensielt BNP for Fastlands-Norge.
2) Usikkerhetsviften er basert på historiske erfaringer og stokastiske simuleringer fra vår makroøkonomiske hovedmodell, NEMO.
Kilde: Norges Bank

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



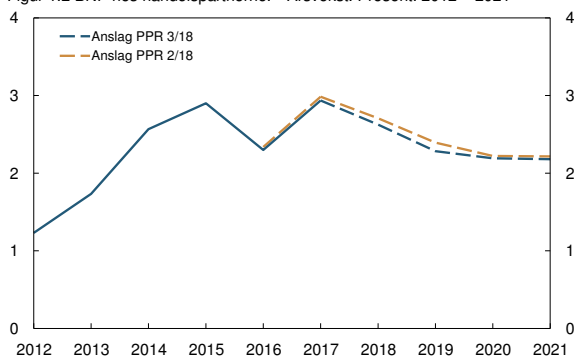
1) Usikkerhetsviften er basert på historiske erfaringer og stokastiske simuleringer fra vår makroøkonomiske hovedmodell, NEMO.
2) Anslag for 3. kv. 2018 – 4. kv. 2021.
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

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



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

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



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

Kilder: Thomson Reuters og Norges Bank

1.1 UTVIKLING OG UTSIKTER UTE

Lavere vekst hos handelspartnerne

Konjunkturoppgangen hos Norges handelspartnere fortsetter. Hittil i år har BNP-veksten vært om lag som vi anslo i Pengepolitisk rapport (PPR) 2/18, som ble publisert 21. juni. Arbeidsledigheten har fortsatt å falle, og i mange land er den nå lavere enn gjennomsnittet siden 1990.

Usikkerhet som følge av handelskonfliktene internasjonalt demper oppgangen, og vi venter at BNP-veksten blir noe lavere i år enn i fjor, se figur 1.2. Kapasitetsbegrensninger og strammere pengepolitikk vil bidra til at veksten avtar litt videre fremover. Anslagene for BNP-veksten hos handelspartnerne er justert litt ned siden forrige rapport.

Oljeprisen økte gjennom høsten 2017 og i første halvår i år, se figur 1.3. Den er nå i underkant av 80 dollar per fat. Prisene på leveringer frem i tid indikerer en oljepris i underkant av 70 dollar per fat i 2021. Både spot- og terminprisene er noe høyere enn i juni.

Lønnsveksten øker internasjonalt

Oppgangen i oljeprisen har bidratt til økt vekst i konsumprisene. Den underliggende prisveksten har endret seg lite og er fortsatt lavere enn inflasjonsmålene hos flere handelspartnere. Lønnsveksten har tatt seg opp, om lag som vi anslo i junirapporten. Vi venter at både lønnsveksten og den underliggende prisveksten ute vil øke de nærmeste årene i takt med høyere kapasitetsutnyttning. Anslagene er lite endret fra forrige rapport.

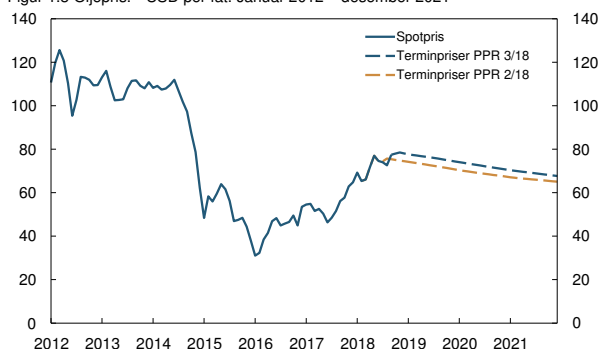
Rentenivået internasjonalt er fortsatt lavt, men i flere land har sentralbankene begynt å heve styringsrentene. Terminrentene hos våre viktigste handelspartnere er lite endret siden juni og viser at rentene er ventet å stige videre, se figur 1.4.

1.2 DEN ØKONOMISKE SITUASJONEN I NORGE

Videre oppgang i norsk økonomi

Det har vært god vekst i fastlandsøkonomien siden høsten 2016. Oppgangen internasjonalt, høyere oljepris og lave renter har bidratt til å løfte veksten. Også finanspolitikken har gitt en betydelig stimulans til økonomien. Fastlandsøkonomien har fortsatt å vokse i år. Etter flere år med betydelig fall har eksporten fra

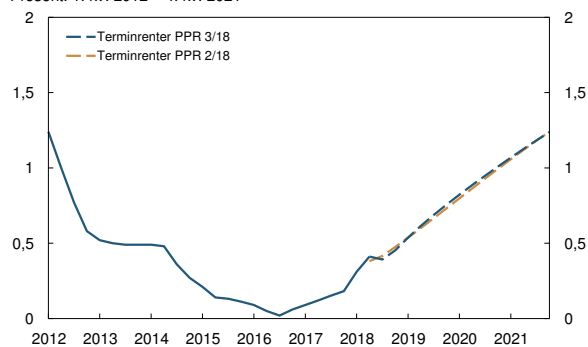
Figur 1.3 Oljepris.¹⁾ USD per fat. Januar 2012 – desember 2021²⁾



1) Brent Blend.
2) For terminpriser vises gjennomsnittet av terminprisene i perioden 11. juni – 15. juni 2018 for PPR 2/18 og i perioden 10. september – 14. september 2018 for PPR 3/18.

Kilder: Thomson Reuters og Norges Bank

Figur 1.4 Tremåneders pengemarkedsrenter hos handelspartnerne.¹⁾ Prosent. 1. kv. 2012 – 4. kv. 2021²⁾



1) Basert på pengemarkedsrenter og renteswapper. Beregningen er beskrevet i Norges Bank (2015) «Beregning av aggregatet for handelspartnerens renter». Norges Bank Memo 2/2015.
2) Terminrenter beregnet per 15. juni 2018 for PPR 2/18 og per 14. september 2018 for PPR 3/18.

Kilder: Thomson Reuters og Norges Bank

oljeleverandørene nå begynt å øke, og investeringene på norsk sokkel er på vei opp.

Veksten i BNP for Fastlands-Norge hittil i år har vært litt lavere enn vi la til grunn i junirapporten. Vi venter at veksten tar seg litt opp gjennom høsten, se figur 1.5. Anslagene er i tråd med forventningene til bedriftene i vårt regionale nettverk.

Det var god vekst i sysselsettingen i andre kvartal, etter en kraftig økning i første kvartal, se figur 1.6. Arbeidsledigheten har endret seg lite de siste månedene. Utviklingen i arbeidsmarkedet har likevel vært litt svakere enn vi ventet i juni, og tyder på at kapasitetsutnyttningen er litt lavere enn vi anslo i forrige rapport.

Husholdningenes gjeldsvekst har avtatt noe i år. De siste månedene har boligprisveksten vært lav og noe lavere enn vi anslo i junirapporten.

Inflasjonen har økt

Konsumprisveksten har steget markert i år. I august var tolv månedersveksten i konsumprisindeksen (KPI) 3,4 prosent, om lag 2 prosentenheter høyere enn i fjor høst. Oppgangen skyldes både høyere elektrisitetspriser og at den underliggende prisveksten har økt. Tolv månedersveksten i KPI justert for avgiftsendringer og uten energivarer (KPI-JAE) var 1,9 prosent i august. Prisveksten har vært høyere enn vi anslo i forrige rapport. Lønnsveksten tok seg opp i fjor. Vi venter at den øker videre i år, men litt mindre enn vi anslo i forrige rapport.

Kronen har styrket seg den seneste tiden og er litt sterkere enn i juni. Den er likevel svakere enn vi anslo i forrige rapport, se figur 1.7.

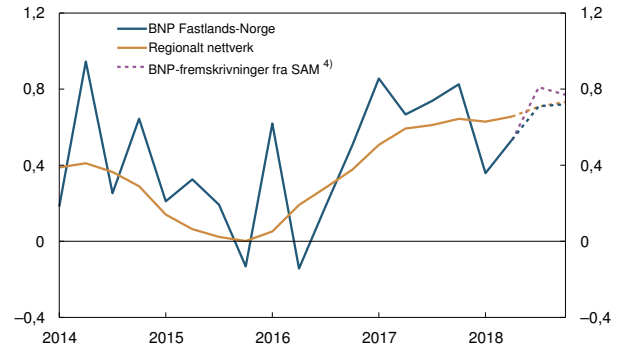
1.3 PENGEPOLITIKK OG PROGNOSE

Renten videre opp neste år

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

Dersom styringsrenten holdes på dagens nivå for lenge, kan priser og lønninger skyte fart og finansielle ubalanser bygge seg videre opp. Da øker risikoen for et kraftig tilbakeslag i økonomien frem i tid. Settes

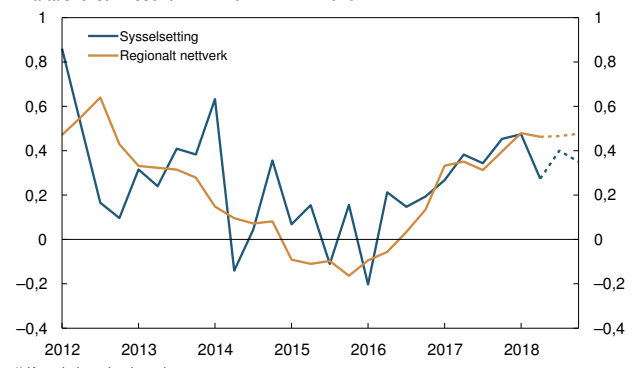
Figur 1.5 BNP for Fastlands-Norge¹⁾ og Regionalt nettverks indikator for produksjonsvekst²⁾. Kvartalsvekst. Prosent. 1. kv. 2014 – 4. kv. 2018³⁾



- 1) Sesongjustert.
- 2) Rapportert produksjonsvekst siste tre måneder konvertert til kvartalstall. Kvartalstallene er beregnet som en sammenvetning av tremånederstall basert på når intervjuene er foretatt. For 3. kv. 2018 er forventet vekst i produksjon en sammenvetning av rapportert vekst siste tre måneder og forventet vekst neste seks måneder målt i august. For 4. kv. 2018 er forventet vekst neste seks måneder målt i august.
- 3) Anslag for 3. kv. 2018 – 4. kv. 2018 (stiplet).
- 4) System for sammenveing av korttidsmodeller.

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

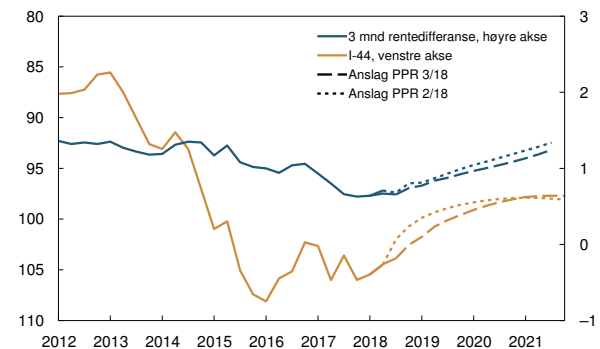
Figur 1.6 Sysselsetningsvekst ifølge KNR¹⁾ og Regionalt nettverk²⁾. Kvartalsvekst. Prosent. 1. kv. 2012 – 4. kv. 2018³⁾



- 1) Kvartalsvis nasjonalregnskap.
- 2) Rapportert sysselsetningsvekst siste tre måneder konvertert til kvartalstall. Kvartalstall er beregnet som en sammenvetning av tremånederstall basert på når intervjuene er foretatt. For 3. kv. 2018 er forventet vekst i sysselsetting en sammenvetning av rapportert vekst i siste tre måneder og forventet vekst neste tre måneder målt i august. For 4. kv. 2018 er forventet vekst neste tre måneder målt i august.
- 2) Anslag for 3. kv. 2018 – 4. kv. 2018 (stiplet).

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 1.7 Differansen mellom tremåneders pengemarkedsrente i Norge¹⁾ og hos handelspartnere²⁾. Prosentenheter. Importveid valutakursindeks (I-44)³⁾. 1. kv. 2012 – 4. kv. 2021⁴⁾



- 1) Anslag for pengemarkedsrenten er beregnet som et gjennomsnitt av styringsrenten i inneværende og neste kvartal pluss anslag på pengemarkedsplasset.
- 2) Terminrenter for handelspartnere beregnet per 15. juni 2018 for PPR 2/18 og per 14. september 2018 for PPR 3/18. Beregningen er beskrevet i Norges Bank (2015) «Beregning av aggregatet for handelspartnernes renter». Norges Bank Memo 2/2015.
- 3) Stigende kurve indikerer sterkere kronkurs.
- 4) Anslag for 3. kv. 2018 – 4. kv. 2021.

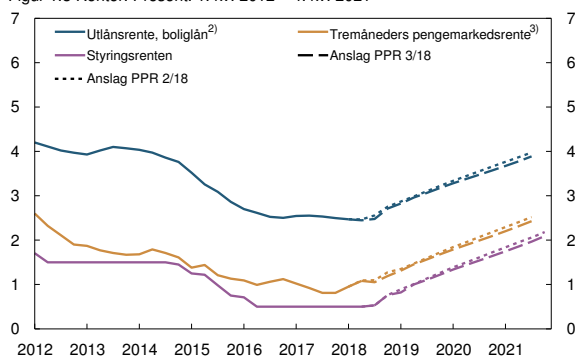
Kilder: Thomson Reuters og Norges Bank

PENGEPOLITIKKEN SIDEN JUNI

Analysene i junirapporten tilsa at styringsrenten ville bli satt opp i tredje kvartal i år. Deretter ville renten heves gradvis, til noe over 2 prosent ved utgangen av 2021. Med en slik utvikling i styringsrenten ble den underliggende inflasjonen anslått å stige til om lag 2 prosent i 2021. Kapasitetsutnyttningen ble anslått å øke og komme opp til et normalt nivå i andre halvår 2018.

På rentemøtet 15. august ble ny informasjon vurdert opp mot anslagene i junirapporten. Den økonomiske utviklingen hos Norges handelspartnere hadde vært om lag som lagt til grunn i juni. Hos flere av handelspartnerne var styringsrenten blitt satt opp. Terminrentene ute var lite endret. I Norge hadde varekonsumet falt og var noe lavere enn anslått. Boligprisene hadde som ventet steget litt. Industriproduksjonen hadde økt. Oljeprisen var lite endret. Arbeidsledigheten hadde utviklet seg om lag som ventet. Sysselsettingen så ut til å ha økt litt mindre enn anslått. Prisveksten hadde steget mer enn ventet. Tolvmånedersveksten i konsumprisindeksen justert for avgiftsendringer og uten energivarer (KPI-JAE) var 1,4 prosent i juli. Kronen var noe svakere enn lagt til grunn. Etter hovedstyrets vurdering var ikke utsiktene og risikobildet vesentlig endret siden junirapporten. Hovedstyret vedtok å holde renten uendret på 0,5 prosent.

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



1) For styringsrenten anslag for 3. kv. 2018 – 4. kv. 2021. For boliglånsrente og tremåneders pengemarkedsrente anslag for 3. kv. 2018 – 3. kv. 2021.
2) Boliglånsrente er 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) Anslag for pengemarkedsrenten er beregnet som et gjennomsnitt av styringsrenten i inneværende og neste kvartal pluss anslag på pengemarkedspåslaget.
Kilder: Statistisk sentralbyrå, Thomson Reuters og Norges Bank

renten derimot for raskt opp fremover, vil det kunne stanse den økonomiske oppgangen slik at arbeidsledigheten øker og prisveksten blir for lav.

Styringsrenten ble hevet fra 0,5 prosent til 0,75 prosent på dette rentemøtet. Renteprognozen i denne rapporten indikerer at renten settes videre opp i første kvartal neste år. Deretter heves den gradvis, til om lag 2 prosent ved utgangen av 2021. Med en slik renteutvikling anslår vi at inflasjonen vil være nær målet noen år frem, samtidig som arbeidsledigheten fortsatt er lav. Vår vurdering er at nivået der renten verken virker ekspansivt eller kontraktivt på økonomien, har falt over tid. Styringsrenten ventes derfor ikke å bli like høy som i tidligere oppgangsperioder.

Rentebanen er lite endret fra forrige rapport, se figur 1.1a. Lavere kapasitetsutnyttning enn ventet, lavere vekst ute og nedjusterte anslag for lønnsveksten tilsier isolert sett en lavere rentebane enn sist, mens en svakere krone og høyere oljepris trekker i motsatt retning.

Renteprognozen tilsier en økning i boliglånsrenten fra omkring 2,5 prosent i dag til i underkant av 4 prosent i 2021, se figur 1.8.

Positivt produksjonsgap og inflasjon nær målet

Med en renteutvikling i tråd med prognosen er det utsikter til at kapasitetsutnyttningen stiger videre og blir liggende noe over et normalt nivå gjennom hele prognoseperioden, se figur 1.1b. Vi anslår at produksjonsgapet øker de nærmeste to årene før det avtar litt mot slutten av prognoseperioden. Sammenlignet med forrige rapport er anslagene for kapasitetsutnyttningen litt nedjustert det neste året og litt oppjustert videre fremover. Vi anslår at kronen vil styrke seg gradvis fremover.

Vi venter at økende kapasitetsutnyttning bidrar til å løfte inflasjonen, mens en sterkere krone vil trekke inflasjonen ned. Prisveksten anslås å være litt under 2 prosent ved utgangen av 2021, se figur 1.1c-d. Sammenlignet med forrige rapport er inflasjonsanslagene noe høyere de neste par årene og litt lavere i 2021.

Veksten i BNP for Fastlands-Norge anslås til 2,5 prosent i år og neste år, se figur 1.9. Det er høyere enn det vi anslår er økonomiens underliggende vekst-

potensial, og vi venter at veksten dempes gradvis fremover. For prognoseperioden sett under ett er vekstanslagene litt høyere enn i forrige rapport. Oppjusteringen skyldes blant annet at vi nå legger til grunn en litt høyere oljepris.

Vi venter god vekst i konsumet fremover. Til tross for renteøkningen vil de fleste husholdningene trolig få høyere disponibel inntekt i årene fremover. Det skyldes i hovedsak utsikter til høyere lønnsvekst. Foretaksinvesteringene er også anslått å stige videre, men mindre enn de gjorde i 2016 og 2017. Vi venter god vekst i eksporten fra Fastlands-Norge, etter svak vekst de to siste årene. Eksportveksten løftes av høyere globale oljeinvesteringer. Etter flere år med fall er det også utsikter til oppgang i investeringene på norsk sokkel, se figur 1.10. På den annen side er det utsikter til at boliginvesteringene vil falle i år og neste år, etter flere år med oppgang. Mens finanspolitikken de siste årene har bidratt betydelig til

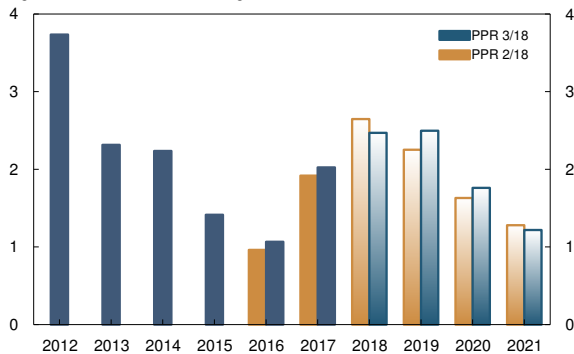
veksten i norsk økonomi, legger vi til grunn at vekstbidraget fremover vil være beskjedent.

Tiltakende lønnsvekst

Sysselsettingen ventes å øke videre gjennom prognoseperioden, i takt med oppgangen i fastlandsøkonomien. Oppjusterte anslag for veksten i BNP for Fastlands-Norge gjør at vi også har oppjustert anslagene for sysselsetningsveksten i årene fremover. Vi venter at også arbeidsstyrken øker, men at arbeidsledigheten likevel vil avta videre, se figur 1.11. Fordi ledigheten har vært litt høyere enn ventet, er også anslagene for arbeidsledigheten i tiden fremover litt høyere enn i forrige rapport. Anslagene for ledigheten ved utgangen av prognoseperioden er lite endret.

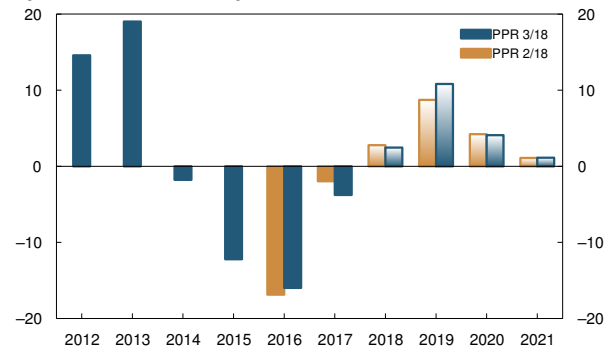
Vi venter at et gradvis strammere arbeidsmarked vil bidra til at lønnsveksten øker videre, se figur 1.12. Anslagene for lønnsveksten er likevel litt lavere enn i forrige rapport.

Figur 1.9 BNP for Fastlands-Norge. Årsvekst. Prosent. 2012 – 2021¹⁾



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

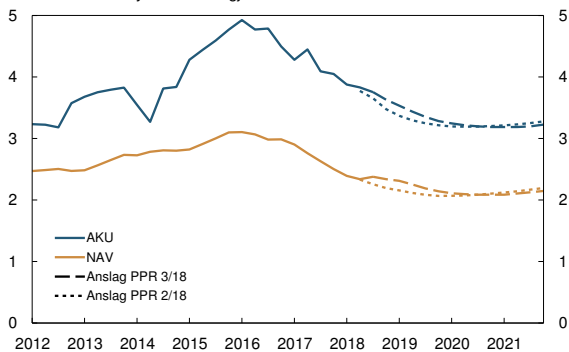
Figur 1.10 Petroleumsinvesteringer. Årsvekst. Prosent. 2012 – 2021¹⁾



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

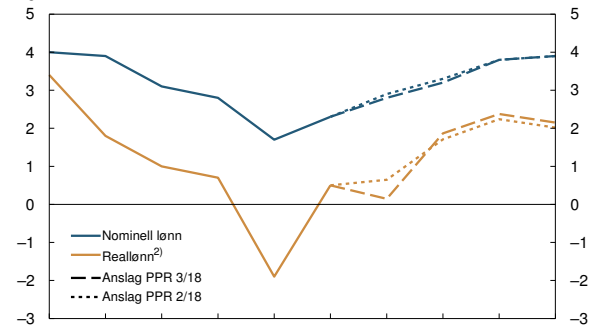
Figur 1.11 Arbeidsledige ifølge AKU¹⁾ og NAV²⁾.

Andel av arbeidsstyrken. Sesongjustert. Prosent. 1. kv. 2012 – 4. kv. 2021³⁾



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

Figur 1.12 Lønn. Årsvekst. Prosent. 2012 – 2021¹⁾

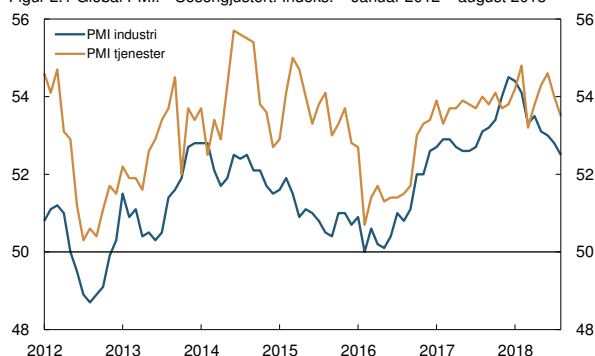


1) Anslag for 2018 – 2021.
2) Nominell lønnsvekst deflateret med KPI.
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

2 Internasjonal økonomi

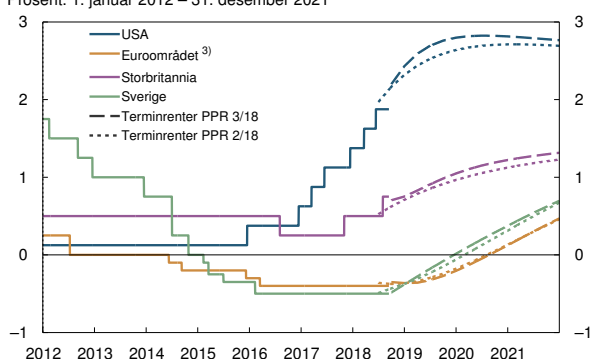
Den økonomiske veksten hos Norges handelspartnere holder seg godt oppe, men vi venter en gradvis avdemping de neste årene. Utviklingen i handelskonflikter bidrar til at vekstanslagene er litt lavere enn i forrige rapport. Lønnsveksten hos handelspartnerne har som ventet økt. Anslagene for prisveksten ute er litt høyere enn i junirapporten. Spot- og terminprisene for olje har økt. Forventede pengemarkedsrenter og langsiktige renter hos handelspartnerne er lite endret.

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



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

Figur 2.2 Styringsrenter og beregnede terminrenter¹⁾ i utvalgte land. Prosent. 1. januar 2012 – 31. desember 2021²⁾



1) Terminrenter per 15. juni 2018 for PPR 2/18 og per 14. september 2018 for PPR 3/18. Terminrentene er basert på Overnight Index Swap (OIS) renter.
2) Dagstall til og med 14. september 2018. Kvartalstall fra 4. kv. 2018.
3) ESBies innskuddsrente. Eonia fra 4. kv. 2018.
Kilder: Bloomberg, Thomson Reuters og Norges Bank

2.1 VEKST, PRISER OG RENTER

Litt lavere vekstutsikter

Det har vært en bred oppgang i veksten hos handelspartnerne de siste årene. Hittil i år har BNP-veksten vært om lag som ventet i forrige rapport, men vi venter en avdemping utover høsten. Arbeidsledigheten har fortsatt å falle og er i mange land under det langsiktige gjennomsnittet siden 1990. For husholdningene er tillitsindikatorerne fremdeles på høye nivåer. For bedriftene har aktivitetsindikatorer for industrisektoren avtatt noe så langt i år, mens indikatorer for tjenestesektoren har holdt seg bedre oppe, se figur 2.1.

Siden junirapporten har handelskonflikten mellom USA og Kina forverret seg med annonsering av amerikansk toll på import fra Kina verdt ytterligere 200 milliarder dollar, samt mottiltak. Mellom USA og Europa har det vært en nedtrapping av konflikten. Se egen ramme om handelskonflikter på side 18. USAs handelspolitikk og tilstramming av pengepolitikken har gitt ringvirkninger i flere fremvoksende økonomier og bidratt til at valutaene i særlig Tyrkia og Argentina har kommet under sterkt press. Spredningen til andre land har så langt vært moderat.

Siden forrige rapport har sentralbanken i Storbritannia satt opp styringsrenten, men markedsaktørenes styringsrenteforventninger hos våre viktigste handelspartnere er lite endret, se figur 2.2. Langsiktige renter er også lite endret, se figur 2.3. Handelskonflikter og uro i flere fremvoksende økonomier har ført til at aksjekursene i fremvoksende økonomier har falt,

mens i industrilandene har aksjekursutviklingen vært blandet, se figur 2.4. Samlet sett er de finansielle forholdene ute litt strammere enn ved forrige rapport.

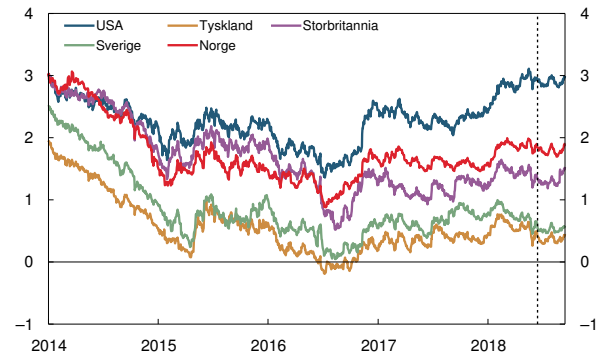
Vi anslår at kapasitetsutnyttningen hos Norges handelspartnere vil være over et normalt nivå fra i år. Økningen i oljeprisen siden i fjor sommer og pågående handelskonflikter demper veksten. Kapasitetsbegrensninger og strammere pengepolitikk vil bidra til en gradvis avdemping av veksten i industrilandene i årene som kommer. Anslagene for BNP-veksten og importveksten hos handelspartnerne er litt lavere enn i juni-rapporten, se figur 2.5 og tabell 1 i vedlegget.

Lønnsveksten har økt som ventet

Siden starten av året har prisveksten økt i flere land, og samlet prisvekst er nå nær inflasjonsmålene hos våre viktigste handelspartnere. Økningen skyldes særlig høyere energipriser som følge av oppgangen i oljeprisen siden i fjor sommer. Den underliggende prisveksten har vært relativt stabil i lang tid, se figur 2.6. Lønnsveksten hos handelspartnerne har økt om lag som ventet i junirapporten. Vi anslår at både lønnsveksten og den underliggende prisveksten vil øke de nærmeste årene i takt med høyere kapasitetsutnyttning, se figur 2.7 og tabell 2 i vedlegget. Anslagene er om lag som i forrige rapport. Oljeprisen har økt noe, og spotprisen på olje er nå i underkant av 80 dollar per fat. Terminprisene frem til 2021 er også noe høyere enn i forrige rapport (figur 1.3). Oljeprisen er omtalt i egen ramme på side 17. Vi venter at høyere elektrisitetspriser ute, som følge av værforholdene i sommer, vil bidra til å trekke opp prisveksten midlertidig.

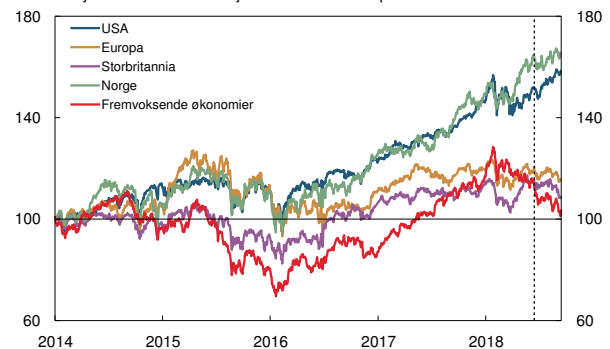
Prisveksten på importerte konsumvarer til Norge i utenlandsk valuta har vært høyere enn ventet i forrige rapport. Økte råvarepriser på tekstiler og metaller har trolig bidratt. I tillegg stiger nå importprisene på lyd- og bildeutstyr fra flere land. Anslagene for i år og neste år er oppjustert, se figur 2.8. Vi venter at vridningen av den norske importen mot lavkostnadsland som Kina og andre fremvoksende økonomier fortsatt bidrar til å dempe de internasjonale prisimpulsene til norsk økonomi i årene fremover.

Figur 2.3 Renter på tiårs statsobligasjoner i utvalgte land. Prosent. 2. januar 2014 – 14. september 2018¹⁾



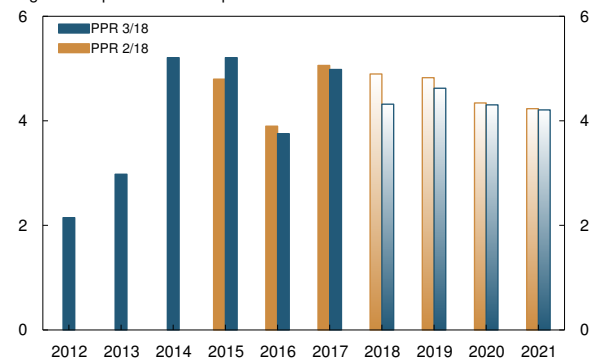
1) PPR 2/18 var basert på informasjon til og med 15. juni 2018 markert ved vertikal linje. Kilde: Bloomberg

Figur 2.4 Aksjekursindekser i utvalgte land.¹⁾ Indeks. 2. januar 2014 = 100. 2. januar 2014 – 14. september 2018²⁾



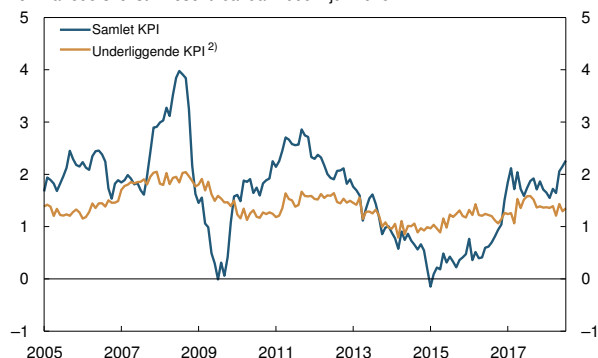
1) Standard and Poor's 500 Index (USA), Stoxx Europe 600 Index (Europa), Financial Times Stock Exchange 100 Index (Storbritannia), Oslo Bers Benchmark Index (Norge), MSCI Emerging Markets Index (fremvoksende økonomier).
2) PPR 2/18 var basert på informasjon til og med 15. juni 2018 markert ved vertikal linje. Kilde: Bloomberg

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



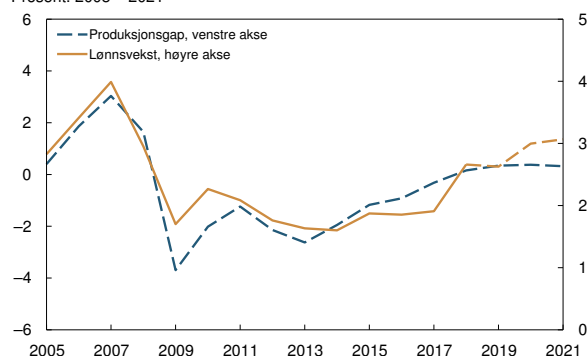
1) Eksportvekster. 25 viktige handelspartnere.
2) Anslag for 2018 – 2021 (gradert).
Kilder: Thomson Reuters og Norges Bank

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



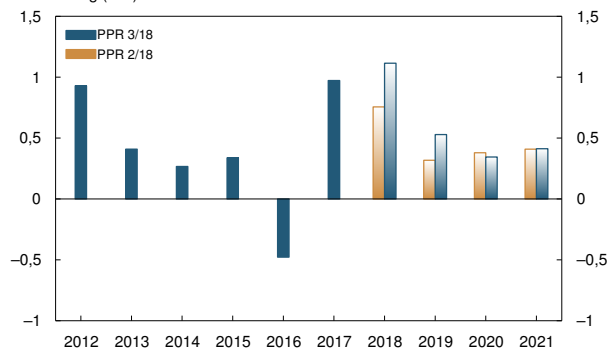
1) Importvekter. USA, euroområdet, Storbritannia og Sverige.
2) USA: ekskludert mat og energi. Storbritannia og euroområdet: ekskludert mat, tobakk, alkohol og energi.
Sverige: ekskludert energi.
Kilder: Thomson Reuters og Norges Bank

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



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

Figur 2.8 Indikator for internasjonale prisimpulser til importerte konsumvarer med vridning (IPK). Utenlandsk valuta. Årsvekst. Prosent. 2012 – 2021¹⁾



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

Handelskonflikter skaper usikkerhet

Det er usikkerhet knyttet til den internasjonale økonomiske utviklingen. En ytterligere opptrapping av handelskonflikter vil trolig føre til lavere vekst internasjonalt enn vi anslår i denne rapporten, både direkte som følge av høyere tollbarrierer og indirekte via globale verdikjeder og økt usikkerhet, se egen ramme på side 18. De finansielle forholdene kan også stramme seg til mer enn vi nå ser for oss dersom risikopremiene i rentemarkedet øker brått, eller aksjekursene faller kraftig. På den annen side kan den økonomiske veksten holde seg høy lenger enn vi anslår dersom det er mer ledig kapasitet enn vi legger til grunn. Det kan også føre til at lønns- og prisveksten holder seg lav lenger enn anslått.

2.2 LAND OG REGIONER

Høy vekst i USA

Den langvarige oppgangen i USA fortsetter. Etter en midlertidig avdemping ved inngangen til året økte BNP med over 1 prosent fra første til andre kvartal. Bedringen i arbeidsmarkedet fortsetter, og ledigheten er nå i underkant av 4 prosent, se figur 2.9. Veksten i lønninger og underliggende inflasjon har tiltatt noe så langt i år. Siden slutten av 2015 har sentralbanken hevet renten syv ganger. Renten ble sist hevet i juni. Markedsprisingen indikerer ytterligere to hevinger innen årsskiftet. Amerikanske dollar har styrket seg siden april.

Anslaget på BNP-veksten i år er oppjustert til nær 3 prosent. Høy konsumenttillit peker mot fortsatt god vekst i privat konsum, drevet av skattelettelser og vekst i sysselsettingen. Ny statistikk viser at husholdningenes sparerate er betydelig høyere enn tidligere antatt. Dermed har husholdningene større mulighet til å øke konsumet fremover enn vi tidligere har lagt til grunn. Investeringsveksten ventes også å ta seg noe opp på grunn av lavere bedriftsbeskatning og økte offentlige utgiftsrammer som ble vedtatt tidligere i år. Mot slutten av anslagsperioden venter vi at veksten avtar til litt under 2 prosent årlig som følge av økende kapasitetsbegrensninger og strammere penge- og finanspolitikk. Økt usikkerhet og noe lavere etterspørsel som følge av handelstiltakene ventes også å dempe veksten litt. Avtakende oljepris i tråd med terminprisene bidrar til at prisveksten avtar litt de neste årene, mens vi venter at den underliggende

prisveksten tiltar noe i tråd med økt lønnsvekst. Både pris- og lønnsanslagene er litt høyere enn ved forrige rapport.

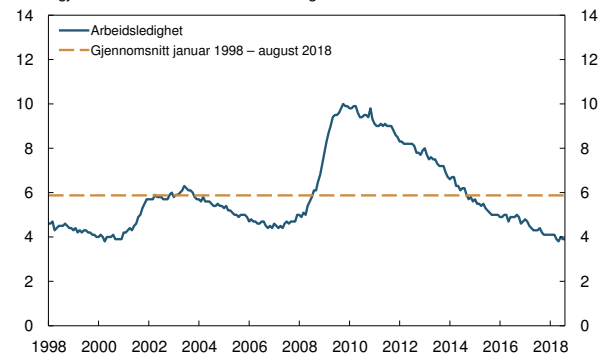
Lavere vekst i euroområdet

Etter at BNP-veksten i euroområdet i 2017 var den høyeste på ti år, har veksten avtatt i første halvår i år. Kald vinter, høy oljepris og den pågående handelskonflikten med USA har trolig dempet veksten. Nedgangen har vært litt sterkere enn ventet i forrige rapport. Arbeidsledigheten har avtatt videre, se figur 2.10, og lønnsveksten er på vei opp. Tillitsindikatorerne for husholdningene holder seg oppe, og det ser ut til at nedgangen i aktivitetsindikatorerne for bedriftene har stoppet litt opp. Kapasitetsutnyttningen nærmer seg et normalt nivå, og BNP-veksten er trolig høyere enn den potensielle veksten.

Den europeiske sentralbanken (ESB) har ikke endret pengepolitikken siden forrige rapport. Sentralbanken har annonsert at den vil redusere obligasjonskjøpene fra fjerde kvartal i år, og deretter avslutte kjøpsprogrammet dersom prisveksten utvikler seg som forventet. ESB indikerer at styringsrenten vil holdes uendret til over sommeren 2019. Markedsprisingen er konsistent med dette. De langsiktige rentene i Tyskland er lite endret, mens langsiktige renter i Italia har steget noe som følge av usikkerhet rundt utfallet av den pågående statsbudsjettprosessen.

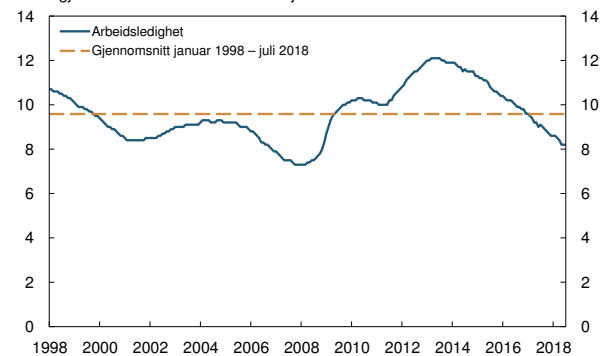
Vi anslår en BNP-vekst på 2 prosent i år, og at den deretter vil avta noe. Sammenlignet med junirapporten er anslagene litt lavere i år og neste år. Usikkerheten knyttet til handelskonflikten mellom USA og EU synes å være redusert, men demper trolig fortsatt investeringsviljen hos bedriftene. Samtidig kan stigende elektrisitetspriser bidra til lavere vekst i både forbruk og vareproduksjon. Økt usikkerhet rundt Storbritannias utmeldelse fra EU demper trolig også veksten. Etter hvert vil lavere vekst i arbeidsstyrken og strammere finans- og pengepolitikk trolig bidra til at veksten gradvis avtar til 1,5 prosent i 2021. Prisveksten ventes å holde seg på litt under 2 prosent årlig ut anslagsperioden. Anslagene for i år og neste år er litt oppjustert på grunn av stigende elektrisitetspriser og litt høyere lønnsvekst. Vi venter en gradvis oppgang i underliggende inflasjon de nærmeste årene som følge av økt kapasitetsutnyttning og høyere lønnsvekst.

Figur 2.9 Arbeidsledighet¹⁾ i USA.
Sesongjustert. Prosent. Januar 1998 – august 2018



1) Arbeidsledige som andel av arbeidsstyrken.
Kilder: Thomson Reuters og Norges Bank

Figur 2.10 Arbeidsledighet¹⁾ i euroområdet.
Sesongjustert. Prosent. Januar 1998 – juli 2018



1) Arbeidsledige som andel av arbeidsstyrken.
Kilder: Thomson Reuters og Norges Bank

Figur 2.11 Valutakurser¹⁾ i utvalgte fremvoksende økonomier.
Prosentvis endring fra 1. januar 2018.²⁾ 1. januar 2018 – 14. september 2018



1) Mot USD.
2) Stigende kurve betyr sterkere kurs.
3) Kjøpekraftsjusterte BNP-vekter. Brasil, Chile, Colombia, Egypt, Filippinene, India, Indonesia, Malaysia, Mexico, Pakistan, Peru, Polen, Russland, Sør-Afrika, Sør-Korea, Taiwan, Thailand, Tsjekkia, Ungarn, Uruguay og Vietnam.
Kilder: Thomson Reuters og Norges Bank

Svak vekst i Storbritannia

I Storbritannia tiltok BNP-veksten noe fra første til andre kvartal, men den var likevel lavere enn ventet i forrige rapport. Veksten har avtatt de siste årene og blir i år trolig den laveste siden 2009. Etterspørselen er likevel sterk nok til at arbeidsmarkedet strammes ytterligere til og lønnsveksten tiltar gradvis. Sentralbanken i Storbritannia hevet renten i august.

Vi venter at BNP-veksten tar seg gradvis opp til 1,5 prosent i 2021, men anslaget er litt nedjustert i år og neste år. Økt reallønnsvekst og bedret konsumenttillit vil bidra til å løfte veksten fremover. Indikatorer for eksportrettet industri er imidlertid svake, og utlånsveksten til foretakene har avtatt siden midten av 2016. I tillegg har andelen bedrifter som rapporterer om økt usikkerhet rundt utfallet av forhandlingene om utmeldingen fra EU økt i løpet av sommeren. Prisveksten har vært litt lavere enn lagt til grunn i forrige rapport, og anslaget er justert ned i år og neste år. Fremover venter vi en prisvekst på litt over 2 prosent årlig.

Høy vekst i Sverige

Den sterke veksten i Sverige fortsetter. Kapasitetsutnyttningen er høyere enn normalt. Prisveksten målt ved konsumprisindeksen med faste rentekostnader (KPIF) er nær inflasjonsmålet på 2 prosent, men lønnsveksten har lenge vært lav og den underliggende prisveksten faller. Pengepolitikken er fortsatt ekspansiv, og sentralbanken holdt styringsrenten uendret i september. Markedsprisingen indikerer at renten blir satt opp gradvis fra begynnelsen av 2019.

BNP-veksten har vært om lag som ventet i forrige rapport, og anslaget for i år er uendret på 2,7 prosent. Utover i prognoseperioden venter vi at kapasitetsbegrensninger demper veksten. Inflasjonen anslås å være nær målet de nærmeste årene.

Høy, men avtakende vekst i Kina

Den økonomiske veksten i Kina er fortsatt høy, men har avtatt noe i løpet av de siste årene. Også i år har veksten avtatt litt. Det skyldes dels tiltak fra kinesiske myndigheter for å redusere både de finansielle ubalansene og forurensingen fra industriproduksjonen, og dermed gjøre veksten mer bærekraftig. I tillegg har den pågående handelskonflikten med USA påvirket utviklingen. Aksjemarkedet og valutakursen har svekket seg. På kort sikt venter vi at de negative effektene vil dempes av lettelsener i penge- og finanspolitikken. På den annen side kan lettelsene bidra til at gjeldsoppbyggingen i foretakssektoren igjen tiltar og at risikoen for en hard landing på litt lengre sikt øker. Samlet venter vi at veksten vil avta til i underkant av 6 prosent årlig gjennom prognoseperioden, i takt med en videre rebalansering av økonomien og som følge av handelskonflikten med USA. Anslagene er litt lavere enn i forrige rapport.

I andre fremvoksende økonomier har veksten vært sterk hittil i år. USAs handelstiltak og tilstramming av pengepolitikken har imidlertid gitt ringvirkninger til flere land. Utslagene har vært størst i valutamarkedene, se figur 2.11. Den tyrkiske valutaen har kommet under sterkt press etter flere år med store underskudd på driftsbalansen og tilhørende gjeldsoppbygging hvorav mye har vært i utenlandsk valuta. Også Argentina har høy gjeld i utenlandsk valuta, og argentinske pesos har svekket seg markert. Spredningen til finansielle forhold i andre land har så langt vært moderat. Vekstanslagene for fremvoksende økonomier utenom Kina er lavere enn i junirapporten.

UTVIKLINGEN I PRISENE PÅ OLJE OG GASS

Spotprisen for olje steg fra 30 dollar per fat i januar 2016 til mellom 75 og 80 dollar i september i år. Oppgangen i prisen skyldes både høy vekst i globalt oljeforbruk og kutt i oljeproduksjonen i OPEC og en del andre land (OPEC+)¹. Gjennom 2017 og så langt i 2018 har oljelagrene i OECD-landene falt markert, se figur 2.12. Politiske spenninger internasjonalt har også bidratt til prisoppgangen.

Oljeprisen er noe høyere enn ved forrige rapport. I sommer falt prisen noe tilbake etter at OPEC+ vedtok å øke produksjonen på møtet i slutten av juni. Nedgangen i oljeprisen skyldtes trolig også frykt for at olje-etterspørselen kunne rammes av svakere utvikling i verdensøkonomien. Men utover høsten steg prisen igjen, spesielt som følge av frykt for bortfall av oljeproduksjon i flere viktige oljeproduiserende land. Saudi-Arabia, som det ledende OPEC-landet, synes å sikte mot et prisleie rundt dagens nivå. Landet vil trolig justere produksjonen for å sikre en utvikling i oljelagrene i OECD-landene som understøtter dette.

Vi legger til grunn at oljeprisen vil utvikle seg i tråd med terminprisene (figur 1.3). De indikerer at prisen vil avta til i underkant av 70 dollar i 2021. Det er noe høyere enn lagt til grunn i forrige rapport.

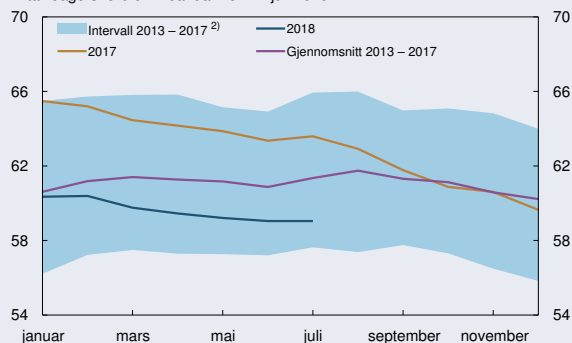
Lavere tilbud av olje kan bidra til å holde oljeprisen oppe fremover. Oljeproduksjonen ventes å falle i Iran særlig mot slutten av 2018. I tillegg kan den falle ytterligere i Venezuela som følge av landets økonomiske og politiske problemer. Den kraftige veksten i produksjonen i USA de siste årene kan dessuten hemmes av begrenset rørkapasitet, som gjør det vanskelig å transportere olje ut fra de mest produktive områdene i Texas. Generelt vil bortfall av produksjon være krevende å erstatte når oljelagrene i OECD-landene er lave og den ledige produksjonskapasiteten i OPEC er begrenset (figur 2.13).

Etterspørselen etter olje kan påvirkes av flere forhold. På den ene side kan forbruket av råoljetyper som Brent øke for å møte nye miljøreguleringer for skipstransport fra 2020. På den annen side kan lavere vekst i verdensøkonomien dempe globalt oljeforbruk, spesielt dersom valutakursene for fremvoksende økonomier svekkes markert. I tillegg kan den markerte oppgangen i oljeprisen siden 2016 redusere veksten i oljeetterspørselen. Over tid kan denne effekten forsterkes blant annet som følge av økt energieffektivisering og vridning mot fornybare energikilder med sikte på å nå de langsiktige klimamålene.

Prisen på europeisk gass har fortsatt å stige over sommeren. Det henger sammen med høyere gasspriser i Asia og høyere kull- og oljepriser. Gassforbruket i Europa kan dessuten ha økt. Det skyldes at varmt og tørt vær har redusert kraftproduksjonen fra andre energikilder, samtidig som elektrisitetsforbruket tok seg opp. Prisen på CO₂-utslipp har i tillegg steget mye, noe som favoriserer gass relativt til kull. Gassprisene er betydelig høyere enn i samme periode i fjor.

1 12 OPEC-land og 10 land utenfor OPEC inngikk en avtale om produksjonskutt på møter i slutten av desember 2016. OPEC-landet Saudi-Arabia og Russland (som representant for landene utenfor OPEC) fremstår som særlig sentrale aktører i avtalen.

Figur 2.12 Samlede oljelagre i OECD-landene. Antall dagers forbruk.¹ Januar 2017 – juli 2018



1) Antall dagers forbruk er beregnet ved gjennomsnittlig forventet forbruk over de neste tre månedene.
2) Intervall mellom høyeste og laveste nivå for gitt måned i perioden 2013 – 2017.

Kilder: International Energy Agency og Norges Bank

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



Kilde: Energy Information Administration

HANDELSKONFLIKTER SKAPER USIKKERHET

I løpet av 2018 har USA iverksatt en rekke proteksjonistiske tiltak med sikte på å redusere landets store driftsunderskudd overfor utlandet. De viktigste tiltakene er:

- Opp til 50 prosent toll på import verdt 10 milliarder dollar av vaskemaskiner og solcellepaneler fra alle land.
- Toll på henholdsvis 25 og 10 prosent på import av stål og aluminium fra de fleste land, verdt 50 milliarder dollar.
- 25 prosent toll på import verdt 50 milliarder dollar fra Kina, hovedsakelig kapital- og innsatsvarer.
- Flere land har svart på tiltakene med å øke tollene på import av enkelte varer fra USA, med Kinas straffetoll på import verdt 50 milliarder dollar som det viktigste tiltaket.

I tillegg har amerikanske myndigheter annonsert 10 prosent toll på import fra Kina verdt ytterligere 200 milliarder dollar, etterfulgt av nye mottiltak fra Kina. De samlede tiltakene omfatter i underkant av 15 prosent av USAs import av varer. Det er også igangsatt en utredning i USA om import av biler og bildeler kan anses som en trussel mot nasjonal sikkerhet, og dermed bør ilegges straffetoll.

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 investeringsveksten dempes.
- Innenlandsk produksjon i importlandet kan bli relativt sett mer lønnsom, avhengig av utviklingen i valutakurser, priser på innsatsvarer og eventuelle mottiltak.
- Trusler om proteksjonistiske tiltak kan føre til økt usikkerhet og forventninger om lavere etterspørsel. Det kan gi lavere investeringer og negative utslag i finans- og råvaremarkedene.
- Effektene kan forplante seg via verdikjeder innenlands og utenlands, og dermed også ramme sektorer og land som ikke omfattes direkte av økte tollsatser.
- På lengre sikt kan økt proteksjonisme og lavere vekst i internasjonal handel redusere produktivetsveksten som følge av svakere konkurranse og mindre teknologioverføring og spesialisering på tvers av land.

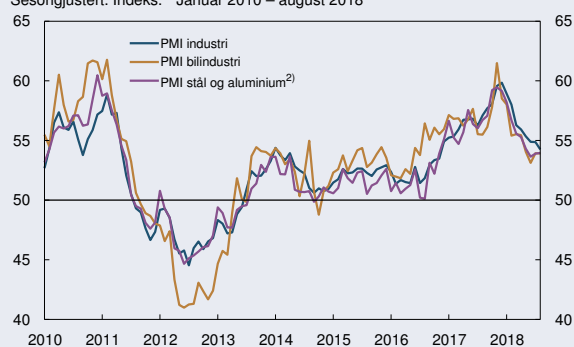
Så langt omfatter tiltakene en mindre andel av både USAs import og samlet eksport i landene som er rammet. Vi venter derfor at direkteeffekten på samlet etterspørsel vil være begrenset. Vi legger ikke til grunn merkbare effekter på produktivitetsveksten i løpet av anslagsperioden. De største effektene på kort sikt vil trolig komme som følge av økt usikkerhet. Tillitsindikatorer for industrien har falt, særlig i land og sektorer som har vært involvert i handelskonflikter, se figur 2.14 og 2.15. Det har også vært utslag i aksjemarkedene, med et markert fall i Kina og i aksjekursene for en rekke bilprodusenter globalt. Tilliten i andre sektorer har imidlertid holdt seg godt oppe så langt. Vi har redusert anslaget for veksten hos Norges handelspartnere med 0,1 prosentenheter årlig i 2018 og 2019 som følge av utviklingen i handelskonfliktene.

En ytterligere forverring av handelskonfliktene vil kunne dempe veksten ute mer enn vi nå legger til grunn, særlig dersom usikkerheten øker ytterligere og spres til andre deler av økonomien. Ifølge beregninger fra IMF vil globalt BNP kunne bli opp til 0,5 prosent lavere i løpet av de neste to årene dersom det innføres straffetoll på biler i tillegg til økt toll på import fra Kina.¹

En forverring av handelskonfliktene vil også påvirke utsiktene for norsk økonomi, både gjennom lavere etterspørsel etter norsk eksport og fordi oljeprisen trolig vil falle. En betydelig del av norsk eksport, inkludert olje og andre råvarer, går inn som innsatsvarer i produksjonen i andre land. Dette gjør at norske bedrifter kan være utsatt for handelstiltak selv om de ikke skulle bli rammet direkte. Virkningen på prisveksten i Norge er usikker. Den norske kronen har historisk utviklet seg svakt i perioder med høy usikkerhet internasjonalt.

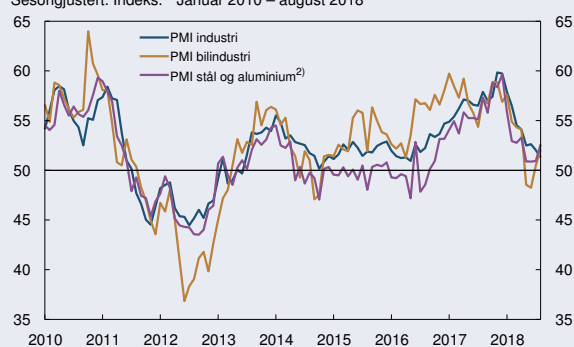
¹ Se IMF (2018) «G-20 Surveillance Note».

Figur 2.14 PMI i EU.
Sesongjustert. Indeks.¹⁾ Januar 2010 – august 2018



¹⁾ Spørreundersøkelse blant innkjøpsjefer. Diffusjonsindeks rundt 50.
²⁾ PMI stål og aluminium er gjennomsnittet av PMI stål og PMI aluminium.
Kilde: IHS Markit

Figur 2.15 PMI for nye eksportordre i EU.
Sesongjustert. Indeks.¹⁾ Januar 2010 – august 2018



¹⁾ Spørreundersøkelse blant innkjøpsjefer. Diffusjonsindeks rundt 50.
²⁾ PMI stål og aluminium er gjennomsnittet av PMI stål og PMI aluminium.
Kilde: IHS Markit

3 Norsk økonomi

Det har vært god vekst i fastlandsøkonomien siden høsten 2016 og sysselsettingen har steget. Oppgangen internasjonalt, høyere oljepris og lave renter har bidratt til å løfte veksten. Også finanspolitikken har gitt en betydelig stimulans til økonomien. Arbeidsledigheten er lav og kapasitetsutnyttningen er nær et normalt nivå. Inflasjonen har økt markert i år, særlig som følge av høy vekst i elektrisitetsprisene. Den underliggende inflasjonen har også steget.

BNP for Fastlands-Norge anslås å stige med 2,5 prosent i år og neste år. Det er høyere enn vårt anslag på økonomiens underliggende vekstpotensial, og vi venter at veksten vil dempes gradvis fremover. Kapasitetsutnyttningen anslås å øke de nærmeste to årene før den avtar litt. Vi venter at arbeidsledigheten avtar, og at lønnsveksten øker gradvis. Inflasjonen anslås til litt under 2 prosent ved utgangen av 2021.

PENGEMARKEDSRENTER OG RISIKOPÅSLAG

Endringer i styringsrenten slår vanligvis gjennom til andre norske renter, men sammenhengen er ikke nødvendigvis én-til-én.

En stor del av bankenes finansiering prises med utgangspunkt i tremåneders Nibor, som er pengemarkedsrenten med tre måneders løpetid. Denne renten bestemmes dels av markedets forventning om hva styringsrenten vil være i gjennomsnitt de neste tre månedene og dels av et risikopåslag, gjerne omtalt som pengemarkedspåslaget. Pengemarkedspåslaget avhenger av bankenes tilbud og etterspørsel etter likviditet i norske kroner. Også internasjonale forhold, som endret påslag i amerikanske dollarrenter, kan påvirke pengemarkedspåslaget. Det er fordi Nibor gjenspeiler prisene i de utenlandske pengemarkedene hvor Nibor-bankene kan låne og plassere. Bankene som fastsetter pengemarkedsrenten tar utgangspunkt i en dollarrente og justerer denne for prisen på å veksle dollar om til kroner i valutabyttemarkedet.

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

3.1 FINANSIELLE FORHOLD

Lavere pengemarkedspåslag

Pengemarkedsrenten, målt ved tremåneders Nibor, har vært nokså stabil i overkant av 1 prosent de siste månedene. Det kan ses i sammenheng med at pengemarkedspåslaget har falt samtidig som markedets forventning til styringsrenten innenfor den neste tremånedersperioden har økt. Påslaget er nå om lag på samme nivå som ved begynnelsen av året, se figur 3.1, mens pengemarkedsrenten har steget med om lag 0,25 prosentenheter i samme periode (figur 1.8).

Vi venter at pengemarkedspåslaget fremover skal være nær gjennomsnittet de siste månedene, på 0,4 prosentenheter. Sammenlignet med junirapporten er anslagene noe lavere for fjerde kvartal i år, men uendret for de neste årene. Anslagene innebærer at pengemarkedsrenten stiger i takt med styringsrenten fremover.

Høyere utlånsrenter fremover

Risikopåslagene på bankenes obligasjonsfinansiering er lite endret, men oppgangen i pengemarkedsrenten i år har bidratt til å trekke opp prisen på bankenes obligasjonsfinansiering.

Bankenes renter på foretakslån er nært knyttet til pengemarkedsrenten og har derfor økt i år. Bankene i Norges Banks utlånsundersøkelse rapporterte i andre kvartal om uendrede utlånsmarginer til foretak. Risikopåslagene på foretaksobligasjoner er om lag uendret så langt i år. Kredittveksten til ikke-finansielle foretak har avtatt noe de siste månedene, etter en

markert økning i fjor. Foretakenes tilgang på finansiering ser fortsatt ut til å være god, se også kapittel 5.

Renten på boliglån til husholdninger var i overkant av 2,5 prosent i gjennomsnitt i fjor. På grunn av omlegging av statistikken er det ikke publisert ordinær rentestatistikk for i år, men det vi har av informasjon tyder på at boliglånsrenten ikke er vesentlig endret i år. Oppgangen i pengemarkedsrenten i år har trolig bidratt til å redusere bankenes utlånsmargin på boliglån. Fremover legger vi til grunn at utlånsrentene til husholdninger og foretak følger utviklingen i pengemarkedsrenten. Prognosen innebærer at den gjennomsnittlige boliglånsrenten øker til i underkant av 4 prosent i 2021. Anslagene for utlånsrentene er lite endret fra forrige rapport (figur 1.8).

Beregnete terminrenter i det norske pengemarkedet har økt siden junirapporten. Som i forrige rapport er terminrentene lavere enn vår prognose for pengemarkedsrenten, se figur 3.2. Renten på norske tiårs statsobligasjoner har økt litt de siste månedene og er nå om lag 1,9 prosent (figur 2.3).

Noe svakere krone enn anslått

Kronen, målt ved den importveide kursindeksen I-44, har styrket seg den seneste tiden og er nå litt sterkere enn den var i juni. Den er likevel svakere enn vi anslo i forrige rapport. Usikkerhet i internasjonale finansmarkeder har trolig bidratt til å redusere etterspørselen etter kroner.

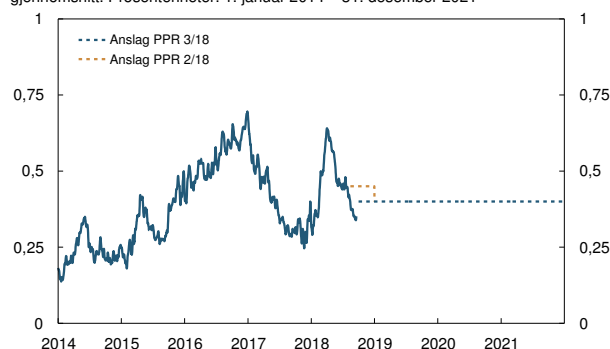
Vi legger til grunn at kronen styrker seg noe i årene fremover (figur 1.7). Det må ses i sammenheng med utsikter til en gradvis økende rentedifferanse mot handelspartnerne og at kronen er svakere enn den historiske sammenhengen med rentedifferanse og oljepris kunne tilsa, se figur 3.3. Anslagene innebærer likevel at kronen vil være noe svakere frem til slutten av 2020 enn vi anslo sist. Det skyldes i hovedsak at kronen over noe tid har vært svakere enn vi har ventet. Vi legger til grunn om lag den samme kursen ved utgangen av prognoseperioden som vi gjorde i junirapporten.

3.2 PRODUKSJON OG ETTERSPORSSEL

Videre oppgang i norsk økonomi

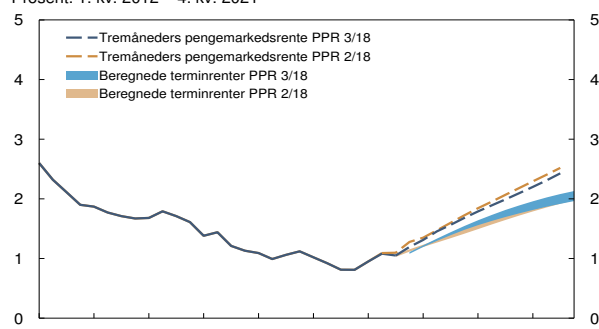
Det har vært god vekst i fastlandsøkonomien siden høsten 2016. Oppgangen internasjonalt, høyere oljepris og lave renter har bidratt til å løfte veksten. Også

Figur 3.1 Påslag i norsk tremåneders pengemarkedsrente.¹⁾ Fem dagers glidende gjennomsnitt. Prosentenheter. 1. januar 2014 – 31. desember 2021²⁾



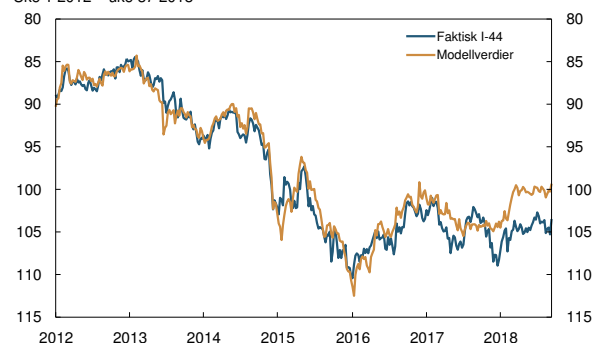
1) Norges Banks anslag på differansen mellom tremåneders pengemarkedsrente og forventet styringsrente.
2) Anslag for 4. kv. 2018 – 4. kv. 2021.
Kilder: Thomson Reuters og Norges Bank

Figur 3.2 Tremåneders pengemarkedsrente¹⁾ og beregnede terminrenter²⁾. Prosent. 1. kv. 2012 – 4. kv. 2021³⁾



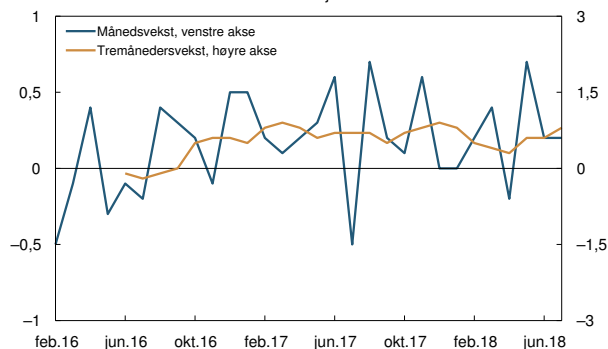
1) Anslag for pengemarkedsrenten er beregnet som et gjennomsnitt av styringsrenten i inneværende og neste kvartal pluss anslag på pengemarkedsplåslaget.
2) Terminrentene er basert på rentene i pengemarkedet og renteswapper. Det oransje og blå intervallet viser høyeste og laveste rente i perioden 4. juni – 15. juni i 2018 for PPR 2/18 og i perioden 3. september – 14. september i 2018 for PPR 3/18.
3) Anslag for 3. kv. 2018 – 4. kv. 2021.
Kilder: Thomson Reuters og Norges Bank

Figur 3.3 Empirisk modell for importveid kronekursindeks (I-44).^{1) 2)} Uke 1 2012 – uke 37 2018



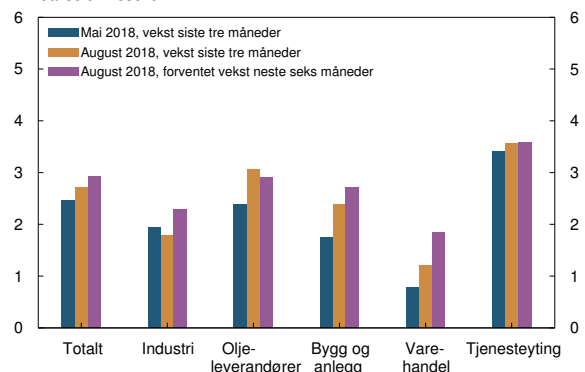
1) Oljepris og ettårs og tiårs rentedifferanse mot handelspartnerne inngår som forklaringsvariabler. Modellen er estimert på data fra uke 1 2009 til uke 52 2016. I figuren vises modelltilpassede verdier for denne perioden, og modellpredikerte verdier fra uke 1 2017 til uke 37 2018.
2) Stigende verdi i figuren betyr sterkere kurs.
Kilder: Bloomberg, Thomson Reuters og Norges Bank

Figur 3.4 BNP for Fastlands-Norge. Sesongjustert. Månedsvest og tremånedersvest¹⁾. Prosent. Februar 2016 – juli 2018



¹⁾ Siste tre måneder mot foregående tre måneder.
Kilde: Månedlig nasjonalregnskap fra Statistisk sentralbyrå

Figur 3.5 Produksjonsvekst i ulike næringer ifølge Regionalt nettverk. Annualisert. Prosent



Kilde: Norges Bank

finanspolitikken har gitt en betydelig stimulans til økonomien.

Reviderte kvartalsvise nasjonalregnskapstall (KNR) viser at veksten i BNP for Fastlands-Norge var noe høyere i fjor enn vi la til grunn i junirapporten. Veksten avtok litt i første halvår i år. I andre kvartal ble veksten dempet av at værforholdene ga redusert kraftproduksjon. BNP-veksten hittil i år har vært noe lavere enn vi anslo i forrige rapport, men revisjonene bakover i tid gjorde at produksjonsnivået i andre kvartal likevel var om lag som anslått. Månedlig nasjonalregnskap (MNR) tyder på at veksttakten tiltok gjennom våren og sommeren, se figur 3.4.

Kontaktene i Regionalt nettverk rapporterte i august at produksjonsveksten hadde vært litt høyere de siste tre månedene enn i den foregående tremånedersperioden, se figur 3.5. Oppgangen var bredt basert på tvers av næringer, og etter flere år med nedgang meldte også oljeleverandørene om god vekst. Samlet sett ventet kontaktene at veksttakten ville ta seg ytterligere opp de kommende seks månedene.

Vi anslår at veksten i BNP for Fastlands-Norge vil bli noe høyere i andre halvår enn den var i første halvår, se tabell 3a i vedlegget. Vekstanslagene for de nærmeste kvartalene er litt høyere enn i junirapporten, selv om den tørre sommeren kan dempe kraftproduksjonen noe også de nærmeste kvartalene. Anslagene er i tråd med forventningene i Regionalt nettverk og litt lavere enn fremskrivingene fra vårt

MÅNEDLIG NASJONALREGNSKAP

Statistisk sentralbyrå (SSB) har startet månedlig publisering av nasjonalregnskapet. Månedlig nasjonalregnskap (MNR) omfatter størrelser for produksjon og etterspørsel. Statistikk for sysselsetting og lønn publiseres bare kvartalsvis og årlig. I september i år publiserte SSB MNR for perioden fra januar 2016 til og med juli 2018. Fremover vil MNR bli publisert rundt 40 dager etter månedens utløp. Ved publisering av nye månedstall vil MNR bli revidert bakover, men revisjonene tas ikke fortløpende inn i statistikken for kvartalsvis og årlig nasjonalregnskap. Månedstallene som ble publisert i september, indikerer en vekst i BNP for Fastlands-Norge på 0,6 prosent i andre kvartal i år, som er 0,1 prosentenheter høyere enn i kvartalsvis nasjonalregnskap (KNR), som sist ble publisert i august.

Norges Banks makroøkonomiske modeller bruker det sist publiserte KNR som tallgrunnlag. MNR dekker foreløpig en kort tidsperiode. Etter hvert som vi høster erfaringer med MNR vil vi vurdere hvordan den nye statistikken i større grad kan innarbeides i analyseapparatet.

system for sammenveiling av korttidsmodeller (SAM) (figur 1.5).

På årsbasis anslås veksten i BNP for Fastlands-Norge til 2,5 prosent i år og neste år. Vi venter at veksten avtar gradvis i årene fremover, etter at kapasitetsutnyttningen er kommet over et normalt nivå. Avtakende vekst internasjonalt, gradvis høyere renter og styrking av kronekursen bidrar til å dempe veksten.

Sammenlignet med forrige rapport er vekstanslagene litt oppjustert for prognoseperioden sett under ett. Litt høyere oljepris, noe svakere krone og noe lavere realrenter har bidratt til oppjusteringen.

Vi legger til grunn at finanspolitikken i beskjeden grad bidrar til vekst i økonomien i årene som kommer, se ramme på side 34. Oljeinvesteringene er på sin side ventet å øke betydelig frem til 2021, se ramme på side 35.

Økte strømpriser demper konsumveksten

Husholdningenes konsum steg markert i 2017, men var uendret i første kvartal i år. Forbruket økte igjen i andre kvartal, om lag som anslått.

Konsumet falt i juli, og forbrukertilliten har avtatt litt siden forrige rapport, se figur 3.6. Økte priser på elektrisitet har dempet oppgangen i husholdningenes disponible realinntekt og kan bidra til å dempe forbruksveksten.

Vi venter at forbruket vokser videre i årene fremover, drevet av høyere sysselsetting og tiltakende lønnsvekst, se figur 3.7. Økte renter vil dempe oppgangen. Vi legger til grunn at den høye gjeldsbelastningen blant husholdningene gjør at en renteøkning nå vil dempe konsumet mer enn tidligere. Til tross for renteøkningen vil de fleste husholdningene trolig få høyere disponibel inntekt i årene fremover. Det skyldes i hovedsak utsikter til høyere lønnsvekst. Vi anslår at konsumveksten blir den samme i år som i fjor og at den deretter avtar litt. Sammenlignet med forrige rapport er anslagene for konsumveksten litt lavere i år og neste år og litt høyere videre fremover.

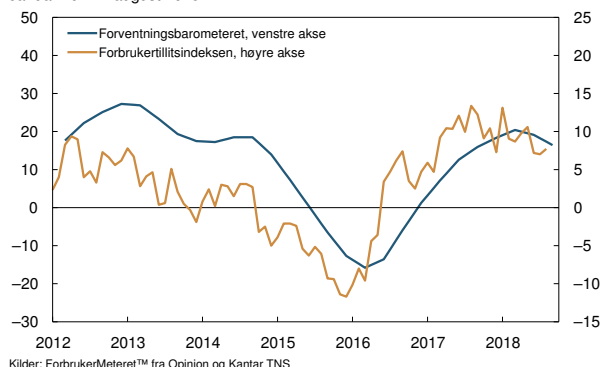
Anslagene innebærer at sparingen som andel av disponibel inntekt stiger litt gjennom prognoseperioden, se figur 3.8. Økt sparerate må ses i sammenheng med utsikter til høyere renter.

REGIONALT NETTVERK

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

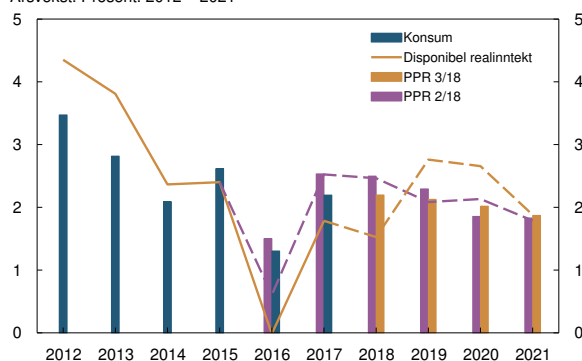
Kontaktene representerer virksomheter i norsk næringsliv samt i kommune- og sykehussektoren. Utvalget gjenspeiler produksjonssiden i økonomien både næringsmessig og geografisk.

Figur 3.6 Forbrukertillit. Netttotal. Kantar TNS Forventningsbarometer for husholdningene. 1. kv. 2012 – 3. kv. 2018. Opinions forbrukertillitsindeks (CCI). Januar 2012 – august 2018



Kilder: ForbrukerMeteret™ fra Opinion og Kantar TNS

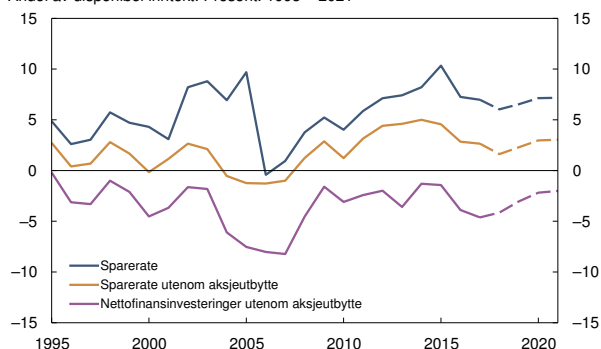
Figur 3.7 Husholdningenes konsum¹⁾ og disponible realinntekt²⁾. Årsvekst. Prosent. 2012 – 2021³⁾



1) Inkluderer konsum i ideelle organisasjoner.
2) Eksklusive aksjoutbytte. Inkluderer inntekt i ideelle organisasjoner.
3) Anslag for 2018 – 2021 (stiplet).

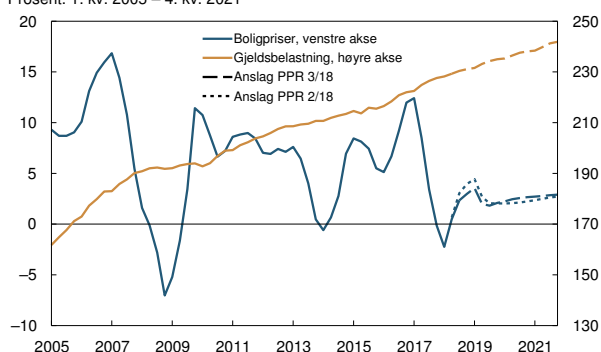
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 3.8 Husholdningenes sparing og nettofinansinvesteringer. Andel av disponibel inntekt. Prosent. 1995 – 2021¹⁾



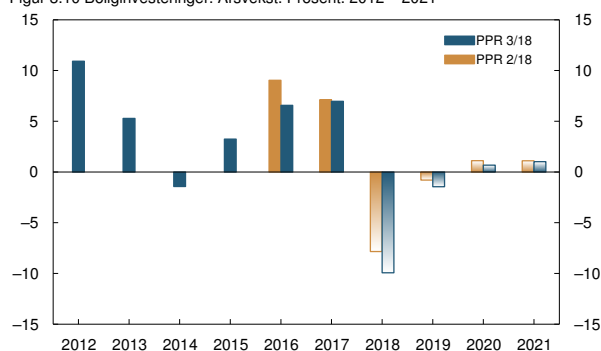
1) Anslag for 2018 – 2021 (stiplet).
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 3.9 Boligpriser. Firekvartalersvekst. Husholdningenes gjeldsbelastning¹⁾. Prosent. 1. kv. 2005 – 4. kv. 2021²⁾



1) Lånegjeld i prosent av disponibel inntekt.
2) Anslag for 3. kv. 2018 – 4. kv. 2021.
Kilder: Eiendom Norge, Eiendomsverdi, Finn.no, Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 3.10 Boliginvesteringer. Årsvekst. Prosent. 2012 – 2021¹⁾



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

Lav boligprisvekst

Etter et fall gjennom deler av 2017 har boligprisene steget i år. I august var prisene 2,2 prosent høyere enn ett år tidligere. De siste månedene har boligprisveksten vært lav og noe lavere enn vi anslo i juni rapporten.

Mange bruktboliger er lagt ut for salg de siste månedene, og beholdningen av usolgte boliger har økt. Samtidig er et høyt antall boliger under bygging og mange ventes å bli ferdigstilt den nærmeste tiden. Dette vil trolig bidra til å dempe boligprisveksten de nærmeste månedene.

I årene fremover venter vi at bedring i arbeidsmarkedet og høyere lønnsvekst vil bidra til at boligprisene øker. Høyere renter og mange ferdigstilte boliger i forhold til befolkningsveksten demper oppgangen. Vi anslår at boligprisene stiger moderat fremover, se figur 3.9. Sammenlignet med forrige rapport er anslagene lite endret over prognoseperioden. Boligprisutviklingen er også omtalt i kapittel 5.

Fall i boliginvesteringene

Boliginvesteringene økte kraftig i 2016 og inn i 2017. Slik de måles i KNR avtok boliginvesteringene markert mot slutten av fjoråret, og nedgangen har fortsatt i 2018. Nedgangen har vært større enn vi anslo i juni rapporten.

Fallet i boliginvesteringene gjenspeiler at igangsettingen av nye boliger har avtatt, trolig som følge av at salget av nye boliger avtok markert gjennom 2017. Salget av nye boliger har holdt seg stabilt de siste månedene, og ligger høyere enn i samme periode i fjor. Sammen med økte boligpriser vil det trolig bidra til å dempe nedgangen i igangsettingen de neste månedene. Kontaktene i Regionalt nettverk meldte i august om utsikter til høyere igangsetting i boligmarkedet i månedene fremover.

Vi venter at høyere sysselsetting og økt lønnsvekst vil bidra til å øke boliginvesteringene i årene fremover. Lav befolkningsvekst og høyere renter trekker i motsatt retning.

Vi anslår at boliginvesteringene faller i år og neste år, se figur 3.10. Deretter anslår vi at de stiger moderat. Anslagene for boliginvesteringene er litt lavere enn i forrige rapport.

Høyere foretaksinvesteringer

Reviderte nasjonalregnskapstall viser at foretaksinvesteringene i fastlandsøkonomien de siste årene har vært langt høyere enn tidligere lagt til grunn, se figur 3.11. De reviderte tallene viser at foretaksinvesteringene økte kraftig i 2016 og 2017.

Mens investeringsnivået er klart høyere, har veksten så langt i år vært noe lavere enn vi anslo i forrige rapport. Kontaktene i vårt regionale nettverk rapporterte i august at de venter videre investeringsvekst de neste tolv månedene, se figur 3.12. Innenfor de fleste næringene var forventningene til investeringsveksten likevel noe lavere enn i mai.

Vekst i etterspørselen ute og hjemme tilsier at foretaksinvesteringene øker videre. Økte renter vil bidra til å dempe veksten. At foretakene har investert mye de siste par årene, kan tilsa at investeringsbehovet fremover er mindre enn vi tidligere har lagt til grunn.

Vi venter at foretaksinvesteringene øker videre neste år og deretter endrer seg lite. Vekstanslagene for foretaksinvesteringene er noe lavere enn i juni rapporten.

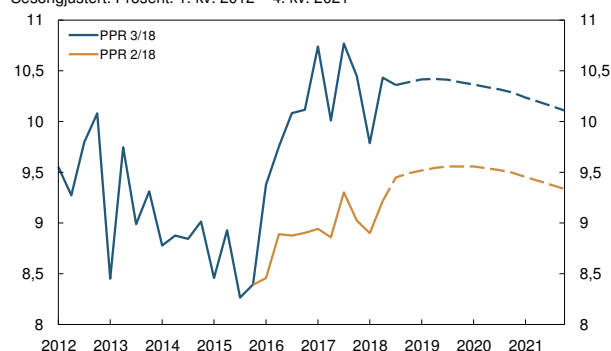
Eksporten tar seg opp

Eksporten fra Fastlands-Norge har utviklet seg svakt de siste årene, til tross for at den kostnadmessige konkurranseevnen er betydelig bedret. Den svake utviklingen gjenspeiler i stor grad at petroleumsinvesteringene internasjonalt har falt kraftig, slik at eksporten fra norske oljeleverandører har gått ned, se figur 3.13. I tillegg har eksporten av sjømat og industrielle råvarer vært begrenset av kapasiteten i norsk produksjon.

Den samlede eksporten fra Fastlands-Norge tok seg opp i første halvår i år. Oppgangen gjenspeiler blant annet at eksporten fra oljeleverandørene har begynt å øke. Tilbakemeldingene fra Regionalt nettverk tyder på at denne eksporten vil øke videre de nærmeste månedene.

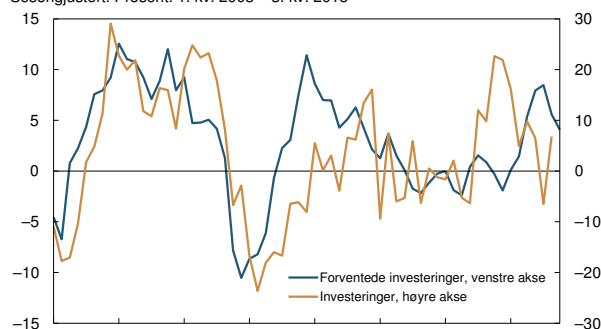
Vi venter at eksporten fra oljeleverandørene vil øke også i årene fremover, drevet av en oppgang i offshoreinvesteringene globalt. Den øvrige fastlands-eksporten ventes også å øke. Særlig for deler av råvarebasert industri er det utsikter til god eksportvekst, etter at det er gjennomført investeringer som har økt

Figur 3.11 Foretaksinvesteringer som andel av BNP for Fastlands-Norge.¹⁾ Sesongjustert. Prosent. 1. kv. 2012 – 4. kv. 2021²⁾



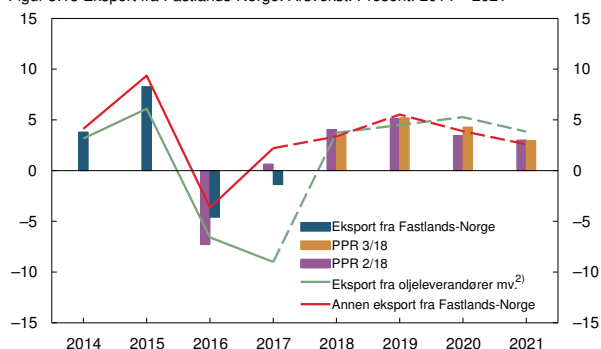
1) Ifølge Statistisk sentralbyrå vil investeringene i 2016 bli revidert litt ned ved neste publisering av kvartalsvis nasjonalregnskap.
2) Anslag for 3. kv. 2018 – 4. kv. 2021 (stiplet).
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 3.12 Forventet vekst i foretaksinvesteringer neste 12 måneder.¹⁾ Prosent. Foretaksinvesteringer for Fastlands-Norge. Firekvartalersvekst. Sesongjustert. Prosent. 1. kv. 2003 – 3. kv. 2018²⁾



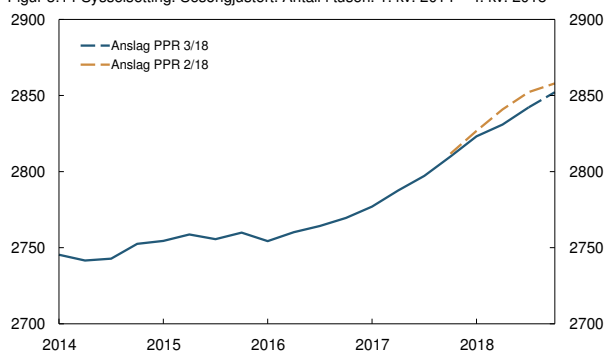
1) Regionalt nettverk. Vektet gjennomsnitt av industri, oljeleverandører, varehandel og tjenesteyting.
2) Siste observasjon for investeringer 2. kv. 2018.
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 3.13 Eksport fra Fastlands-Norge. Årsvekst. Prosent. 2014 – 2021¹⁾



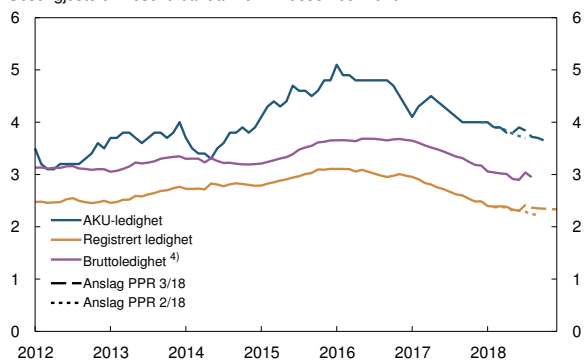
1) Anslag for 2018 – 2021 (stiplet).
2) Vare- og tjenestegrupper i nasjonalregnskapet hvor oljeleverandører står for en betydelig del av eksporten.
Kilder: Statistisk sentralbyrå, Thomson Reuters og Norges Bank

Figur 3.14 Sysselsetting. Sesongjustert. Antall i tusen. 1. kv. 2014 – 4. kv. 2018¹⁾



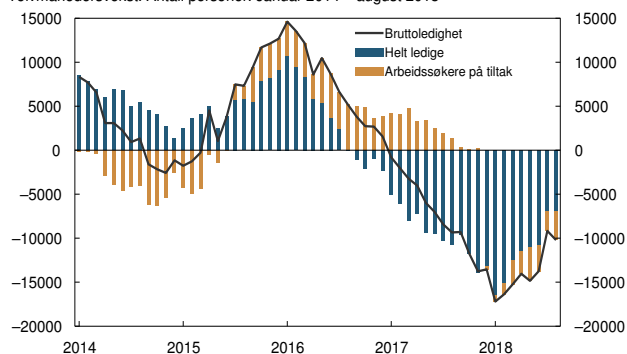
1) Anslag for 3. kv. 2018 – 4. kv. 2018.
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 3.15 Arbeidsledige ifølge AKU¹⁾ og NAV²⁾. Andel av arbeidsstyrken. Sesongjustert. Prosent. Januar 2012 – desember 2018³⁾



1) Arbeidskraftundersøkelsen.
2) Registrert arbeidsledighet.
3) Anslag for september 2018 – desember 2018 (NAV) og juli 2018 – oktober 2018 (AKU).
4) Registrerte ledige og arbeidssøkere på tiltak.
Kilder: NAV, Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 3.16 Bruttoledighet.¹⁾ Tolv månedersvekst. Antall personer. Januar 2014 – august 2018



1) Summen av helt ledige og arbeidssøkere på tiltak.
Kilde: NAV

produksjonskapasiteten. Vi anslår at den samlede eksportveksten blir markert høyere i år enn i fjor og at den vil øke ytterligere neste år. Deretter venter vi at veksten dempes noe som følge av svekket konkurransevne og avtakende vekst hos våre handelspartnere. Sammenlignet med forrige rapport er anslagene for eksportveksten lite endret for prognoseperioden sett under ett.

Oppgangen i norsk økonomi tilsier at også importen tar seg opp. Investeringer har normalt en høy importandel. Utsikter til at petroleumsinvesteringene stiger mer enn resten av etterspørselen trekker derfor i retning av at importveksten øker mer enn BNP for Fastlands-Norge. Vi anslår at importveksten tiltar i år og neste år, for så å avta.

Anslagene er usikre

Veksten i norsk økonomi kan bli sterkere enn vi anslår. Høy aktivitet og god lønnsomhet i oljenæringen kan gi sterkere ringvirkninger inn i fastlandsøkonomien enn vi har lagt til grunn. På den annen side kan økende proteksjonisme internasjonalt dempe eksportveksten mer enn vi ser for oss. Økt toll på norske varer kan føre til lavere eksport. Redusert handel internasjonalt kan dessuten dempe veksten globalt og føre til lavere oljepris. Vi er også usikre på husholdningenes tilpassning når rentene øker. Etter en lang periode med lave renter og tiltakende gjeldsbelastning i husholdningene vil effekten på konsumet av økte renter trolig være sterkere enn ved tidligere renteøkninger.

3.3 ARBEIDSMARKED OG PRODUKSJONGAP

Svakere vekst i sysselsettingen

Sysselsettingen økte markert gjennom 2017 og inn i 2018, se figur 3.14. I andre kvartal i år var det 44 000 flere sysselsatte enn i samme periode i fjor. Sysselsettingsveksten avtok likevel litt fra første til andre kvartal og veksten var noe lavere enn vi anslo i juni-rapporten.

Kontaktene i vårt regionale nettverk rapporterte i august om god vekst i sysselsettingen de tre siste månedene. De ventet at sysselsettingsveksten ville holde seg oppe de kommende tre månedene (figur 1.6). Også Norges Banks forventningsundersøkelse indikerer at veksten i sysselsettingen vil holde seg oppe. I tråd med dette anslår vi at sysselsettingsveksten vil ta seg litt opp igjen den nærmeste tiden.

Arbeidsledigheten avtok i 2017. Så langt i 2018 har den registrerte ledigheten endret seg lite, se figur 3.15. I august var ledighetsraten 2,4 prosent, justert for normale sesongvariasjoner. NAV innførte i sommer en rutine der arbeidsledige får en påminnelse om å fornye registreringen. Det har trolig bidratt til at flere registrerer seg, og dermed til en liten økning i den registrerte ledigheten.

Fra august i fjor til august i år ble summen av helt ledige og arbeidssøkere på tiltak (bruttoledigheten) redusert med 10 000 personer, se figur 3.16. Tilstrømmingen av nye arbeidssøkere har avtatt betydelig, se figur 3.17. Antallet nye personer som registrerer seg hos NAV er nå på sitt laveste nivå siden før finanskrisen.

Arbeidskraftundersøkelsen (AKU) viste en sesongjustert ledighetsrate på 3,9 prosent i juni. Ledigheten har vært noe høyere enn vi anslå i junirapporten, og vi har oppjustert anslagene for ledigheten den nærmeste tiden, se tabell 3b og 3c i vedlegget.

Etterspørselen etter arbeidskraft øker, og beholdningen av ledige stillinger har tatt seg opp, se figur 3.18. Det siste året har det vært en markert økning innen oljeutvinning, og beholdningen av ledige stillinger i denne næringen er nå på sitt høyeste nivå siden før oljeprisfallet i 2014. Også i oljeleverandørindustrien øker beholdningen av ledige stillinger.

Arbeidsstyrken, som er summen av sysselsatte og arbeidsledige, har økt gradvis siden slutten av fjoråret, ifølge AKU. Oppgangen må ses i lys av at etterspørselen etter arbeidskraft øker. Normalt vil flere melde seg på arbeidsmarkedet når utsiktene til å få arbeid bedres.

Videre vekst i sysselsettingen fremover

God vekst i norsk økonomi vil bidra til at sysselsettingen vokser videre fremover. Vi anslår at veksten dempes gradvis gjennom prognoseperioden, etter hvert som aktivitetsveksten avtar. Anslagene for sysselsettingsveksten er lite endret fra forrige rapport.

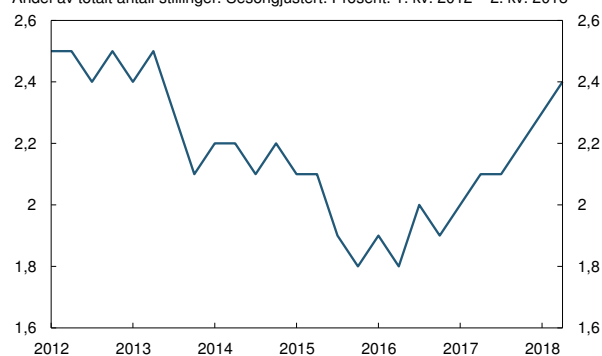
Vi venter god vekst i arbeidsstyrken fremover som følge av økt etterspørsel etter arbeidskraft, men tror likevel ledigheten vil avta litt videre fremover. Sammenlignet med forrige rapport er anslagene for ledig-

Figur 3.17 Nye arbeidssøkere per virkedag. Antall personer. Sesongjustert. Januar 2005 – august 2018



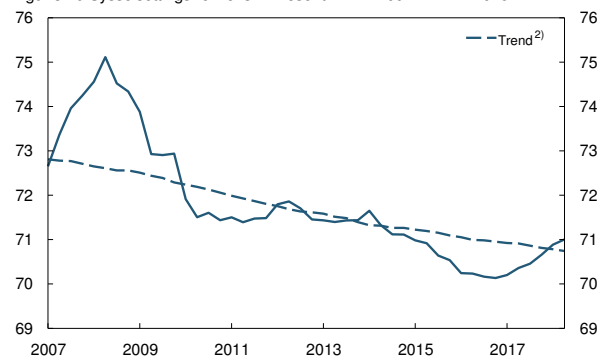
Kilde: NAV

Figur 3.18 Ledige stillinger. Andel av totalt antall stillinger. Sesongjustert. Prosent. 1. kv. 2012 – 2. kv. 2018



Kilde: Statistisk sentralbyrå

Figur 3.19 Sysselsettingsfrekvens.¹⁾ Prosent. 1. kv. 2007 – 2. kv. 2018



1) Sysselsetting i kvartalsvis nasjonalregnskap som andel av befolkningen (15-74 år).
2) Utvikling i sysselsettingsfrekvensen dersom sysselsettingsfrekvensene for hvert femårige alderstrinn hadde vært uendret på nivåene fra 2013. Kurven faller på grunn av aldring av befolkningen. 2013 er valgt fordi vi vurderer at kapasitetsutnyttingen dette året var nær et normalnivå.
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 en stabil utvikling i priser og lønninger over tid. Over tid bestemmes veksten i produksjonspotensialet av befolkningsutviklingen og trendveksten i 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. Produksjonsgapet er også en viktig indikator for fremtidig inflasjon, og er dermed knyttet til Norges Banks mål om å sikre lav og stabil inflasjon.

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

heten litt høyere det nærmeste året og lite endret mot slutten av prognoseperioden (figur 1.11).

Kapasitetsutnyttningen er nær et normalt nivå

De siste årene har det vært mer ledige ressurser i økonomien enn normalt, og produksjonen av varer og tjenester har vært lavere enn potensialet. Vår vurdering er at gapet mellom faktisk og potensiell produksjon har blitt stadig mindre de siste par årene, og at produksjonsgapet er i ferd med å lukkes. En litt svakere utvikling enn ventet i arbeidsmarkedet, tyder likevel på at kapasitetsutnyttningen er litt lavere enn vi anslo i forrige rapport.

Den registrerte arbeidsledigheten tilsier at kapasitetsutnyttningen er nær et normalt nivå.

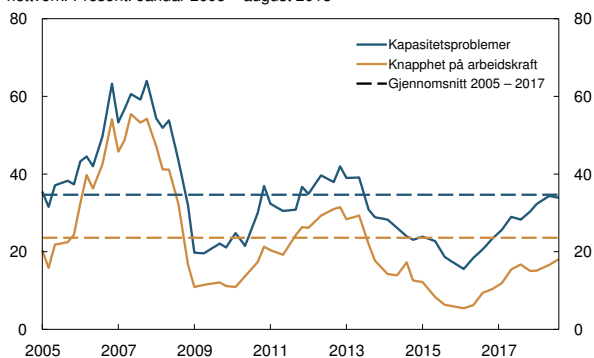
Sysselsettingsfrekvensen, det vil si antall sysselsatte som andel av befolkningen, har økt, se figur 3.19. Samtidig endres alderssammensetningen i befolkningen slik at stadig flere kommer opp i aldersgrupper der yrkesdeltakelsen normalt er lav. Det gir en fallende trend i sysselsettingsfrekvensen. Sysselsettingsfrekvensen som er forenlig med normal kapasitetsutnyttning er derfor trolig lavere nå enn tidligere. Sysselsettingsfrekvensen tyder på at kapasitetsutnyttningen har økt og nå er nær et normalt nivå.

Regionalt nettverk tydet i august på at kapasitetsutnyttningen var lite endret de siste månedene, se figur 3.20. Andelen virksomheter som meldte at de ville ha problemer med å møte en økning i etterspørselen, var uendret og nær sitt historiske gjennomsnitt. Samtidig var det en økning i andelen bedrifter som meldte at tilgang på arbeidskraft begrenset produksjonen. Denne andelen ligger fortsatt noe lavere enn sitt historiske gjennomsnitt.

Beregninger basert på et bredt sett av modeller og indikatorer tyder på at kapasitetsutnyttningen endret seg lite fra første til andre kvartal og at kapasitetsutnyttningen nå er nær, men litt under et normalt nivå, se figur 3.21.

Slik vi vurderer utviklingen, lukkes produksjonsgapet i løpet av andre halvår i år.

Figur 3.20 Kapasitetsproblemer¹⁾ og knapphet på arbeidskraft²⁾ ifølge Regionalt nettverk. Prosent. Januar 2005 – august 2018



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

Produksjonspotensialet øker moderat

Vi anslår at produksjonspotensialet i økonomien vokser med omkring 1,5 prosent årlig fremover. Anslaget er uendret fra forrige rapport og er forenlig med en vekst i trendproduktiviteten på 1 prosent og en trendvekst i arbeidsstyrken på 0,5 prosent i snitt for perioden.

Anslaget for veksten i trendproduktiviteten er litt høyere enn gjennomsnittlig produktivitetsvekst det siste tiåret. Både KNR og Regionalt nettverk viser at den faktiske produktivitetsveksten har endret seg lite den siste tiden, se figur 3.22. Det tilsier at veksten i trendproduktiviteten heller ikke har endret seg vesentlig i det siste.

Trendveksten i arbeidsstyrken har falt de siste årene, se figur 3.23. Det skyldes aldring av befolkningen og at innvandringen har avtatt. Vi legger til grunn at veksten vil avta litt videre fremover, i tråd med Statistisk sentralbyrås befolkningsfremskrivninger. Det innebærer at arbeidsinnvandringen vil være klart lavere i årene fremover enn den var i begynnelsen av dette tiåret, da store deler av Europa var i lavkonjunktur.

Vi anslår at BNP-veksten vil være høyere enn veksten i produksjonspotensialet de to neste årene, slik at kapasitetsutnyttningen fortsetter å øke. Deretter venter vi at kapasitetsutnyttningen avtar litt igjen. Sammenliknet med forrige rapport ligger anslagene for produksjonsgapet litt høyere fra slutten av 2019.

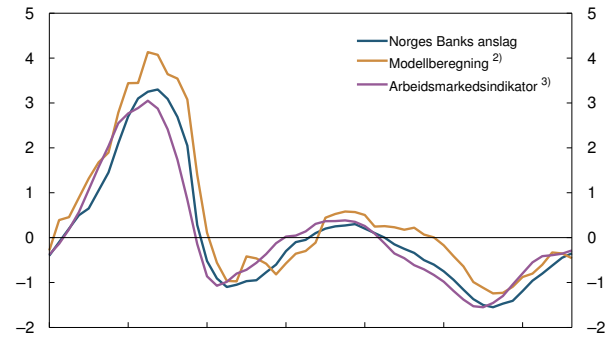
Det er usikkerhet om økonomiens produksjonspotensial. AKU viser at yrkesdeltakelsen for kjernegruppen i arbeidsmarkedet, det vil si aldersgruppen 25–54 år, har avtatt over tid. Det kan reflektere at det er en strukturell, fallende trend i sysselsettingen utover det som følger av befolkningsendringene, slik at veksten blir lavere enn vi legger til grunn. Den høye andelen i kjernegruppen som står utenfor arbeidsmarkedet, kan på den annen side tilsa at det er flere ledige ressurser i økonomien enn vi anslår.

3.4 KOSTNADER OG PRISER

Økt prisvekst

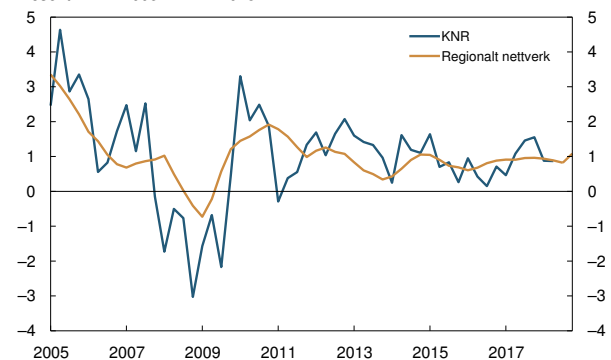
Prisveksten har steget markert i år. I august var tolv månedersveksten i konsumprisindeksen (KPI) 3,4 prosent, om lag 2 prosentenheter høyere enn i fjor høst, se figur 3.24. Oppgangen skyldes i stor grad

Figur 3.21 Beregninger av produksjonsgapet¹⁾. Prosent. 1. kv. 2005 – 2. kv. 2018



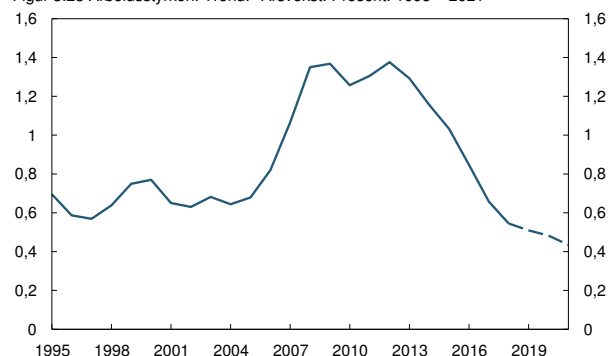
1) Produksjonsgapet måler den prosentvise forskjellen mellom BNP for Fastlands-Norge og anslått potensielt BNP for Fastlands-Norge.
2) For en gjennomgang av modellberegningen, se egen ramme på side 34 i *Pengepolitisk rapport 4/17*.
3) Indikator for produksjonsgapet basert på arbeidsmarkedet. Nærmere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

Figur 3.22 Produktivitet. BNP Fastlands-Norge per sysselsatt ifølge KNR¹⁾. Firekvarteralsvekst. Produksjon per sysselsatt ifølge Regionalt nettverk²⁾. Prosent. 1. kv. 2005 – 4. kv. 2018³⁾



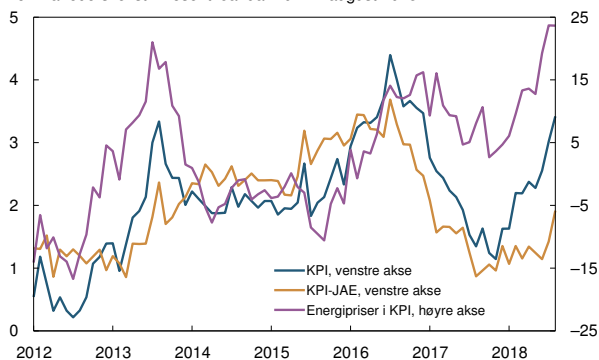
1) Kvartalsvis nasjonalregnskap.
2) Forskjellen mellom fire kvartalers produksjons- og sysselsetningsvekst.
3) Siste observasjon for kvartalsvis nasjonalregnskap er 2. kv. 2018.
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 3.23 Arbeidsstyrken. Trend¹⁾ Årsvekst. Prosent. 1995 – 2021²⁾



1) Vekst som følge av endringer i befolkningen 15-74 år, og gitt at arbeidstilbudet i hver femårige aldersgruppe holdes konstant på 2013-nivå.
2) Anslag for 2018 – 2021 (stiplet).
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

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



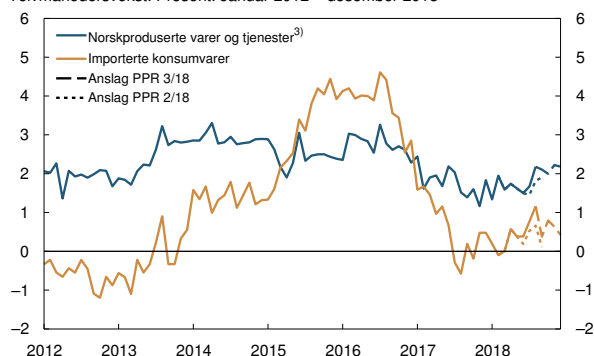
1) KPI justert for avgiftsendringer og uten energivarer.
2) Målt ved gruppene Drivstoff og smøremidler og Elektrisitet og brensel.
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

høy vekst i elektrisitetsprisene. Den underliggende prisveksten har også økt det siste året, men mindre enn KPI. Tolv månedersveksten i KPI justert for avgifts- endringer og uten energivarer (KPI-JAE) var 1,9 prosent i august, mens tolv månedersveksten i andre indika- tører for underliggende inflasjon var mellom 1,8 prosent og 2,3 prosent, se ramme på side 33.

Prisveksten har vært høyere enn ventet

Prisveksten har vært høyere enn vi anslo i forrige rapport både for norskproduserte varer og tjenester og for importerte konsumvarer, se figur 3.25. For norskproduserte varer og tjenester var tolv måneders- veksten i august 2,2 prosent. Vi venter at veksten i disse prisene holder seg om lag på dette nivået de neste månedene. Prisveksten på importerte konsum- varer økte gjennom sommeren. I august var det særlig prisene på klær og sko som bidro til å løfte pris- veksten. Vi tror at deler av oppgangen i disse prisene var midlertidig, og anslår at prisveksten for importerte konsumvarer kommer noe ned igjen i løpet av høsten.

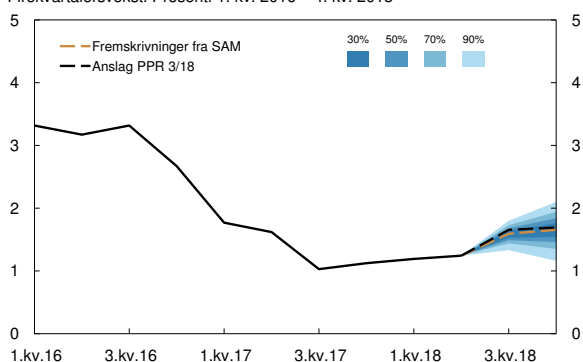
Figur 3.25 KPI-JAE¹⁾ fordelt etter leveringssektor.
Tolv månedersvekst. Prosent. Januar 2012 – desember 2018²⁾



1) KPI justert for avgiftsendringer og uten energivarer.
2) Anslag for september 2018 – desember 2018.
3) Norges Banks beregninger.
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

For KPI-JAE innebærer anslagene at tolv måneders- veksten blir noe lavere de neste månedene enn den var i august, se tabell 3d i vedlegget. Anslagene for KPI-JAE er nær fremskrivingene fra SAM for inne- værende og neste kvartal, se figur 3.26, og de er noe oppjustert fra forrige rapport. Anslagene gir en års- vekst i KPI-JAE på 1,4 prosent i 2018.

Figur 3.26 KPI-JAE¹⁾ med usikkerhetsvifte fra SAM²⁾.
Firekvartalersvekst. Prosent. 1. kv. 2016 – 4. kv. 2018³⁾



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

KPI har økt mer enn vi anslo i forrige rapport. Det er særlig prisveksten på energivarer som har vært høyere enn lagt til grunn. Vi legger til grunn at energi- prisene holder seg på et høyt nivå de neste måned- ene. Sammen med anslagene for KPI-JAE innebærer det at veksten i KPI avtar litt utover høsten. På års- basis anslår vi nå at KPI øker med 2,7 i år.

Økt lønnsvekst

Lønnsveksten steg i fjor etter å ha falt i årene før. I år venter vi at lønnsveksten øker videre, til 2,8 prosent. Anslaget er i tråd med rammen for vårens lønnsopp- gjør, og det er på linje med tilbakemeldingene fra regionalt nettverk og Norges Banks forventnings- undersøkelse for tredje kvartal, se figur 3.27.

Sammenlignet med forrige rapport er anslagene for den nominelle lønnsveksten litt lavere i år og neste år, og uendret for 2020 og 2021 (figur 1.12). Både lønns-

forventningene og utviklingen i lønningene så langt i år tyder på litt lavere lønnsvekst i 2018 enn vi anslo i juni. I tillegg viser reviderte nasjonalregnskapstall at bedriftenes lønnsomhet har vært noe lavere enn tidligere tall viste. At bedriftenes lønnsomhet har vært lavere enn lagt til grunn, gjenspeiles i at lønnstakernes andel av verdiskapingen, lønnsandelen, nå er høyere, se figur 3.28.

Isolert sett taler lavere lønnsomhet for lavere lønnsvekst i årene fremover. Vi venter likevel at økende kapasitetsutnyttning og et strammere arbeidsmarked vil bidra til at lønnsveksten øker videre de neste årene. Oppgangen i oljeprisen de siste årene og økt aktivitet og lønnsomhet i oljenæringen vil trolig også bidra til å løfte lønnsveksten. Vi anslår at lønnsandelen vil falle noe fremover.

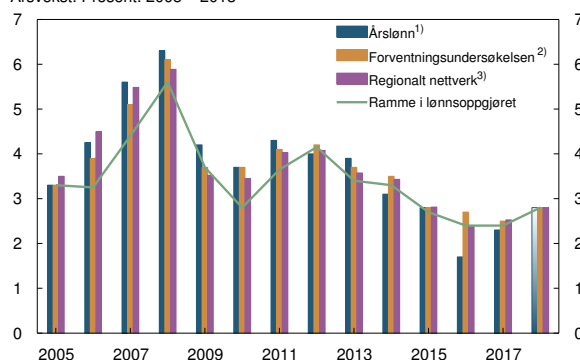
Vi tror at lønnsveksten i Norge blir noe høyere enn hos våre viktigste handelspartnere i årene fremover, se figur 3.29. Det må ses i sammenheng med bedring i bytteforholdet overfor utlandet de siste par årene. Lønnsanslagene er likevel moderate sammenlignet med tidligere oppgangskonjunkturer. Det skyldes blant annet utsikter til fortsatt lav produktivitetsvekst.

Utsikter til prisvekst noe under 2 prosent

Fremover venter vi at høyere kapasitetsutnyttning og tiltakende lønnsvekst bidrar til å løfte prisveksten, særlig på norskproduserte varer og tjenester, se figur 3.30. Økte internasjonale prisimpulser i fjor og i år (figur 2.8) bidrar til å trekke opp prisveksten på importerte varer. Prisveksten på importerte konsumvarer er likevel ventet å falle i årene fremover som følge av at kronen styrker seg. Samlet sett anslår vi at firekvarterersveksten i KPI-JAE er nær, men noe under 2 prosent de neste årene.

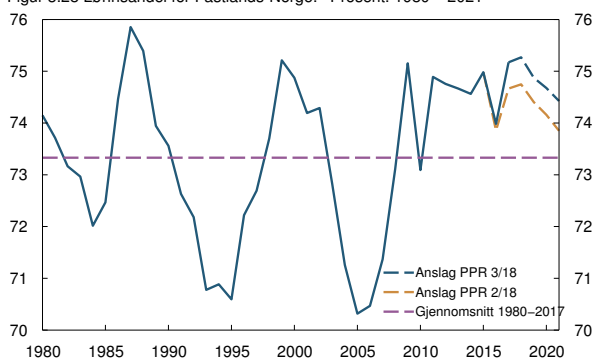
Sammenlignet med forrige rapport er anslagene for KPI-JAE justert noe opp frem mot slutten av 2020, mens de er litt lavere i 2021, se figur 3.31. Oppjusteringen skyldes dels at den faktiske prisveksten har vært høyere enn ventet. At vi nå anslår en noe svakere kronkurs de neste årene enn i forrige rapport og at de internasjonale prisimpulsene for i år og neste år er noe oppjustert bidrar i samme retning. På den annen side bidrar nedjusteringen av anslagene på lønnsveksten til noe lavere prisvekst. Antagelsen om at kronestyrkingen skjer noe senere enn anslått i forrige

Figur 3.27 Lønn, lønnsramme og lønnsforventninger. Årsvekst. Prosent. 2005 – 2018



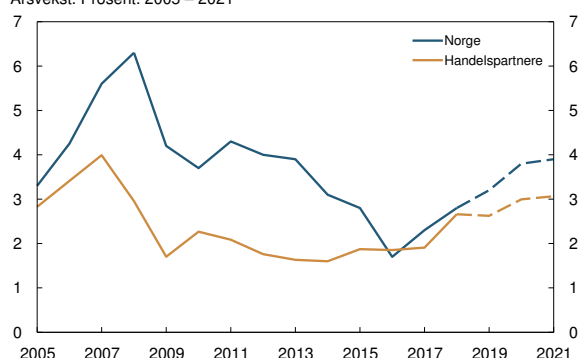
1) Faktisk årslønsvekst fra Statistisk sentralbyrå. Norges Banks anslag for 2018 (gradert).
2) Partene i arbeidslivets forventninger til årslønsvekst inneværende år målt ved Norges Banks forventningsundersøkelse i 3. kvartal hvert år.
3) Forventninger til årslønsvekst inneværende år fra Regionalt nettverk i 3. kvartal hvert år.
Kilder: Epinion, Kantar TNS, Opinion, Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

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



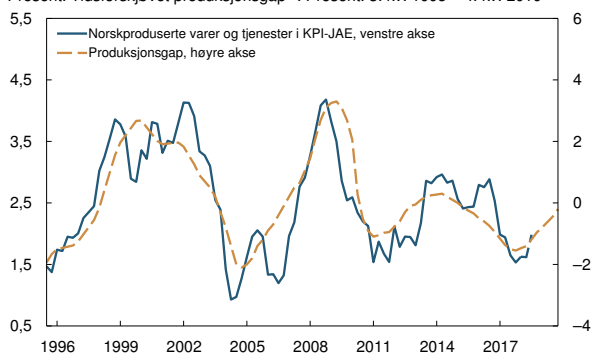
1) Lønnskostnader som andel av lønnskostnader og driftsresultat.
2) Anslag for 2018 – 2021.
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

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



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

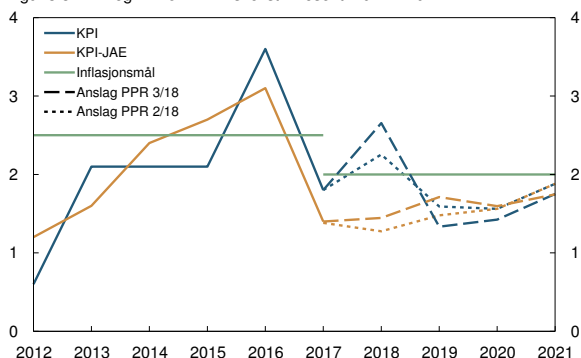
Figur 3.30 Norskproduserte varer og tjenester i KPI-JAE¹⁾. Firekvartalersvekst. Prosent. Tidsforskjøvet produksjonsgap²⁾. Prosent. 3. kv. 1995 – 4. kv. 2019



1) KPI justert for avgiftsendringer og uten energivarer. Norges Banks beregninger. 3. kv. 1995 – 3. kv. 2018. Anslag for 3. kv. 2018.
2) Produksjonsgapet måler den prosentvise forskjellen mellom BNP for Fastlands-Norge og anslått potensielt BNP for Fastlands-Norge. Gapet er her forskjøvet frem seks kvartaler og viser tall for 1. kv. 1994 – 2. kv. 2018.

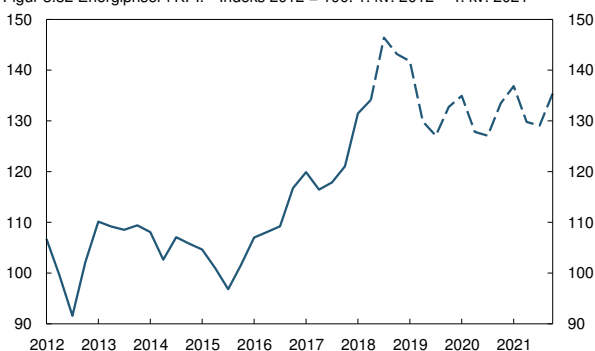
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

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



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

Figur 3.32 Energipriser i KPI.¹⁾ Indeks 2012 = 100. 1. kv. 2012 – 4. kv. 2021²⁾



1) Vektet gjennomsnitt av prisene for drivstoff og smøremidler og for elektrisitet og brensel i KPI. Anslaget er basert på terminpriser for elektrisitet, bensin og olje. Ikke sesongjustert.
2) Anslag for 3. kv. 2018 – 4. kv. 2021 (stiplet).

Kilder: Norges vassdrags- og energidirektorat, Thomson Reuters og Norges Bank

rapport demper prisveksten mot slutten av prognoseperioden.

Vi legger til grunn at energiprisene i KPI utvikler seg i tråd med terminprisene for elektrisitet og bensin fremover. Dette innebærer at energiprisene holder seg høye frem mot våren neste år, før de avtar gradvis, se figur 3.32. Sammenlignet med juni-rapporten er veksten i energiprisene oppjustert i begynnelsen av prognoseperioden og noe nedjustert fra og med neste sommer. Endringene i anslagene for energiprisene frem i tid skyldes at disse nå baseres på terminprisene for hele prognoseperioden. Tidligere la vi til grunn at energiprisene fulgte utviklingen i terminprisene de neste fire kvartalene, for deretter å vokse i takt med KPI-JAE.

Samlet innebærer anslagene for KPI-JAE og energiprisene at firekvartalersveksten i KPI avtar det neste året, før veksten tiltar igjen. Ved utgangen av 2021 er veksten i KPI litt under 2 prosent. Anslagene for KPI er høyere enn i forrige rapport de neste kvartalene, og noe lavere etter det.

Anslagene for lønninger og KPI innebærer at real-lønnsveksten blir 0,1 prosent i år, mens den stiger til 1,9 prosent neste år. I 2020 og 2021 anslår vi at real-lønnsveksten blir henholdsvis 2,4 og 2,1 prosent. Sammenlignet med forrige rapport er anslagene for real-lønnsveksten lavere for i år og noe høyere for de neste tre årene.

Anslagene er usikre

Det er usikkerhet rundt anslagene for pris- og lønnsutviklingen. Oppgang i oljeprisen og god lønnsomhet i oljerelaterte næringer har tidligere bidratt til å øke den samlede lønnsveksten. Vi venter at disse faktorene trekker opp lønnsveksten de neste årene. Økt oppmerksomhet om kostnader og utsikter til lavere aktivitet på noe lengre sikt kan imidlertid dempe lønnsveksten i disse næringene mer enn vi anslår. På den annen side kan også økt aktivitet og tilstramming i arbeidsmarkedet løfte lønnsveksten, og da etter hvert prisveksten, mer enn vi anslår. Det er også usikkerhet knyttet til hvordan endringen av inflasjonsmålet i mars i år påvirker aktørenes inflasjonsforventninger fremover, se også ramme på side 33 om inflasjonsforventninger.

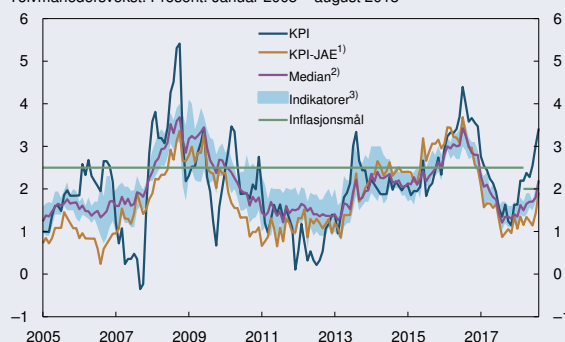
INDIKATORER FOR UNDERLIGGENDE INFLASJON

Inflasjonsstyringen skal være fremoverskuende og fleksibel. Norges Bank setter renten med sikte på å stabilisere årsveksten i konsumprisindeksen (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 igjennom slike svingninger.¹

Den viktigste indikatoren for underliggende inflasjon i Norges Banks analyser er KPI justert for avgiftsendringer og uten energivarer (KPI-JAE). De siste par årene har prisveksten i KPI-JAE vært lavere enn prisveksten i KPI. Det skyldes i første rekke høy energiprisvekst, men også avgiftsøkninger. Andre indikatorer for underliggende inflasjon har over noe tid vist høyere prisvekst enn KPI-JAE, men avstanden har minket de siste par månedene, se figur 3.33. I august i år var medianen av tolv månedersveksten i disse indikatorene 2,2 prosent, opp fra 1,2 prosent i august i fjor.

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

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



1) KPI justert for avgiftsendringer og uten energivarer.
2) Median av KPIM, KPIXE, 20% trimmet snitt, vektet median, KPI-XV og KPI-felles. For en gjennomgang av indikatorene, se Husabø, E. (2017) «Indikatorer for underliggende inflasjon i Norge». Staff Memo 13/2017, Norges Bank.
3) Båndet viser høyeste og laveste verdi for KPIM, KPIXE, 20% trimmet snitt, vektet median, KPI-XV og KPI-felles.
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

INFLASJONSFORVENTNINGER

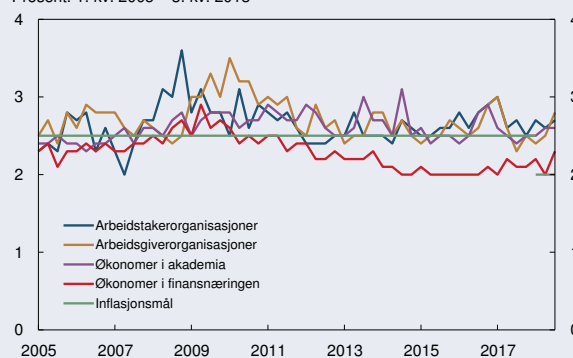
Forventninger om fremtidig inflasjon har betydning for mange økonomiske beslutninger, blant annet prissetting og lønnsfastsettelse. Inflasjonsforventninger som er forankret kan gjøre det lettere for pengepolitikken å oppfylle målet om prisstabilitet og bidra til å jevne ut svingninger i produksjon og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

Forventningsundersøkelsen for tredje kvartal² viste en liten oppgang fra andre kvartal i forventningene til inflasjonen om fem år både for økonomer i finansnæringen og for partene i arbeidslivet. De langsiktige inflasjonsforventningene til økonomer i akademia var uendret i den samme perioden. I de pengepolitiske rapportene som vi har publisert etter endringen av inflasjonsmålet, har vi lagt til grunn at det ville ta noe tid før inflasjonsforventningene tilpasser seg det nye målet. Vi har ikke endret våre antakelser i lys av svarene fra forventningsundersøkelsen for tredje kvartal.

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

2 Forventningsundersøkelsen ble gjennomført fra 1. august til 20. august 2018.

Figur 3.34 Forventet tolv månedersvekst i konsumprisene om fem år. Prosent. 1. kv. 2005 – 3. kv. 2018



Kilder: Epinion, Kantar TNS og Opinion

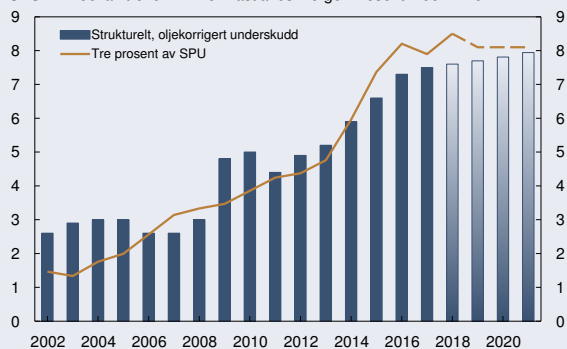
FORUTSETNINGER OM FINANSPOLITIKKEN

Våre forutsetninger om finanspolitikken bygger på det reviderte budsjettet for 2018. Bruken av oljeinntekter, målt ved det strukturelle, oljekorrigerede underskuddet, anslås å bli på 226 milliarder kroner i år. Det tilsvarer 7,6 prosent av trend-BNP for Fastlands-Norge, en økning på 0,1 prosentenheter fra 2017.

Underskuddet anslås å utgjøre 2,7 prosent av verdien av Statens pensjonsfond utland i år. Vi legger til grunn at oljepengebruken vil stige noe raskere enn fondsverdien de kommende årene. Det innebærer at oljepengebruken også vil vokse som andel av økonomien. Som i forrige rapport antar vi at det strukturelle underskuddet øker med 0,1 prosentenheter som andel av BNP hvert år ut prognoseperioden. I så fall vil vekstimpulsene fra finanspolitikken i de kommende årene være om lag de samme som de ligger an til å bli i år. Samtidig er det utsikter til at underskuddet vil ligge noe under 3-prosentbanen også ved utgangen av prognoseperioden, se figur 3.35.

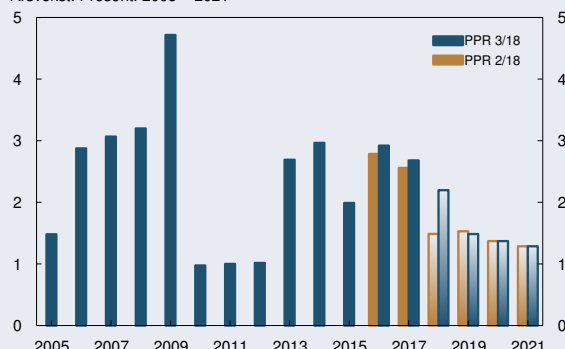
Etterspørselen fra offentlig forvaltning har vokst betydelig de senere årene. I snitt har veksten vært på 2,7 prosent årlig de siste fem årene. Utsikter til mindre økninger i bruken av oljepenger fremover innebærer klart lavere vekst i den offentlige etterspørselen i de kommende årene, se figur 3.36. I år er det utsikter til at den offentlige etterspørselen øker med 2,2 prosent, en klar oppjustering fra forrige rapport. Forklaringen er at nasjonalregnskapstallene til og med 2. kvartal i år viste en sterkere utvikling enn vi hadde forutsatt. Vekstanslagene for de kommende årene er uendret fra forrige rapport.

Figur 3.35 Det strukturelle, oljekorrigerede underskuddet og tre prosent av SPU¹⁾. Andel av trend-BNP for Fastlands-Norge. Prosent. 2002 – 2021²⁾



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

Figur 3.36 Etterspørsel fra offentlig forvaltning. Årsvekst. Prosent. 2005 – 2021¹⁾



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

ANSLAG PÅ PETROLEUMSINVESTERINGER

Investeringene på norsk sokkel ser ut til å øke fremover etter å ha falt over flere år, se figur 3.37. Den ventede oppgangen gjenspeiler at oljeprisen har økt markert siden starten av 2016, og at oljeselskapene har kuttet kostnadene kraftig de siste årene. Prisøkningen og kostnadsuttene har ført til at balanseprisene i nye utbygginger nå er langt under spot- og terminprisene for olje. Vi venter derfor at oljeselskapene vil sette i gang en rekke utbyggingsprosjekter fremover.

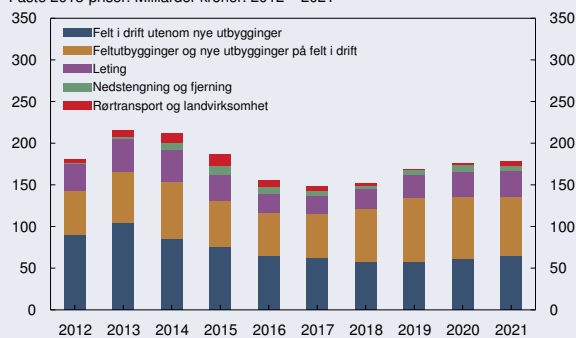
Den siste investeringstillingen tyder på at investeringene vil øke noe mindre i år enn vi anslo i forrige rapport. Vi anslår nå at petroleumsinvesteringene vil øke med 2,5 prosent fra 2017 til 2018 og med over 15 prosent fra 2018 til 2020. For 2021 venter vi at investeringene vil vokse svakt. Sammenlignet med forrige rapport er anslagene for investeringene litt høyere de neste årene. Oppjusteringen må ses i lys av investeringstillingen for tredje kvartal og økningen i oljeprisen siden juni.

Investeringene innen *feltutbygging* og *felt i drift* falt med nesten en tredel fra 2013 til 2017. Nedgangen ble dempet av at Johan Sverdrup-utbyggingen ga betydelige investeringer i de to siste årene av perioden. Siden i fjor vår har oljeselskapene satt i gang flere feltutbygginger og nye utbygginger på felt i drift. Investeringene i disse utbyggingene og andre pågående utbygginger vil samlet sett øke klart fra 2017 til 2019, for deretter å falle markert frem til 2021, se figur 3.38. Vi venter at denne nedgangen et stykke på vei vil bli motvirket av at oljeselskapene vil sette i gang mellom 20 og 25 utbygginger i perioden 2019 til 2021. De fleste av disse utbyggingene vil være relativt små sammenliknet med flere av utbyggingene som er satt i gang de siste årene. Det tilsier at utbyggingsinvesteringene vil falle mot slutten av prognoseperioden. Vi anslår at investeringene på felt i drift utenom nye utbygginger vil fortsette å falle i år, i tråd med anslagene fra investeringsstillingen, og deretter øke gradvis frem til 2021 som følge av bedret lønnsomhet i petroleumsnæringen.

Utgiftene til *leting* falt også markert fra 2013 til 2017. Vi anslår at leteinvesteringene vil ta seg godt opp igjen fra 2017 til 2021, drevet av nedgangen i borekostnadene de siste årene og utsikter til at oljeprisen vil ligge mellom 60 og 80 dollar fremover.

Figur 3.37 Petroleumsinvesteringer.

Faste 2018-priser. Milliarder kroner. 2012 – 2021¹⁾

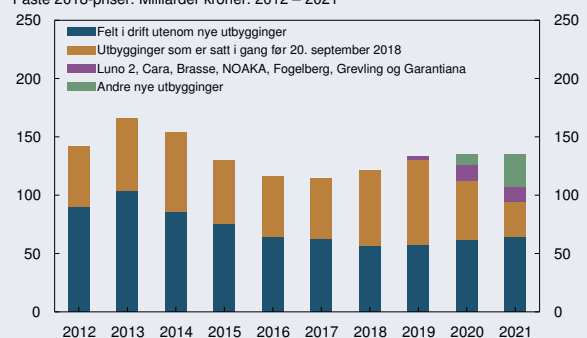


1) Anslag for 2018 – 2021. Tallene for 2010 – 2017 er hentet fra investeringstillingen til Statistisk sentralbyrå og deflaterert med prisindeksen for petroleumsinvesteringer i nasjonalregnskapet. Indeksen anslås å være uendret fra 2017 til 2019.

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 3.38 Investeringer innen feltutbygging og felt i drift.

Faste 2018-priser. Milliarder kroner. 2012 – 2021¹⁾



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

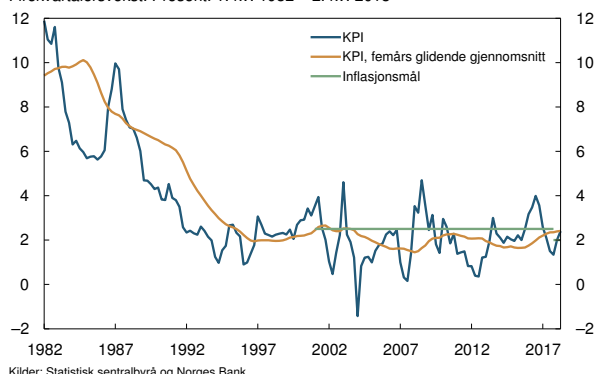
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

4 Pengepolitisk analyse

Styringsrenten ble hevet til 0,75 prosent på dette rentemøtet. Ifølge prognosen i denne rapporten økes renten igjen i første kvartal neste år. Deretter heves styringsrenten gradvis gjennom prognoseperioden, til om lag 2 prosent ved utgangen av 2021.

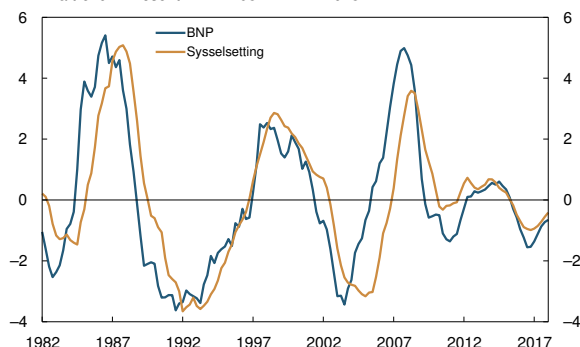
Renteprognozen er lite endret fra forrige rapport. Lavere innenlandsk etterspørsel og lavere lønnsvekst enn vi anslo i forrige rapport tilsier isolert sett en lavere rentebane. Svakere vekstutsikter ute trekker i samme retning. En svakere krone og høyere oljepris enn tidligere lagt til grunn trekker på den annen side i retning av en høyere rentebane.

Figur 4.1 Konsumprisindeksen (KPI). Firekvartalersvekst. Prosent. 1. kv. 1982 – 2. kv. 2018



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

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



¹⁾ Trenden for begge seriene er beregnet med et HP-filter med lambda = 40 000. Beregningene er basert på data fra 1. kv. 1978 – 2. kv. 2018. Avviket fra trend er trekvartalers glidende gjennomsnitt. Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

4.1 MÅL OG TILBAKEBLIKK

Lav og stabil inflasjon

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

Inflasjonsstyringen skal være fremoverskuende og fleksibel, slik at den kan bidra til høy og stabil produksjon og sysselsetting samt til å motvirke oppbygging av finansielle ubalanser. Det siste tiåret har svingningene i produksjon og sysselsetting vært relativt begrensede til tross for at økonomien har vært utsatt for store forstyrrelser, se figur 4.2. En fleksibel praktisering av inflasjonsstyringen har bidratt til å dempe utslagene i realøkonomien. Mål og avveinger i pengepolitikken er nærmere beskrevet på side 41.

Fortsatt ekspansiv pengepolitikk

Rentenivået har de siste årene vært svært lavt, både internasjonalt og i Norge. Det skyldes dels at det har vært behov for en ekspansiv pengepolitikk og dels at nivået på den nøytrale renten har falt over tid. Den nøytrale renten er den renten som verken virker ekspansivt eller kontraktivt på økonomien.

Vi anslår at den nøytrale realrenten i Norge, målt som tremåneders pengemarkedsrente fratrukket prisveksten, ligger i intervallet 0 til 1 prosent.¹ Den nøytrale renten er ikke observerbar, og usikkerheten i

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

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

4.2 NY INFORMASJON OG NYE VURDERINGER

Litt lavere inflasjon lenger frem

For å vurdere hvordan utsiktene for inflasjonen og produksjonsgapet påvirkes av ny informasjon og nye vurderinger, gjør vi en modellteknisk øvelse der rentebanen fra forrige rapport ligger fast. Vi benytter Norges Banks makromodell NEMO² og legger til grunn oppdaterte anslag for innværende og neste kvartal. For størrelser som ikke bestemmes i modellen, legger vi til grunn oppdaterte anslag for hele prognoseperioden.

Sammenlignet med anslagene i junirapporten tilsier den modelltekniske analysen at inflasjonen målt ved KPI-JAE blir noe høyere i år og neste år, men noe lavere mot slutten av prognoseperioden, se figur 4.4a. At den faktiske prisveksten har vært høyere og at kronen har vært svakere enn vi la til grunn i juni, bidrar til at inflasjonen blir liggende høyere i begynnelsen av prognoseperioden. Nedjusterte anslag på lønnsveksten demper inflasjonen. I tillegg tror vi nå at styrkingen av kronekursen kommer noe mer gradvis og noe senere enn vi la til grunn i forrige rapport. Det bidrar til å dempe prisveksten utover i prognoseperioden.

Kapasitetsutnyttningen blir liggende litt lavere det neste året, og er deretter om lag på samme nivå som i forrige rapport, se figur 4.4b.

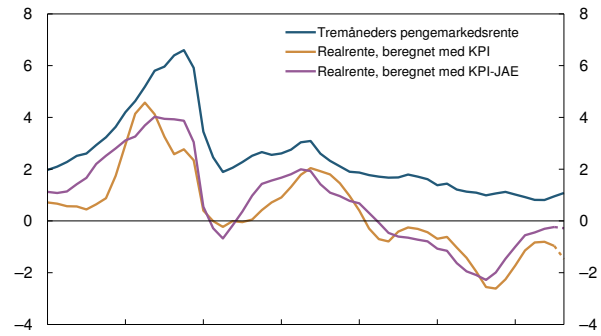
Ved utgangen av prognoseperioden er inflasjonen nær, men noe under inflasjonsmålet, mens kapasitetsutnyttningen er litt høyere enn et normalt nivå. Samlet sett tyder den modelltekniske analysen på små endringer i utsiktene for inflasjonen og produksjonsgapet med uendret rentebane. Det kan tilsi at rentebanen bør endres lite.

Gradvis renteoppgang

Oppgangen i norsk økonomi fortsetter. Det blir gradvis mindre ledige ressurser i økonomien, og kapasitetsutnyttningen synes nå nær et normalt nivå.

Figur 4.3 Tremåneders pengemarkedsrente og realrenter¹⁾.

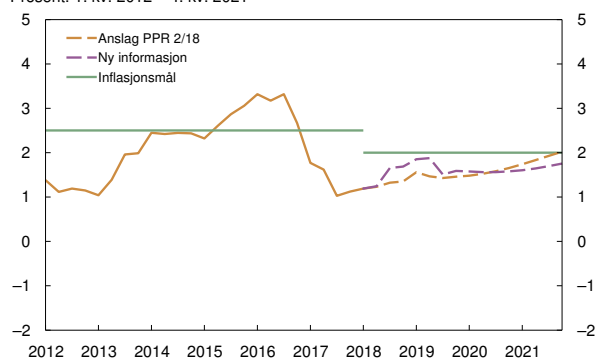
Prosent. 1. kv. 2005 – 2. kv. 2018²⁾



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

Figur 4.4a KPI-JAE.¹⁾ Anslag betinget på ny informasjon om den økonomiske utviklingen og prognosen for styringsrenten fra PPR 2/18. Firekvartalersvekst.

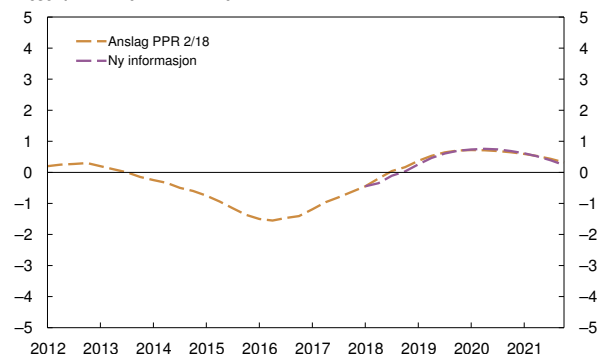
Prosent. 1. kv. 2012 – 4. kv. 2021²⁾



1) KPI justert for avgiftsendringer og uten energivarer.
2) Anslag for 3. kv. 2018 – 4. kv. 2021.
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 4.4b Anslag på produksjonsgapet¹⁾. Betinget på ny informasjon om den økonomiske utviklingen og prognosen for styringsrenten fra PPR 2/18.

Prosent. 1. kv. 2012 – 4. kv. 2021



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

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

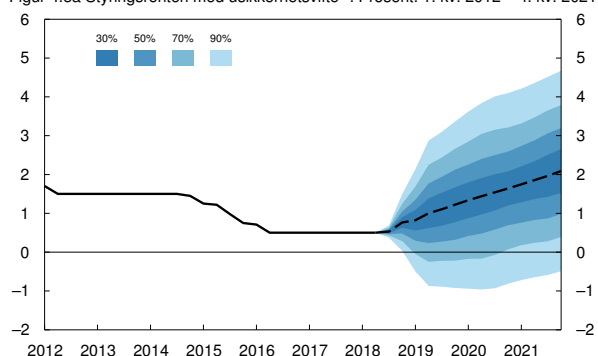
Lønnsveksten har økt, og tiltakende press i økonomien tilsier at den vil øke videre fremover. Den underliggende prisveksten har også tatt seg opp, og i august var tolv månedersveksten i KPI-JAE nær inflasjonsmålet.

Risikobildet preges særlig av økende proteksjonisme internasjonalt og uro i enkelte fremvoksende økonomier. Økte handelsbarrierer og vedvarende usikkerhet kan dempe importveksten hos handelspartnerne mer enn anslått, men det kan også gjøre at kronekursen holder seg svakere enn lagt til grunn. Vi venter at et strammere arbeidsmarked vil bidra til at lønnsveksten øker de neste årene. Oppgangen i oljeprisen og økt

aktivitet i oljenæringen vil trolig også bidra til å løfte lønnsveksten, men det er usikkert i hvor stor grad. Vi legger til grunn at den høye gjeldsbelastningen blant husholdningene gjør at en renteøkning nå vil dempe konsumet mer enn tidligere. Den lange perioden med lave renter og tiltakende gjeldsbelastning har imidlertid økt usikkerheten om virkningene av høyere renter.

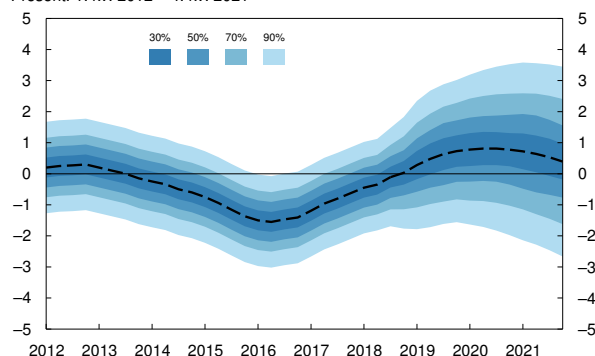
Utsiktene for norsk økonomi tilsier at renten bør heves i årene fremover. Dersom styringsrenten holdes på dagens nivå for lenge, kan presset i økonomien øke slik at priser og lønninger skyter fart. Vedvarende høy gjeldsvekst har økt husholdningenes sårbarhet.

Figur 4.5a Styringsrenten med usikkerhetsvifte¹⁾. Prosent. 1. kv. 2012 – 4. kv. 2021



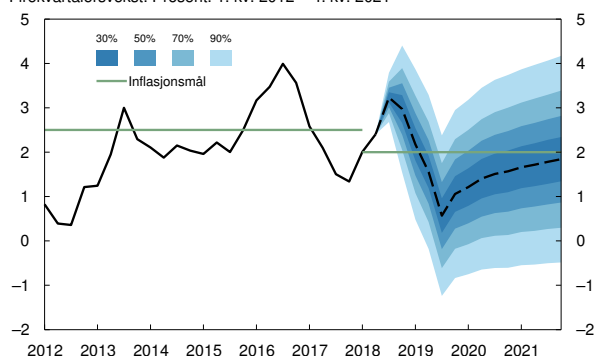
1) Usikkerhetsviften er basert på historiske erfaringer og stokastiske simuleringer fra vår makroøkonomiske hovedmodell, NEMO. Den tar ikke hensyn til at det eksisterer en nedre grense for renten.
2) Anslag for 3. kv. 2018 – 4. kv. 2021 (stiplet).
Kilde: Norges Bank

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



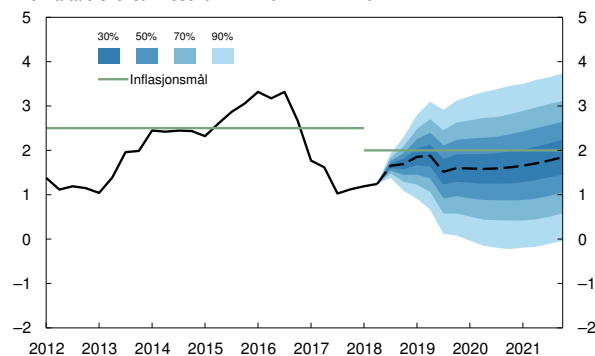
1) Produksjonsgapet måler den prosentvise forskjellen mellom BNP for Fastlands-Norge og anslått potensielt BNP for Fastlands-Norge.
2) Usikkerhetsviften er basert på historiske erfaringer og stokastiske simuleringer fra vår makroøkonomiske hovedmodell, NEMO.
Kilde: Norges Bank

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



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

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



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

Husholdningenes gjeldsvekst har avtatt noe i år, og i de siste månedene har boligprisveksten vært lav. Holdes renten lav for lenge øker faren for at eiendomspriser og gjeld igjen stiger raskt. Høy vekst i priser og lønninger og en videre oppbygging av finansielle ubalanser øker risikoen for et kraftig tilbakeslag i økonomien frem i tid.

På den annen side er det flere grunner til at renteøkningen bør være gradvis og forsiktig. Settes renten for raskt opp fremover, vil det kunne stanse den økonomiske oppgangen slik at arbeidsledigheten øker og prisveksten blir for lav. Også hensynet til finansiell stabilitet tilsier at renteoppgangen ikke bør være for rask. Usikkerhet om virkningene av høyere renter taler for å gå varsomt frem i rentesettingen. At den nøytrale realrenten har falt over tid, innebærer at styringsrenten trolig ikke blir like høy som i tidligere oppgangsperioder.

Styringsrenten ble hevet fra 0,5 prosent til 0,75 prosent på dette rentemøtet. Prognosen for styringsrenten indikerer at renten settes videre opp i første kvartal neste år. Deretter heves renten gradvis, til om lag 2 prosent ved utgangen av 2021, se figur 4.5a.

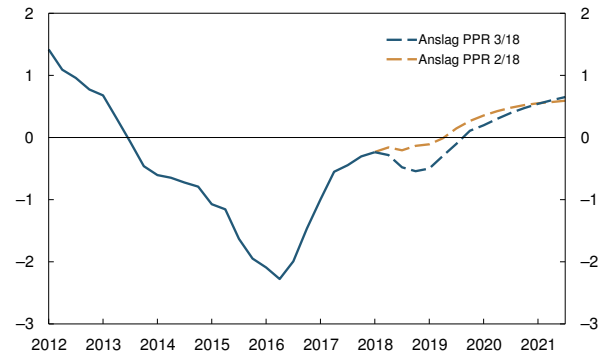
I analysen legger vi til grunn at pengemarkedsrenten stiger i takt med styringsrenten (figur 1.8). Vi venter at bankenes utlånsmarginer holder seg nær dagens nivå gjennom prognoseperioden. Boliglånsrentene til husholdningene anslås å øke med om lag 1,5 prosentenheter frem mot utgangen av 2021.

Anslagene i denne rapporten innebærer at realrenten, målt som tremåneders pengemarkedsrente fratrukket veksten i KPI-JAE, faller litt den nærmeste tiden, før den deretter stiger gradvis, se figur 4.6. Nedgangen i begynnelsen av prognoseperioden skyldes at prisveksten stiger noe mer enn renten. Prognosen for styringsrenten er lite endret fra junirapporten, men litt lavere utover i prognoseperioden, se figur 4.7. Anslagene for realrenten er lavere enn i forrige rapport frem til begynnelsen av 2021, og deretter om lag som i junirapporten.

Rentebanen lite endret

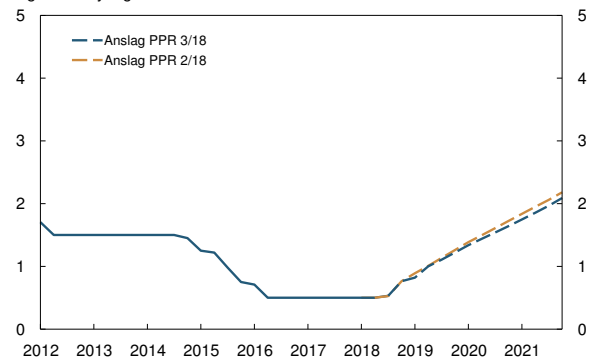
De viktigste faktorene som har bidratt til endring i rentebanen, er illustrert i renteregnskapet i figur 4.8. Søylene viser bidragene fra de ulike faktorene, mens

Figur 4.6 Realrente.¹⁾ Prosent. 1. kv. 2012 – 3. kv. 2021²⁾



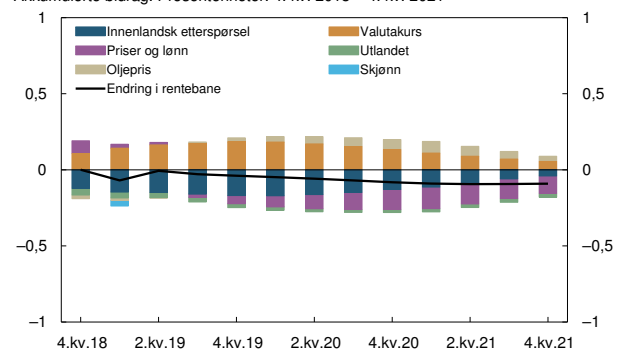
1) Tremåneders pengemarkedsrente fratrukket et trekvarterers sentrert glidende gjennomsnitt av inflasjon, målt ved firekvarteretsvekst i KPI justert for avgiftsendringer og uten energivarer (KPI-JAE).
2) Anslag for 2. kv. 2018 – 3. kv. 2021.
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 4.7 Styringsrenten. Prosent. 1. kv. 2012 – 4. kv. 2021¹⁾



1) Anslag for 3. kv. 2018 – 4. kv. 2021.
Kilde: Norges Bank

Figur 4.8 Faktorer bak endringer i anslag for styringsrenten fra PPR 2/18. Akkumulerte bidrag. Prosentenheter. 4. kv. 2018 – 4. kv. 2021



Kilde: Norges Bank

den svarte linjen viser den samlede endringen i renteprognosen. Vi bruker makromodellen NEMO som et hjelpemiddel for å identifisere drivkreftene i økonomien, men det er ingen mekanisk sammenheng mellom nyheter som avviker fra prognosene i forrige rapport og virkninger på den nye rentebanen.

Veksten i den innenlandske etterspørselen har vært litt lavere enn anslått i forrige rapport, og boligprisene har steget noe mindre enn ventet. Det bidrar til å trekke ned rentebanen, se mørkeblå søyler.

Ny informasjon tyder på at lønnsveksten i år blir litt lavere enn vi anslo i juni. Bedriftenes lønnsomhet har vært noe lavere enn vi la til grunn, og vi venter at det vil dempe oppgangen i lønnsveksten fremover. Lavere lønnsvekst demper prisveksten, og trekker isolert sett ned rentebanen. På den annen side har prisveksten vært høyere enn vi anslo i juni, og anslagene for KPI-JAE er noe oppjustert den nærmeste tiden. Vi har også oppjustert anslagene på prisimpulsene fra utlandet for i år og neste år. Isolert sett tilsier det en litt høyere rentebane. De lilla søylene i figuren viser de samlede effektene på rentebanen av ny informasjon og endrede vurderinger av priser og lønninger.

Kronen har vært svakere enn vi la til grunn i forrige rapport til tross for at oljeprisen har økt, og vi venter at den holder seg noe svakere den nærmeste tiden enn vi anslo sist. En svakere krone bidrar til økt innenlandsk aktivitet gjennom en bedret konkurranseevne og til høyere importert prisvekst. Det trekker isolert sett rentebanen opp, se oransje søyler.

Internasjonale vekstutsikter synes noe svakere enn i juni, og vi har nedjustert anslagene for importveksten hos handelspartnerne. Det reduserer etterspørselen mot norske eksportbedrifter. Endringene i utsiktene internasjonalt trekker i retning av en lavere rentebane, se grønne søyler.

Terminprisene på olje har steget noe siden juni. En høyere oljepris bidrar til økt lønnsomhet for bedrifter i oljenæringen, og det kan løfte oljerelatert eksport og oljeinvesteringer. På den annen side tilsier en høyere oljepris isolert sett en sterkere krone, som kan dempe den importerte prisveksten. Vi legger også til grunn at en høyere oljepris til en viss grad demper veksten hos handelspartnerne, og dermed reduserer

eksportetterspørselen. Samlet sett trekker oppgangen i oljeprisen rentebanen opp, se beige søyler.

Usikkerhet om virkningene av høyere renter taler for å gå varsomt frem i rentesettingen. Den lyseblå søylen i renteregnskapet reflekterer hovedstyrets vurdering om at neste renteheving mest sannsynlig kommer i første kvartal 2019. Nedjusteringen av rentebanen i første kvartal neste år innebærer at sannsynligheten for en ny heving før årsskiftet er noe lavere enn i junirapporten.

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

Positivt produksjonsgap og inflasjon nær målet

Med en utvikling i styringsrenten i tråd med renteprognosen i denne rapporten anslår vi at inflasjonen vil være nær målet noen år frem, samtidig som arbeidsledigheten fortsatt er lav.

Vi anslår at kapasitetsutnyttningen stiger videre og blir liggende noe over et normalt nivå de neste årene. Anslagene innebærer at kapasitetsutnyttningen når en topp i 2020, før den avtar gradvis, se figur 4.5b. Sammenlignet med forrige rapport er anslagene for kapasitetsutnyttningen litt lavere det neste året og litt høyere gjennom resten av prognoseperioden. Inflasjonen, målt både ved KPI og KPI-JAE, anslås å være litt under 2 prosent ved utgangen av 2021, se figur 4.5c-d. Anslagene for KPI-JAE er noe høyere enn anslagene i forrige rapport de neste årene, men litt lavere i 2021. KPI-anslagene er høyere enn i junirapporten de neste par kvartalene, mens de er noe lavere i resten av prognoseperioden.

MÅL OG AVVEIINGER I PENGEPOLITIKKEN

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

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

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

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

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

Dersom det er tegn til at finansielle ubalanser bygger seg opp, kan hensynet til høy og stabil produksjon og sysselsetting i noen situasjoner 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.

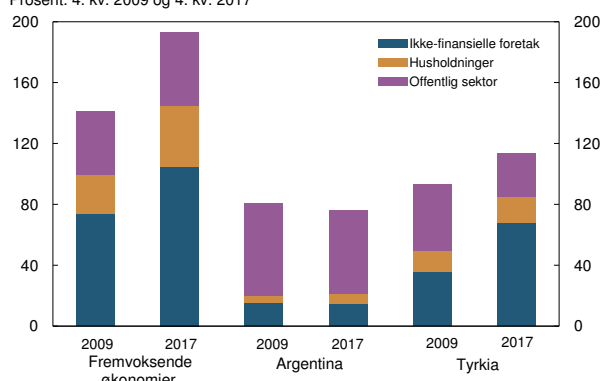
I situasjoner der faren for særlig ugunstige utfall er betydelig, eller dersom det ikke lenger er tillit til at inflasjonen vil holde seg lav og stabil, kan det i noen tilfeller være riktig å reagere kraftigere i rentesettingen enn vanlig.

5 Vurdering av finansiell stabilitet

– beslutningsgrunnlag for motsyklisk kapitalbuffer

Vår vurdering av finansielle ubalanser er samlet sett lite endret siden forrige rapport. Husholdningenes gjeldsbelastning er høy, og gjelden har lenge vokst raskere enn inntektene. Gjeldsbelastningen stiger videre, men gjeldsveksten i husholdningene har avtatt noe det siste året. Boligprisveksten har vært lav de siste månedene etter en innhenting av prisfallet fra i fjor. Fremover ventet vi at gradvis økte renter, ferdigstilling av nye boliger og lav befolkningsvekst vil holde boligprisveksten nede. I markedet for næringsseidendom har den høye prisveksten de siste årene økt risikoen for et markert prisfall lenger frem. Foretakenes kredittvekst har avtatt noe de siste månedene, men foretakene har fortsatt god tilgang på kreditt. De største norske bankene har god lønnsomhet, lave tap og oppfyller kravene til kapitaldekning.

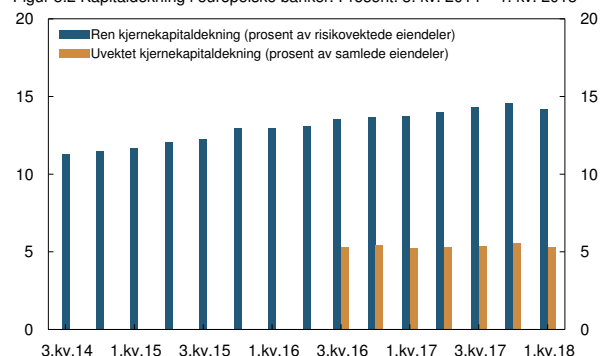
Figur 5.1 Gjeld som andel av BNP i fremvoksende økonomier¹⁾. Prosent. 4. kv. 2009 og 4. kv. 2017



1) Fremvoksende økonomier består av: Argentina, Brasil, Chile, Colombia, Hongkong, India, Indonesia, Israel, Kina, Korea, Malaysia, Mexico, Polen, Russland, Saudi-Arabia, Singapore, Sør-Afrika, Thailand, Tsjekkia, Tyrkia og Ungarn.

Kilde: BIS

Figur 5.2 Kapitaldekning i europeiske banker. Prosent. 3. kv. 2014 – 1. kv. 2018



Kilde: EBA

5.1 INTERNASJONALT

Det er fortsatt tegn til stor risikoappetitt hos mange investorer. I industrilandene har aksjekursene økt ytterligere, se figur 2.4, mens risikopremiene i obligasjonsmarkedene er lite endret siden forrige rapport. I fremvoksende økonomier har derimot aksjekursene falt i det siste.

Gjelden i fremvoksende økonomier har vokst raskere enn verdiskapingen etter finanskrisen i 2008, se figur 5.1. Mye av låneopptaket har vært i fremmed valuta, særlig i amerikanske dollar. Økningen av styringsrenten i USA og styrkingen av dollaren gjør gjelden tyngre å betjene. Dette har rammet Argentina og Tyrkia, som har opplevd kraftige valutakursfall. Disse landene har lavere gjeld enn andre fremvoksende økonomier, men en stor andel lån i dollar og løpende finansieringsbehov på grunn av betydelig underskudd på driftsbalansen. Spredningen til andre land har så langt vært moderat, se kapittel 2.

I europeiske banker er soliditeten og likviditeten vesentlig styrket siden finanskrisen, men soliditeten gikk litt ned i første kvartal, se figur 5.2. Misligholdet falt til 4 prosent av samlede lån i første kvartal, en nedgang på om lag 1 prosentenheter fra første kvartal i fjor. Kursene på europeiske bankaksjer har likevel falt det siste året.

De største norske bankene har en høy andel markedsfinansiering og påvirkes av utviklingen internasjonalt. Bankene kan få økte finansieringskostnader dersom risikopremiene ute stiger. Temperaturkartet viser middels risiko for utviklingen i globale finansielle forhold, se ramme på side 48.

5.2 KREDITT

Kreditten har steget raskere enn verdiskapingen i den norske fastlandsøkonomien i mer enn to tiår, se kredittindikatoren i figur 5.3. Det skyldes i hovedsak sterk vekst i husholdningenes gjeld. Kredittindikatoren steg videre i andre kvartal. Kredittgapet, som viser avviket mellom kredittindikatoren og en beregnet trend, avtok noe, se figur 5.4.

Gjeldsveksten i husholdningene har avtatt noe de siste årene, men har vært nokså stabil de siste månedene, se figur 5.5. Gjelden har lenge vokst raskere enn

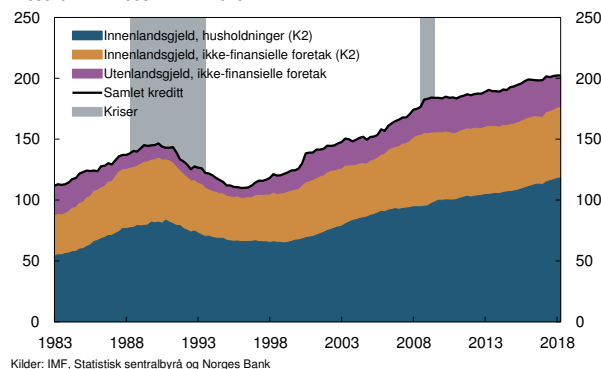
MOTSYKLISK KAPITALBUFFER

Den motsykliske kapitalbufferen er et tilleggskrav til kapital i bankene. Formålet med bufferen er å gjøre bankene mer solide og motvirke at bankenes kredittpraksis forsterker et tilbakeslag i økonomien.

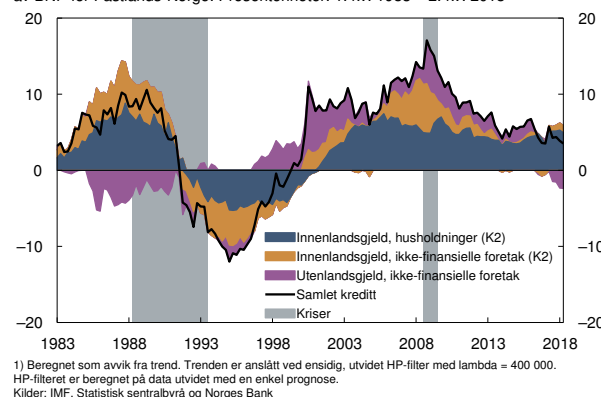
Bankene bør bygge og holde en motsyklisk kapitalbuffer når finansielle ubalanser bygger seg opp eller har bygd seg opp. Ved tilbakeslag i økonomien og store tap i bankene kan bufferkravet settes ned for å motvirke at en strammere utlånspraksis forsterker nedgangen.

Finansdepartementet fastsetter bufferkravet fire ganger i året. Norges Bank lager et beslutningsgrunnlag og gir departementet råd om nivået. Vurderingen av finansielle ubalanser er utgangspunktet for Norges Banks råd om nivået på den motsykliske kapitalbufferen i bankene, se ramme på side 50 og brev til Finansdepartementet på Norges Banks hjemmesider. I vurderingen av finansielle ubalanser tar Norges Bank utgangspunkt i utviklingen i kreditt, eiendomspriser og bankenes finansiering. Bufferkravet er fastsatt til 2,0 prosent fra 31. desember 2017.

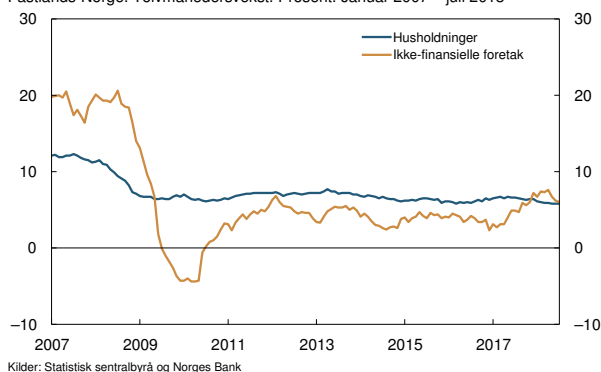
Figur 5.3 Kreditt for Fastlands-Norge som andel av BNP for Fastlands-Norge. Prosent. 1. kv. 1983 – 2. kv. 2018



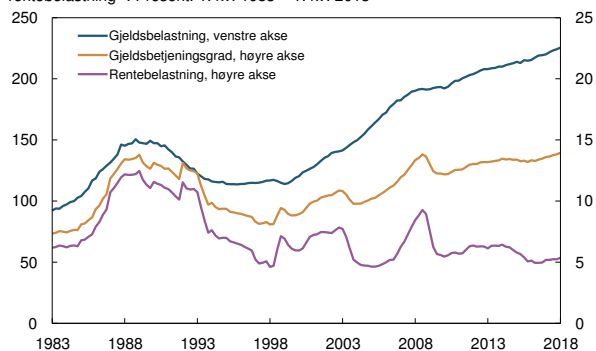
Figur 5.4 Dekomponert kredittgap.¹⁾ Kreditt for Fastlands-Norge som andel av BNP for Fastlands-Norge. Prosentenheter. 1. kv. 1983 – 2. kv. 2018



Figur 5.5 Innenlandsk kreditt til husholdninger og ikke-finansielle foretak i Fastlands-Norge. Tolv månedersvekst. Prosent. Januar 2007 – juli 2018



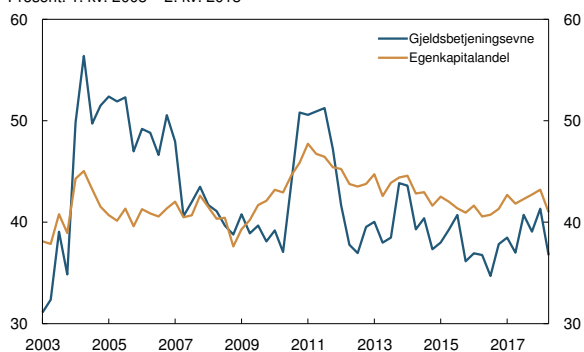
Figur 5.6 Husholdningenes gjeldsbelastning¹⁾, gjeldsbetjeningsgrad²⁾ og rentebelastning³⁾. Prosent. 1. kv. 1983 – 1. kv. 2018



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

inntektene, se figur 5.6, og den vedvarende økningen i gjeldsbelastningen har bidratt til oppbygging av finansielle ubalanser. Selv om rentebelastningen er nokså lav, er gjeldsbetjeningsgraden, dvs. andelen av inntekt som betjener renter og normale avdrag, på samme nivå som ved bankkrisen på slutten av 1980-tallet og finanskrisen for ti år siden. De fleste husholdningene har god evne til å betjene noe høyere renter på gjelden, men en økning av renten vil isolert sett redusere konsummulighetene. Husholdninger med høy gjeldsbelastning er blant de mest utsatte. Andelen husholdninger med gjeld over fem ganger inntekt fortsatte å øke i 2016, se utdyping på side 47. Husholdningenes gjeld signaliserer høy risiko i temperaturkartet, se ramme på side 48.

Figur 5.7 Gjeldsbetjeningssevne¹⁾ og egenkapitalandel i børsnoterte foretak²⁾. Prosent. 1. kv. 2003 – 2. kv. 2018

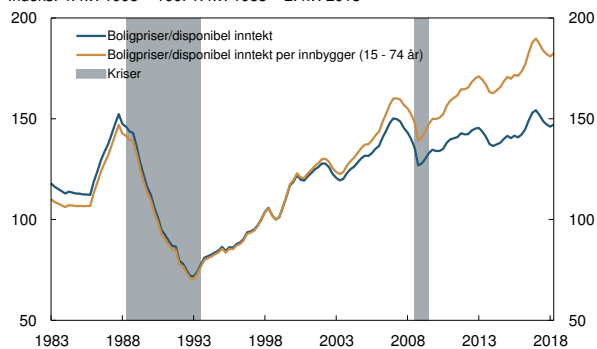


1) Driftsresultat for driftsmessige av- og nedskrivninger (EBITDA) siste fire kvartaler i prosent av netto rentebærende gjeld.
2) Norskregistrerte ikke-finansielle foretak på Oslo Børs, ekskludert foretak innen utvinning av olje og gass. Norsk Hydro er ekskludert t.o.m. 3. kv. 2007.
Kilder: Bloomberg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

Ifølge bankene i Norges Banks utlånsundersøkelse økte etterspørselen etter lån fra husholdningene i andre kvartal, mens kredittpraksisen var uendret. Vi ventet at mange ferdigstilte nye boliger og fortsatt lave renter vil bidra til å holde kredittveksten stabil fremover. Samtidig ventet vi at en gradvis økning i rentene vil dempe kredittveksten på sikt.

Foretakene har god tilgang på kreditt. Veksten i foretakenes innenlandske kreditt har avtatt noe de siste månedene etter en økning gjennom fjoråret, se figur 5.5. Kredittveksten har avtatt både fra bankene og obligasjonsmarkedet. Bankenes utlånsvekst er bredt basert på næringer, men særlig lavere utlånsvekst til næringseiendom trekker ned. Bankene i Norges Banks utlånsundersøkelse rapporterte om uendret etterspørsel etter lån og uendret kredittpraksis overfor foretak i andre kvartal.

Figur 5.8 Boligpriser i forhold til disponibel inntekt¹⁾. Indeks. 4. kv. 1998 = 100. 1. kv. 1983 – 2. kv. 2018



1) Disponibel inntekt er korrigert for anslått reinvestert aksjeutbytte i 1. kv. 2000 – 4. kv. 2005 og nedsettelse av egenkapital i 1. kv. 2006 – 3. kv. 2012. For 1. kv. 2015 – 2. kv. 2018 benyttes veksten i disponibel inntekt uten aksjeutbytte.
Kilder: Eiendom Norge, Eiendomsverdi, Finn.no, Norges Eiendomsmeglerforbund (NEF), Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Alle foretaksindikatorerne i temperaturkartet viser lav risiko, se ramme på side 48. Gjeldsbetjeningssevnen i børsnoterte foretak har tatt seg gradvis opp de siste par årene, se figur 5.7. Utviklingen har i hovedsak vært drevet av økt inntjening. I andre kvartal falt gjeldsbetjeningssevnen på grunn av økt gjeld, med tilhørende redusert egenkapitalandel.

5.3 EIENDOMSPRISER

Både boligpriser og næringseiendomspriser har vist sterk vekst over flere år. Boligprisene har lenge steget mer enn inntektene per innbygger, se figur 5.8. Det har bidratt til gjeldsoppbyggingen i husholdningene.

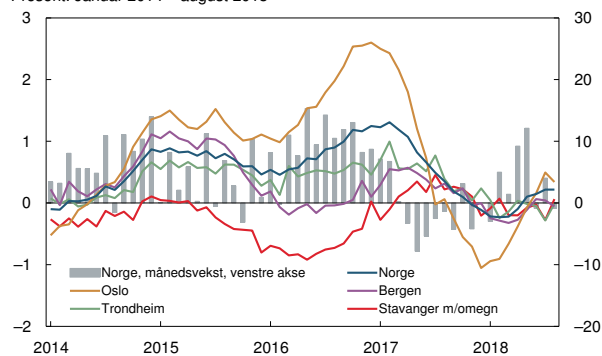
Utviklingen i næringseiendomsmarkedet er viktig for bankene fordi de har betydelige utlån til nærings-eiendomsforetak. Erfaringer viser at priser på nærings-eiendom ofte har steget kraftig i forkant av finansielle kriser. Temperaturkartet signaliserer lav til medium risiko i boligmarkedet og høy risiko innen nærings-eiendom, se ramme på side 48.

Boligprisveksten har vært lav de siste månedene etter en innhentning av prisfallet fra i fjor, se figur 5.9. Siden årsskiftet har boligprisene tatt seg mest opp i Oslo, hvor prisene falt mest etter sterk vekst i 2016. Veksten har vært svak i de andre store byene. For landet samlet er prisene nå på om lag samme nivå som ved toppen i fjor vår, mens de i Oslo er om lag 4 prosent lavere. Selv om omsetningen i bruktboligmarkedet har vært noe høyere enn normalt, har det vært større økning i antall boliger lagt ut for salg, og beholdningen av usolgte bruktboliger har derfor økt de siste månedene.

Lave renter og lavere boligbygging enn befolkningsveksten skulle tilsa, har bidratt til boligprisveksten i flere år. I de siste årene har imidlertid boligbyggingen økt og befolkningsveksten avtatt, se figur 5.10. Sammen med utsikter til en gradvis økning i rentenivået tilsier dette moderat boligprisvekst fremover. Vi venter at boligprisene vil stige med mellom 2 og 3 prosent per år de neste årene, se figur 3.9. Skulle aktiviteten i norsk økonomi og lønnsveksten bli høyere enn ventet, kan prisveksten i boligmarkedet igjen tilta.

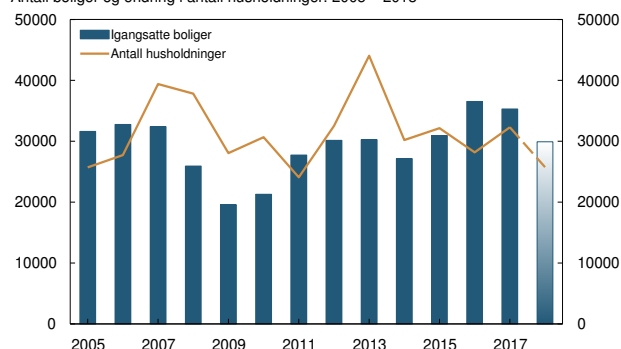
Beregnete salgspriser for de mest attraktive kontorlokale i Oslo økte kraftig gjennom fjoråret, se næringseiendomsindikatoren i figur 5.11. Indikatoren, som bestemmes av utviklingen i netto leieinntekter og investorenes avkastningskrav, har vokst videre i år. De siste årene har prisveksten i hovedsak vært drevet av lavere avkastningskrav for de mest attraktive kontorlokalene i Oslo. Hittil i år har derimot anslått avkastningskrav holdt seg stabilt, mens leieprisene har økt markert. Markedsaktører venter at leieprisene i Oslo vil fortsette å stige som følge av sterkere etterspørsel etter kontorbygg og lav tilførsel av nybygg. Samtidig venter aktørene at byggeaktiviteten kommer til å øke noe de neste årene og at det vil bidra til lavere leieprisvekst på sikt.

Figur 5.9 Boligpriser. Tolv månedersvekst¹⁾ og sesongjustert månedsvkst. Prosent. Januar 2014 – august 2018



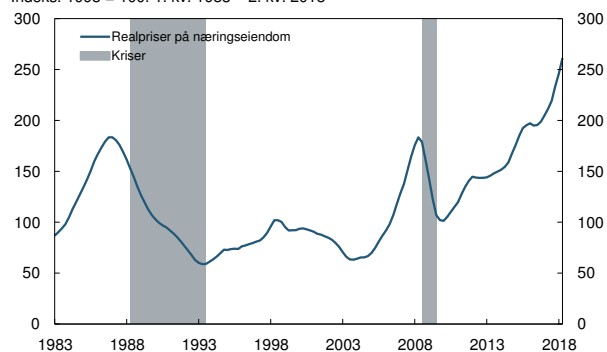
1) Tolv månedersvekst i byene og Norge på høyre akse. Kilder: Eiendom Norge, Eiendomsverdi og Finn.no

Figur 5.10 Boligbygging og husholdninger i Norge. Antall boliger og endring i antall husholdninger. 2005 – 2018¹⁾



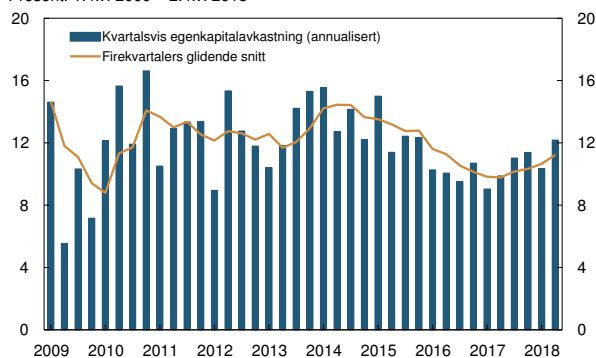
1) Anslag for igangsetting og endring i antall husholdninger for 2018. Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 5.11 Realpriser på næringseiendom.¹⁾ Indeks. 1998 = 100. 1. kv. 1983 – 2. kv. 2018



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

Figur 5.12 Egenkapitalavkastning i store norske banker¹⁾. Prosent. 1. kv. 2009 – 2. kv. 2018



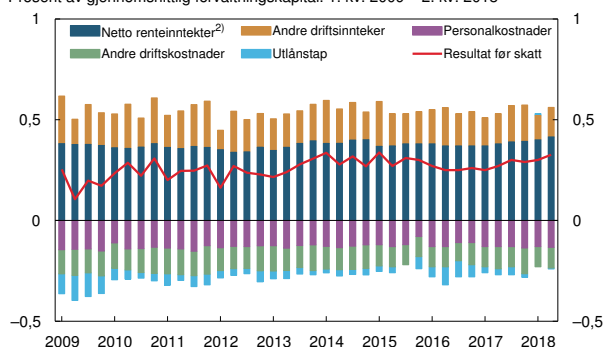
1) DNB Bank, Nordea Bank Norge (til og med fjerde kvartal 2016), Sparebanken Vest, SpareBank 1 Nord-Norge, SpareBank 1 SMN, SpareBank 1 SR-Bank, Sparebanken Sør (fra første kvartal 2014) og SpareBank 1 Østlandet (fra tredje kvartal 2016).
Kilder: Bankenes kvartalsrapporter og Norges Bank

Veksten i leieprisene styrker gjeldsbetjeningsevnen til foretak innen næringseiendom. På den annen side kan den høye prisveksten på næringseiendom i Oslo de siste årene og økt byggeaktivitet bidra til økt kredittvekst til eiendomsforetakene. Den høye prisveksten øker også risikoen for et markert verdifall lenger frem.

5.4 BANKENE

Egenkapitalavkastningen til de største norske bankene økte fra første til andre kvartal og var høyere enn på samme tid i fjor, se figur 5.12. Flere faktorer bidro til forbedringen i resultatene, blant annet økte netto renteinntekter, svært lave tap og god kostnadskontroll, se figur 5.13. Noe av bedringen skyldes ekstraordinære inntekter knyttet til fusjon mellom BankAsept, BankID og Vipps.

Figur 5.13 Dekomponert resultatutvikling i store norske banker¹⁾. Prosent av gjennomsnittlig forvaltningskapital. 1. kv. 2009 – 2. kv. 2018

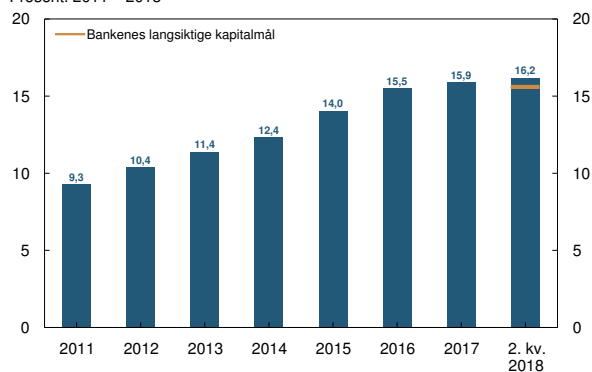


1) DNB Bank, Nordea Bank Norge (til og med fjerde kvartal 2016), Sparebanken Vest, SpareBank 1 Nord-Norge, SpareBank 1 SMN, SpareBank 1 SR-Bank, Sparebanken Sør (fra første kvartal 2014) og SpareBank 1 Østlandet (fra tredje kvartal 2016).
2) Provisjonsinntekter fra deleide kreditforetak i SpareBank 1-alliansen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

Kapitaldekningen i bankene var ved utgangen av andre kvartal i tråd med deres egne kapitalmål og omtrent uendret fra første kvartal, se figur 5.14. Bankenes utlånsvækst til både husholdninger og foretak var om lag 6,5 prosent ved utgangen av andre kvartal, ned fra om lag 7 prosent ved utgangen av første kvartal. Norske bankers andel av utlånsvæksten økte på bekostning av de utenlandske filialene.

Bankene har god tilgang på markedsfinansiering i både norske kroner og valuta. Risikopåslagene på seniorobligasjoner og obligasjoner med fortrinnsrett (OMF) er om lag uendret siden forrige rapport. Hittil i år har bankene hentet mer finansiering gjennom OMF i valuta enn samme periode i fjor, mens for andre obligasjoner er volumene omtrent uendret. Samtidig har bankenes markedsfinansieringsandel avtatt noe i andre kvartal.

Figur 5.14 Ren kjernekapitaldekning i store norske banker¹⁾. Prosent. 2011 – 2018²⁾



1) DNB Bank, Sparebanken Vest, SpareBank 1 Nord-Norge, SpareBank 1 SMN, SpareBank 1 SR-Bank, Sparebanken Sør (fra 2014) og SpareBank 1 Østlandet (fra 2016).
2) Inkludert hele kvartalsresultatet for 1. og 2. kv. 2018.
Kilder: Bankenes kvartalsrapporter og Norges Bank

ØKT GJELD I HUSHOLDNINGENE I 2016¹

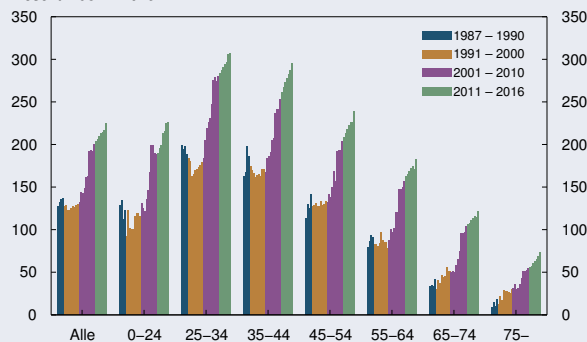
Husholdningenes gjeld er den viktigste sårbarheten i det norske finansielle systemet. Gjeldsbelastningen i husholdningene er høy, og det er store variasjoner mellom ulike grupper. Tall for inntektsåret 2016 ble nylig tilgjengelig for analyser i Norges Bank, og viser at husholdningenes gjeld fortsatte å vokse raskere enn inntektene i alle aldersgrupper i 2016, se figur 5.15.

Andelen husholdninger med gjeld over fem ganger inntekt har økt over lengre tid, men særlig fra 2015 til 2016, se figur 5.16. Økningen var spesielt tydelig i aldersgruppene som er mest aktive i boligmarkedet. Høye boligpriser og svak inntektsvekst fra 2015 til 2016 bidro til utviklingen. Økningen i andelen husholdninger med høy gjeld er i tråd med resultatene i Finanstilsynets boliglansundersøkelse i 2016. Fra 1. januar 2017 ble boliglansforskriften strammet inn med blant annet krav om at gjelden ikke skal overstige fem ganger brutto inntekt. Ifølge Finanstilsynets boliglansundersøkelse for 2017 falt andelen nye lån som overstiger fem ganger brutto inntekt markert, fra 8 prosent i 2016 til 2 prosent i 2017.² Våre foreløpige analyser viser at kommuner med en relativt høy andel boligkjøpere med gjeldsgrad over fem hadde en lavere gjeldsvekst i 2017.³ Det gir grunn til å tro at utviklingen i 2017 vil vise svakere vekst i andelen husholdninger med høy gjeld.

Høy gjeld gjør husholdningene sårbare. Vi anslår at en økning i utlåns- og innskuddsrentene på 1,5 prosentenheter gir økt netto rentebetaling som andel av inntekt etter skatt på omtrent 3 prosentenheter for husholdninger i andre halvdel av 30-årene og tidlig i 40-årene, se figur 5.17.⁴ Det er imidlertid utsikter til høyere lønnsvekst fremover. Det vil trolig føre til at de fleste husholdninger får høyere disponibel inntekt til tross for renteøkning, se omtale i kapittel 3.

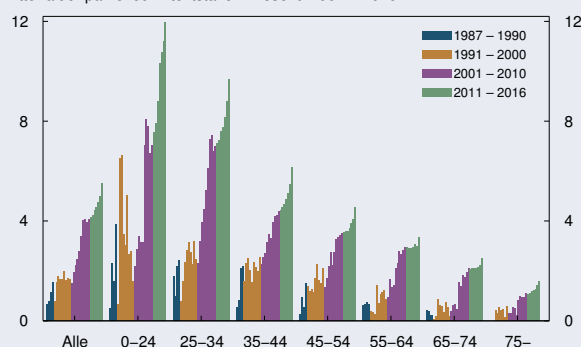
1 Analysen er basert på Inntektsstatistikken fra Statistisk sentralbyrå med siste tilgjengelige tall fra inntektsåret 2016.
 2 Se Finanstilsynet (2017) «Boliglansundersøkelsen 2017».
 3 Se H. Borchgrevink og K. N. Torstensen (2017) «Analyser av effekter av boliglansforskriften». *Aktuell kommentar* 2018/1. Norges Bank.
 4 For en nærmere analyse av virkningene av økte renter, se utdyping i *Pengepolitisk rapport* 1/2018 og Torstensen, K. N. og K. Gerdrup (2018) «Hvordan vil økte renter påvirke husholdningenes inntekter og forbruk?». *Staff memo* 3/18. Norges Bank.

Figur 5.15 Gjeld som andel av inntekt etter skatt. Etter alder på hovedinntektstaker. Prosent. 1987 – 2016



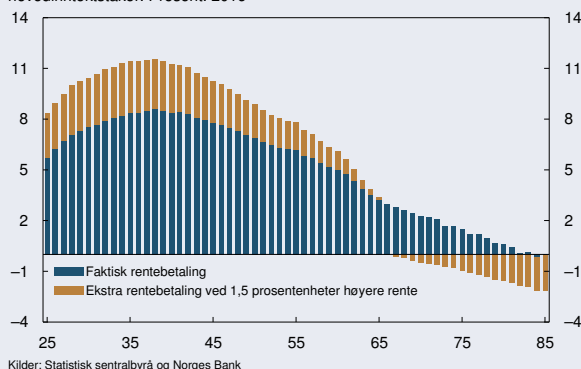
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 5.16 Andel husholdninger med gjeld over 5 ganger brutto inntekt. Etter alder på hovedinntektstaker. Prosent. 1987 – 2016



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 5.17 Netto rentebetaling som andel av inntekt etter skatt. Etter alder på hovedinntektstaker. Prosent. 2016



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

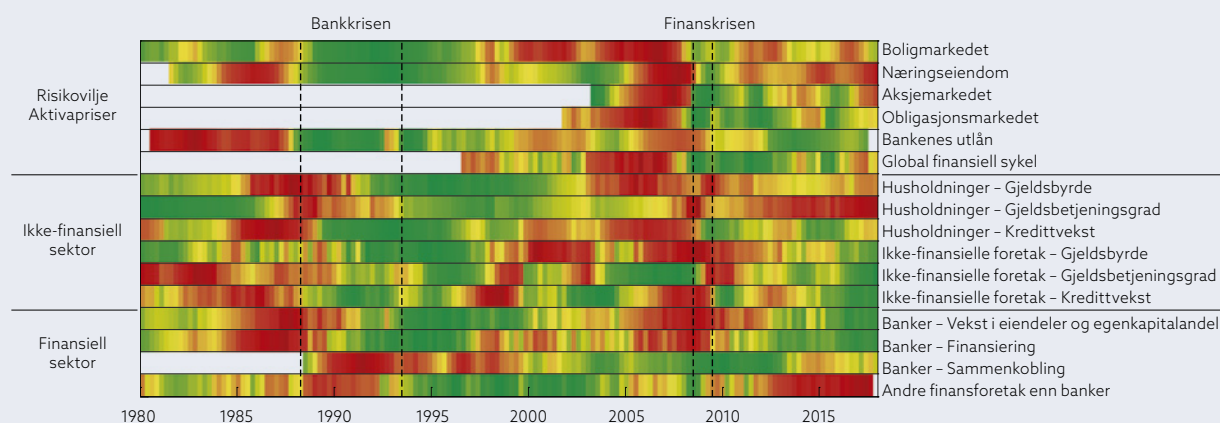
TEMPERATURKART FOR OVERVÅKING AV SYSTEMRISIKO

Norges Banks temperaturkart er et hjelpemiddel for å vurdere systemrisikoen i det norske finansielle systemet. Temperaturkartet følger utviklingen i et bredt sett av indikatorer innenfor tre hovedområder: risikovilje og aktivpriser, sårbarheter i ikke-finansiell sektor (husholdninger og foretak) og sårbarheter i finansiell sektor.¹

Utviklingen i hver enkelt indikator vises med en fargekode hvor grønn (rød) farge innebærer lave (høye) nivåer av sårbarhet. Slik gir temperaturkartet et visuelt bilde av sårbarheter i det norske finansielle systemet i dag sammenlignet med historiske episoder. Sammensatte indikatorer er laget ved å ta et gjennomsnitt av individuelle indikatorer.

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

Figur 5.18 Sammensatte indikatorer i temperaturkartet 1. kv. 1980 – 2. kv. 2018



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

MOTSYKLISK KAPITALBUFFER I ANDRE LAND

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

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

Det samlede kravet til motsyklisk kapitalbuffer for norske banker vil avhenge av i hvilke land de har eksponeringer. Flere land i EU har nylig varslet at kravet til motsyklisk kapitalbuffer settes over 0 prosent.³ I de fleste land som norske banker har nokså store eksponeringer i, er det gjeldende kravet 0 prosent, se tabell 1.

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

Land	Gjeldende bufferkrav	Norske bankers eksponering ¹
Sverige	2 prosent	8,4 prosent
USA	0 prosent	3,9 prosent
Danmark	0 prosent	3,1 prosent
Storbritannia	0,5 prosent	2,4 prosent
Finland	0 prosent	2,1 prosent
Litauen	0 prosent	1,8 prosent
Polen	0 prosent	1,7 prosent
Latvia	0 prosent	1,1 prosent
Tyskland	0 prosent	1,0 prosent
Singapore	0 prosent	0,8 prosent

1 Andel av beregningsgrunnlag, jf. artikkel 3 i ESRB 2015/3. Gjennomsnitt for 3. kv. 2016 til 2. kv. 2018. Omfatter banker som i CRD IV-rapporteringen har levert skjema C09.01 og C09.02, med unntak av Nordea som ikke lenger er norsk bank fra 1. januar 2017.

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

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

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

3 I Danmark settes kravet til 0,5 prosent fra 31. mars 2019. I Frankrike settes kravet til 0,25 prosent fra 1. juli 2019. I Irland settes kravet til 1 prosent fra 5. juli 2019. I Litauen settes kravet til 0,5 prosent fra 31. desember 2018 og videre til 1 prosent fra 30. juni 2019. I Slovakia økes kravet fra 1,25 til 1,5 prosent fra 1. august 2019. I Storbritannia økes kravet fra 0,5 til 1 prosent fra 28. november 2018. I Sverige har Finansinspektionen sendt et forslag på høring om å øke kravet fra 2 til 2,5 prosent fra 19. september 2019. I Tsjekkia økes kravet fra 1 til 1,25 prosent fra 1. januar 2019 og videre til 1,5 prosent fra 1. juli 2019. I tillegg øker Island kravet fra 1,25 til 1,75 prosent fra 15. mai 2019.

KRITERIER FOR EN GOD MOTSYKLISK KAPITALBUFFER¹

Kravet til den motsykliske bufferen bør oppfylle følgende kriterier:

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

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

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

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

Norges Banks råd vil også bygge på anbefalinger fra Det europeiske systemrisikorådet (ESRB). Ifølge EUs kapitalkravdirektiv skal nasjonale myndigheter beregne en veiledende referanseverdi («bufferguide») for den motsykliske kapitalbufferen hvert kvartal.

Det vil ikke være en mekanisk sammenheng mellom utviklingen i indikatorene, gapene eller anbefalinger fra ESRB³ og Norges Banks råd om den motsykliske bufferen. Rådet vil bygge på bankens faglige skjønn, hvor også andre forhold vil trekkes inn i vurderingen. Øvrige krav til bankene vil være en del av vurderingen, særlig når nye krav introduseres.

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

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

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

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

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

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

Vedlegg

Oversikt over rentemøter i Norges Bank

Tabeller og detaljerte anslag

Oversikt over rentemøter i Norges Bank

Dato ¹	Styringsrente ²	Endring
12. desember 2018		
24. oktober 2018		
19. september 2018	0,75	0,25
15. august 2018	0,50	0
20. juni 2018	0,50	0
2. mai 2018	0,50	0
14. mars 2018	0,50	0
24. januar 2018	0,50	0
13. desember 2017	0,50	0
25. oktober 2017	0,50	0
20. september 2017	0,50	0
21. juni 2017	0,50	0
3. mai 2017	0,50	0
14. mars 2017	0,50	0
14. desember 2016	0,50	0
26. oktober 2016	0,50	0
21. september 2016	0,50	0
22. juni 2016	0,50	0
11. mai 2016	0,50	0
16. mars 2016	0,50	-0,25
16. desember 2015	0,75	0
4. november 2015	0,75	0
23. september 2015	0,75	-0,25
17. juni 2015	1,00	-0,25
6. mai 2015	1,25	0
18. mars 2015	1,25	0
10. desember 2014	1,25	-0,25
22. oktober 2014	1,50	0
17. september 2014	1,50	0
18. juni 2014	1,50	0
7. mai 2014	1,50	0
26. mars 2014	1,50	0
4. desember 2013	1,50	0
23. oktober 2013	1,50	0
18. september 2013	1,50	0
19. juni 2013	1,50	0
8. mai 2013	1,50	0
13. mars 2013	1,50	0
19. desember 2012	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 2/18 i parentes	Andel av verdens BNP ¹			Prosentvis endring fra foregående år				
	PPP	Markeds- kurser	Handels- partnere ⁴	2017	2018	2019	2020	2021
USA	15	24	9	2,2 (-0,1)	2,9 (0,1)	2,5 (0)	1,9 (-0,1)	1,8 (-0,1)
Euroområdet	12	16	32	2,5 (0)	2 (-0,2)	1,7 (-0,1)	1,6 (0)	1,5 (0)
Storbritannia	2	4	10	1,7 (-0,1)	1,3 (-0,1)	1,4 (-0,1)	1,5 (0)	1,5 (0)
Sverige	0,4	0,7	11	2,4 (-0,1)	2,7 (0)	2 (0)	2 (0)	2,1 (0)
Øvrige industriland ²	7	10	19	2,5 (0)	2 (-0,2)	1,9 (-0,2)	1,8 (-0,1)	1,9 (-0,1)
Kina	18	14	7	6,9 (0)	6,3 (-0,1)	5,8 (-0,2)	5,8 (0)	5,8 (0)
Øvrige fremvoksende økonomier ³	19	11	12	3,8 (0)	3,7 (-0,1)	3,7 (-0,2)	3,9 (0)	4 (0)
Norges handelspartnere ⁴	73	79	100	2,9 (-0,1)	2,6 (-0,1)	2,3 (-0,1)	2,2 (0)	2,2 (0)
Verden (PPP) ⁵	100	100		3,8 (0)	3,8 (0)	3,7 (-0,1)	3,6 (-0,1)	3,7 (0)
Verden (markedskurser) ⁵	100	100		3,2 (0)	3,2 (-0,1)	3,1 (0)	2,9 (0)	2,9 (-0,1)

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

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

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

4 Eksportvekter, 25 viktige handelspartnere.

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

Kilder: IMF, Thomson Reuters og Norges Bank

Tabell 2 Anslag på konsumpriser i utlandet

Endring fra anslag i Pengepolitisk rapport 2/18 i parentes	Handels- partnere ⁴	Handels- partnere i rente- aggregatet ⁵	Prosentvis endring fra foregående år				
			2017	2018	2019	2020	2021
USA	7	20	2,1 (0)	2,5 (0,1)	2,5 (0,1)	2,4 (0,1)	2,3 (0)
Euroområdet	34	54	1,5 (0)	1,8 (0,1)	1,7 (0,1)	1,6 (0)	1,7 (0)
Storbritannia	7	5	2,6 (0)	2,2 (-0,2)	2,2 (-0,1)	2,1 (0)	2 (0)
Sverige ¹	14	12	2 (0)	2,2 (0,3)	2,1 (0,1)	2 (0)	2 (0)
Øvrige industriland ²	15		1,1 (0)	1,3 (0)	1,7 (0)	1,7 (0)	1,7 (0)
Kina	12		1,6 (0)	2,5 (0)	2,5 (0)	2,7 (0)	2,7 (0)
Øvrige fremvoksende økonomier ³	10		4 (0)	4,4 (0)	4,6 (0)	4,4 (0)	4,4 (0)
Norges handelspartnere ⁴	100		1,9 (0)	2,1 (0)	2,2 (0,1)	2,2 (0,1)	2,2 (0)
Handelspartnere i renteaggregatet ⁵			1,7 (0)	2 (0,1)	2 (0,1)	1,9 (0,1)	1,9 (0)
Underliggende prisvekst ⁶			1,4 (0)	1,5 (0)	1,9 (0,1)	1,9 (0)	1,9 (0)
Lønnsvekst ⁷			1,9 (0)	2,7 (0,1)	2,6 (0)	3 (0)	3,1 (0)

1 Konsumpriser med fast rente (KPIF).

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

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

4 Importvekter, 25 viktige handelspartnere.

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

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

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

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

Kilder: IMF, Thomson Reuters og Norges Bank

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

	2018			
	1.kv.	2.kv.	3.kv.	4.kv.
Faktisk	0,4	0,5		
Anslag i PPR 2/18		0,7	0,7	
Anslag i PPR 3/18			0,7	0,7

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

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

	juni	juli	aug	2018			
				sept	okt	nov	des
Faktisk	2,3	2,4	2,4				
Anslag i PPR 2/18	2,3	2,3	2,2	2,2			
Anslag i PPR 3/18				2,4	2,3	2,3	2,3

Kilder: NAV og Norges Bank

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

	april	mai	juni	2018			
				juli	aug	sept	okt
Faktisk	3,8	3,8	3,9				
Anslag i PPR 2/18	3,8	3,8	3,7	3,7			
Anslag i PPR 3/18				3,8	3,7	3,7	3,7

¹ Arbeidskraftundersøkelsen.

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Tabell 3d Konsumpriser. Tolvmånedersvekst. Prosent

	juni	juli	aug	2018			
				sept	okt	nov	des
Konsumprisindeksen (KPI)							
Faktisk	2,6	3,0	3,4				
Anslag i PPR 2/18	2,3	2,3	2,5	2,3			
Anslag i PPR 3/18				3,3	3,2	2,9	2,8
KPI-JAE¹							
Faktisk	1,1	1,4	1,9				
Anslag i PPR 2/18	1,1	1,2	1,5	1,3			
Anslag i PPR 3/18				1,6	1,6	1,8	1,7
Importerte varer i KPI-JAE							
Faktisk	0,4	0,8	1,2				
Anslag i PPR 2/18	0,2	0,5	0,7	0,1			
Anslag i PPR 3/18				0,4	0,8	0,6	0,4
Norskproduserte varer og tjenester i KPI-JAE²							
Faktisk	1,5	1,7	2,2				
Anslag i PPR 2/18	1,5	1,5	1,8	1,9			
Anslag i PPR 3/18				2,1	2,0	2,2	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 4 Anslag på makroøkonomiske hovedstørrelser

Endring fra anslag i Pengepolitisk rapport 2/18 i parentes	Milliarder kroner 2017	Prosentvis endring fra foregående år (der ikke annet fremgår) Anslag				
		2017	2018	2019	2020	2021
Priser og lønninger						
Konsumprisindeksen (KPI)		1,8 (0)	2,7 (0,4)	1,3 (-0,3)	1,4 (-0,2)	1,8 (-0,1)
KPI-JAE ¹		1,4 (0)	1,4 (0,1)	1,7 (0,2)	1,6 (0)	1,7 (-0,2)
Årslønn		2,3 (0)	2,8 (-0,1)	3,2 (-0,1)	3,8 (0)	3,9 (0)
Realøkonomi						
Bruttonasjonalprodukt (BNP)	3304	2,0 (0,1)	1,8 (-0,2)	2,2 (0,6)	2,2 (0)	1,6 (-0,2)
BNP for Fastlands-Norge	2798	2,0 (0,1)	2,5 (-0,1)	2,5 (0,2)	1,8 (0,2)	1,2 (-0,1)
Produksjonsgap for Fastlands-Norge (nivå) ²		-0,9 (0)	-0,2 (-0,1)	0,5 (-0,1)	0,8 (0,1)	0,6 (0,1)
Sysselsetting, personer, KNR		1,1 (0)	1,6 (-0,2)	1,2 (0,2)	0,8 (0,3)	0,3 (0)
Arbeidsstyrke, AKU ^{3,4}		-0,2 (0)	1,4 (0)	1,2 (0)	0,8 (0)	0,5 (0)
AKU-ledighet (rate, nivå)		4,2 (0)	3,8 (0,1)	3,4 (0,1)	3,2 (0)	3,2 (0)
Registrert ledighet (rate, nivå)		2,7 (0)	2,4 (0,1)	2,2 (0,1)	2,1 (0)	2,1 (-0,1)
Etterspørsel						
Etterspørsel fra Fastlands-Norge ⁵	2939	3,3 (0,2)	1,2 (-0,5)	1,9 (-0,2)	1,6 (0)	1,4 (0)
– Husholdningenes konsum ⁶	1472	2,2 (-0,3)	2,2 (-0,3)	2,1 (-0,2)	2,0 (0,1)	1,9 (0,1)
– Foretaksinvesteringer	296	9,3 (4,4)	0,0 (-5,3)	4,2 (-1,1)	1,0 (-0,5)	-0,3 (-0,2)
– Boliginvesteringer	199	7,0 (-0,1)	-9,9 (-2,1)	-1,5 (-0,7)	0,7 (-0,4)	1,0 (-0,1)
– Offentlig etterspørsel ⁷	972	2,7 (0,1)	2,2 (0,7)	1,5 (0)	1,4 (0)	1,3 (0)
Petroleumsinvesteringer ⁸	151	-3,8 (-1,8)	2,5 (-0,3)	10,8 (2,1)	4,1 (-0,1)	1,1 (0)
Eksport fra Fastlands-Norge ⁹	613	-1,4 (-2,0)	3,5 (-0,6)	5,2 (0,1)	4,3 (0,8)	3,0 (0)
Import	1093	1,6 (-1,2)	2,9 (-0,7)	3,9 (0,6)	2,9 (-0,1)	2,8 (0,1)
Boligpriser og gjeld						
Boligpriser		5,9 (0)	0,9 (-0,4)	2,4 (-0,4)	2,5 (0,4)	2,8 (0,3)
Kreditt til husholdningene (K2) ¹⁰		6,4 (0)	5,8 (-0,1)	5,7 (-0,1)	5,5 (-0,3)	5,3 (-0,4)
Rente og valutakurs (nivå)						
Styringsrente ¹¹		0,5 (0)	0,6 (0)	1,0 (-0,1)	1,5 (-0,1)	1,9 (-0,1)
Importveid valutakurs (I-44) ¹²		104,5 (0)	104,1 (0,9)	100,5 (1,3)	98,5 (0,4)	97,7 (-0,3)
Pengemarkedsrente hos handelspartnere ¹³		0,1 (0)	0,4 (0)	0,6 (0)	0,9 (0)	1,2 (0,1)
Oljepris						
Oljepris Brent Blend. USD per fat ¹⁴		54 (0)	74 (1)	76 (4)	72 (3)	69 (3)

1 KPI justert for avgiftsendringer og uten energivarer.

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

3 Arbeidskraftundersøkelsen.

4 Anslagene gjenspeiler at vi legger til grunn en sterkere vekst i AKU-sysselsettingen enn i KNR-sysselsettingen.

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

6 Inkluderer konsum i ideelle organisasjoner.

7 Offentlig konsum og bruttoinvesteringer.

8 Utvinning og rørtransport.

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

10 Kredittveksten er beregnet som firekvartalersveksten ved utgangen av året.

11 Styringsrenten er renten på bankenes innskudd i Norges Bank.

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

13 Basert på tremåneders pengemarkedsrenter og renteswapper.

14 Spotpris for 2017, mens 2018 er beregnet som gjennomsnittet av spotprisene så langt i år og terminprisene for resten av året. Terminpriser for 2019-2021.

Terminprisene er beregnet som gjennomsnittet for perioden 10.-14. september 2018.

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

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

Pengepolitisk rapport 3|18 – september

